

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

ONBEREKENBAAR- HEID TRUMP BAART GROTE ZORGEN

Dr. Stan Veuger,
American Enterprise Institute

DUURZAAM BELEGGEN IN REAL ASSETS VERGT HOLISTISCHE BLIK ÉN SAMENWERKING

Norbert Bol,
Building Values



RONDE TAFEL
Affordable Housing
& Assisted Living

Pensioenseminar 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie'

Datum: 30 oktober 2025, 11.00 – 16.50 uur

Locatie: Hoofdkantoor a.s.r., Utrecht

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

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

Deze en andere relevante vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie' op **donderdag 30 oktober 2025, van 11.00 tot 16.50 uur** op het hoofdkantoor van a.s.r. in Utrecht.

De middag zal worden geleid door **Alfred Kool**, niet-uitvoerend bestuurslid bij ABP.

Programma

10:30 uur: Koffie & registratie

11:00 uur: Welkom & Inleiding

Alfred Kool, Niet-uitvoerend bestuurslid, ABP

11:15 uur: De Rol van Institutionele Beleggers bij de Transitie naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie

Prof. Dr. Dirk Schoenmaker, Professor of Banking and Finance, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit en Erasmus Platform for Sustainable Value Creation

11:45 uur: Impactbeleggen en Real Assets

Almar Rietberg, MT-lid, Hoofd Client Solutions, a.s.r. real assets investment partners

12:15 uur: Van Intentie naar Implementatie: Impactportefeuilles als Motor voor Klimaattransitie

Ita Demyttenaere, Sustainable and Transition Solutions Manager, BlackRock

12:45 uur: Lunch

13:20 uur: Beleggen met impact binnen Alternative Fixed Income

Mathijs Lindemulder, Hoofd Duurzaamheid en Impact, Aegon Asset Management

13:50 uur: Impactbeleggen in bescherming en herstel van biodiversiteit

Karlijn van Lierop, Manager Impact Investing, Achmea Investment Management

14:20 uur: Koffiepauze

14:35 uur: Theory of Change als basis voor uw impactbeleggingsstrategie

Hadewych Kuiper, Managing Director, Triodos Investment Management

15:05 uur: Paneldiscussie 'Hoe verhouden impactbeleggen en de transitie naar een klimaatneutrale en circulaire economie zich tot elkaar? Is investeren in defensie verenigbaar met impactbeleggen?' met:

- **Anne Gram**, Board Member and Investment Professional with a passion for Sustainability
- **Leticia Ferreras Astorqui**, Lead Portfolio Manager, Development Finance & Impact Credit, Allianz Global Investors
- **Mies Ligtenberg**, Responsible Investments & Impact lead, a.s.r. vermogensbeheer

15:35 uur: Koffiepauze

15:50 uur: Opdracht van en uitdagingen en mogelijke oplossingen voor de Nederlandse Energietransitie

Reiniera van der Feltz, Kwartiermaker, Strategisch Adviseur, (Uitvoerend) Bestuur en Intern Toezicht

16:20 uur: Paneldiscussie 'Hoe kunnen pensioenfondsen gezamenlijk optrekken om de markt voor circulaire en klimaatneutrale investeringen te vergroten?' met:

- **Krispijn Bertoen**, Head of Responsible Investment, MN
- **Sytske Groenewald**, Head of Impact Investing NL, Cardano
- **Stephan Langen**, Hoofd Portfoliomanagement, ASN Impact Investors

16:50 uur: Hapje & Drankje

Registratie:

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

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



In samenwerking met:

achmea 
Investment Management

 **aegon**
asset management

Allianz 
Global Investors

asn  impact investors


a.s.r.

BlackRock

 **Mercer**

Triodos 
Investment
Management

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Pierre Abadie, Erik Jan van Bergen, Vincent van
 Bijleveld, Norbert Bol, Karin Bouwmeester,
 Sjoerd Berkhout, Johnny Brom, Jolien Brouwer,
 Andrew Carnwath, Fleur Cornelissen, Abigail
 Dean, Ita Demyttenaere, Han Dieperink, Emanuel
 Eftimiou, Ralph Engelchor, Natasha Franks,
 Marco van der Geugten, Marco Granskog, Sara
 Heinsbroek, Jeroen Heine, Edgar Hertog, Bill
 Hughes, Onno Hoff, Bas van den IJssel, Tijmen
 Janssen, Thijs Jochems, Ralf Kookken, Coen van
 de Laar, Mark Leeijen, Pim Lievense, Mies
 Ligtenberg, Dillon Lorda, Christian Mankiewicz,
 Rosheen McGuckian, Alex Neve, Ko van
 Nieuwenhuijzen, Judith Norbart, Paul Oremus,
 Andrea Palmer, Jai Patel, Antoon Pelsser, Pim
 Rank, Maya Savelkoul, Jennifer Signori, Hamish
 Smith, Paul van Stiphout, Jan Willem van
 Stuijvenberg, Roel Thijssen, Stan Veuger,
 Frans Verhaar, Mark Voermans, Erik Winands,
 Lindee Wong

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Kees Rijken Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision



ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Wereldwijd lijkt de economische groei wat af te zwakken. Terwijl de OESO de groei van het mondiale bbp voor 2025 op circa 3,1% raamde, komt de Wereldbank inmiddels op 2,3% uit, beduidend lager dan eerder voorzien. Een belangrijke verklaring ligt in de geopolitieke spanningen, waaronder de handelsoorlogen die Trump met tal van landen voert.



Een 'voordeel' van de afzwakkende groei is dat de inflatie afneemt, waardoor centrale banken ruimte krijgen om de rente te verlagen. Europa is inmiddels begonnen met een cyclus van renteverlagingen en de VS zal naar verwachting in de herfst volgen. Lage rentes zijn doorgaans gunstig voor beleggers, aangezien vrijwel alle beleggingscategorieën – publiek én privaat – daarvan profiteren. Zo hebben de Amerikaanse aandelenmarkten reeds nieuwe hoogten bereikt, mede dankzij de Big Beautiful Bill van Trump.

Voor de private markten verloopt 2025 echter een stuk uitdagender. Fundraising blijft achter en de financieringsdruk neemt toe. Volgens de Financial Times bedroeg het wereldwijd opgehaalde private equity-kapitaal tot juni slechts \$592 miljard – het laagste niveau in zeven jaar.

Toch zijn er ook positieve uitzonderingen: beleggingen in infrastructuur, ESG, AI en bepaalde Europese markten trekken juist de aandacht. Veel investeerders verwachten bovendien dat private markten zullen herstellen zodra het monetaire en geopolitieke klimaat verbetert.

Binnen private markten vallen onder andere real assets op, een snelgroeiende asset class die stabiliteit en diversificatie biedt. Van seniorenhuisvesting en studentenwoningen tot groene infrastructuur en duurzame energiesystemen: de mogelijkheden om impact te maken én financieel rendement te behalen nemen snel toe. Over de kansen – maar ook de durf die nodig is om ze te grijpen – vertelt Norbert Bol meer in ons coverinterview.

Daarnaast komen in dit nummer private equity en venture capital uitgebreid aan bod, onder andere in de vorm van het verslag van de ronde tafel over impact investing in deze beleggingscategorie. Ook hier liggen kansen voor impactbeleggers die verandering willen aanjagen, of het nu gaat om toegang tot zorg of het stimuleren van de energietransitie. De uitdagingen zijn groot, maar dat geldt evenzeer voor de potentiële impact en rendementen.

Ik wens u weer veel leesplezier toe!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Pensioenseminar
 'Vanuit Impactbeleggen
 naar een Klimaatneutrale
 en Circulaire Economie'**

**Datum: 30 oktober 2025
 11.00 tot 16.50 uur**

**Locatie: Hoofdkantoor a.s.r.,
 Utrecht**

**Meer info en registratie:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-30-10-2025](http://financialinvestigator.nl/seminar-30-10-2025)**



10

Duurzaam beleggen in real assets vergt holistische blik én samenwerking

6

Onberekenbaarheid Trump baart grote zorgen



18

Ronde tafel 'Affordable Housing & Assisted Living'

COVERVERHAAL

- 10 Duurzaam beleggen in real assets vergt holistische blik én samenwerking,** Interview met Norbert Bol, Building Values

THEMA REAL ASSETS

- 18 Ronde tafel 'Affordable Housing & Assisted Living'**
- 28 De invloed van klimaatverandering op real assets,** a.s.r. real assets investment partners
- 30 Tracking the real estate energy transition,** Nuveen Real Assets
- 32 Seniorenhuisvesting: impactinvesteren met dubbel voordeel,** Bouwinvest
- 34 A study in European Purpose-Built Student Housing,** Savills Investment Management
- 36 Investeren in groen vastgoed: de wil is er, maar er is meer houvast nodig,** Paneldiscussie 'How to create impact in Real Estate'
- 40 Investing in Europe's energy transition,** L&G - Asset Management
- 42 Powering the future through electrification,** Interview met Pierre Abadie en Lindee Wong, Tikehau Capital
- 44 Wie impact wil, moet durven investeren in onzekerheid,** Paneldiscussie 'How to create impact in Green Infrastructure'

THEMA PRIVATE EQUITY

- 48 Ronde tafel 'Private Equity & Venture Capital Impact Investing'**
- 58 Impactbeleggen met private equity onder de Wtp,** Interview met Ralph Engelchor, Coen van de Laar en Mark Leeijen, Achmea Investment Management
- 60 Lower mid-market: resilient growth, long-term returns,** Interview met Christian Mankiewicz, Federated Hermes Private Equity

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 Onberekenbaarheid Trump baart grote zorgen,** Interview met Stan Veuger, The American Enterprise Institute
- 14 Morele helderheid inspireert mij,** Interview met Frans Verhaar, bfinance
- 62 Impactbeleggen: zo gaan financieel en duurzaam rendement hand in hand,** Interview met Mies Ligtenberg en Ko van Nieuwenhuijzen, a.s.r. vermogensbeheer

S Gesponsord

- 64 Van beleid naar bewijs,** Interview met Sara Heinsbroek, VBDO
- 66 Nordic credits als slimme matching-bouwsteen onder de Wtp,** Evli
- 68 Hoe schaal, maatwerk en technologie de beleggers van morgen bedienen,** Interview met Roel Thijssen en Jolien Brouwer, Invesco
- 70 Funds-of-funds and SFDR Article 9: a question of credibility,** Amundi Alpha Associates
- 72 Rethinking the global private credit universe,** Interview met Johnny Brom, SAIL Investments
- 76 De gereedschapskist van de risicomanager,** Prof. dr. Antoon Pelsser en Prof. dr. Ir. Erik Winands



36

Investeren in groen vastgoed: de wil is er, maar er is meer houvast nodig

COLUMNS

- 17 Han Dieperink:** Reële activa zonder reëel rendement
- 27 IVBN:** Omdenken loont, ook voor de overheid
- 57 CFA Society:** Is een duurzame goed gediversifieerde aandelenportefeuille mogelijk?
- 75 Thijs Jochems:** Noodzakelijke revisie: economische politiek 2.0
- 78 Pim Rank:** Wet kwaliteit incasso-dienstverlening: kwaliteit kent geen tijd!

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 79** On the move special: **Fleur Cornelissen**
- 80** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 22/09** Seminar 'Capital Introduction Private Markets'
- 26/09** Ronde tafel 'Private Credit'
- 03/10** Ronde tafel 'New Developments in ETFs'
- 09/10** Ronde tafel 'AI & Blockchain'
- 30/10** Seminar 'Vanuit Impactbeleggen naar een Klimaatneutrale en Circulaire Economie'
- 13/11** Seminar 'Positioning for 2026: From Macro Outlook to Portfolio Strategy'
- 20/11** Seminar 'Artificial Intelligence: Threat or Opportunity for your investment portfolio?'

Ronde tafel
'Private Equity & Venture Capital
Impact Investing'

48



Morele helderheid inspireert mij

14



TIKEHAU CAPITAL:

Private debt's ESG evolution: from policy to practice

The private debt market has widely adopted ESG. According to the inaugural Private Debt Sustainable Barometer by Tikehau Capital and NewVest, over 90% of the private debt funds that are included in the NewVest PD50 2023 Index now have ESG policies, though the depth and consistency of implementation varies.

The NewVest PD50 2023 Index is comprised of 42 private debt funds, weighted by fundraising target size, and managed by many of the largest global private debt sponsors. It shows that while more than half of private debt managers monitor carbon footprints and nearly 40% have formal climate objectives, only 45% currently offer sustainability-linked debt products. According to the Barometer, ESG integration is strongest at the due diligence stage. Ongoing engagement throughout the investment lifecycle 'remains limited'.

Cécile Mayer-Lévi, Head of Private Debt at Tikehau Capital says: 'We need to move beyond ESG as a compliance exercise. The opportunity lies in using ESG as a lever for value creation, risk mitigation, and long-term alignment with borrowers.'

Sustainable private debt funds surged to \$ 39 billion in 2024, up from \$ 15 billion in 2023, reflecting growing investor demand and regulatory momentum. However, the Barometer reports that ESG considerations remain largely front-loaded, with limited ongoing monitoring and borrower engagement.

The Barometer also highlights the rise of impact investing within private debt. While few funds are currently impact-dedicated, many managers are exploring targeted strategies, driven by policy developments and borrower demand for bespoke capital solutions.



GSAM fiduciar beheerder voor NV Schade

Goldman Sachs Asset Management is door NV Schade aangesteld om beleggingsbeheerdiensten te verlenen voor de volledige portefeuille van verzekeringsassets van NV Schade. Het mandaat zal worden beheerd door een fiduciar team dat zich specialiseert op het gebied van verzekeringen en bestaat uit verschillende experts in Den Haag binnen Multi-Asset Solutions.

DE TIPS VAN

Pim Lieveense

Wat is je (zakelijke)

levensmotto en waarom?

Enthousiasme en eerlijkheid werken aanstekelijk. Het is voor iedereen leuker als je enthousiast bent over je werk. Straal het uit, maak er een gewoonte van! Heb je geen passie voor je werk? Zoek er dan naar! Wees eerlijk, en als dit niet lukt, dan werkt de organisatie niet voor jou.

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

A Theory of Justice van John Rawls onderzoekt hoe de mens tot rechtvaardige

politiek-economische

keuzes komt. Hoe? Via de 'sluier van onwetendheid'.

Welke keuzes maak je over educatie, gezondheid, belasting et cetera als je zelf nog geboren zou moeten worden, en je niets weet over de omstandigheden waarin. Luistertip: de podcast *Zo opgelost*. Lekker lachen met Anna Gimbrère, Tex de Wit en Stefan Pop over alledaagse problemen.



Pim Lieveense is Partner Verantwoord Beleggen bij Sprenkels. Hij heeft de afgelopen 12 jaar als strategisch adviseur vele pensioenfondsen, verzekeraars en stichtingen geholpen met het doorontwikkelen van hun duurzaamheidsbeleid. Daarvoor werkte hij als Manager van Performance en Risk afdelingen bij diverse internationale vermogensbeheerders. Lieveense studeerde Bedrijfseconomie in Tilburg en Ethiek in Nijmegen.

SPMS verlengt fiduciaire dienstverlening BlackRock

Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten (SPMS) en BlackRock Nederland hebben een akkoord bereikt over de verlenging van de fiduciaire dienstverlening. SPMS en BlackRock geven hiermee een vervolg aan de samenwerking die reeds 15 jaar bestaat.



Amdax brengt Bitcoin naar de beurs

Cryptodienstverlener Amdax heeft AMBTS B.V. opgericht, een nieuw bitcoin-kasbedrijf dat een notering moet krijgen aan Euronext Amsterdam. AMBTS, voluit Amsterdam Bitcoin Treasury Strategy, is een Bitcoin treasury-onderneming die de ambitie heeft om minimaal 1% van alle Bitcoin in omloop te bezitten. Het is een zelfstandige BV met eigen bestuur. Er komt een eerste financieringsronde, waarin private investeerders geld kunnen inleggen. Dat geld wordt gebruikt om een start te maken met het opbouwen van bitcoinreserves. Met de uiteindelijke beursgang richt Amdax zich specifiek op institutionele beleggers.

COLUMBIA THREADNEEDLE:

Nederlandse pensioen-hervorming vergroot helling rentecurve

De Wtp kan invloed hebben op de Europese rentecurve, stelt Rosa Fenwick, Hoofd LDI Implementation bij Columbia Threadneedle. Omdat pensioenfondsen in het nieuwe stelsel rente minder lang hoeven af te dekken, kan de lange rente stijgen ten opzichte van de korte. Met andere woorden, zorgen voor een steilere helling van de curve, zegt Fenwick. De invloed op de curve hangt af van hoeveel en wanneer de Nederlandse pensioenfondsen hun renteafdekking afbouwen. 'Er worden enorme bedragen genoemd in de markt, en daaruit is op te maken dat de consensus is dat de curve gaat versteilen', stelt ze. Het is volgens haar momenteel een populaire positie om te houden voor hedge funds.

Bank Lombard Odier & Co start samenwerking met Triodos IM

Bank Lombard Odier & Co uit Zwitserland gaat samenwerken met Triodos Investment Management met betrekking tot het portefeuillebeheer van het development finance fonds dat de bank aanbiedt. Het fonds biedt beleggers de mogelijkheid om te beleggen in ontwikkelingsfinanciering en zo bij te dragen aan een positieve sociale en ecologische impact wereldwijd. Als beheerder van het fonds zal Triodos IM zich richten op impactbeleggingen in microfinanciering, hernieuwbare energie en duurzame landbouw in opkomende markten.

B.A. van Doorn start family office

Vermogensbeheerder B.A. van Doorn, een van de oudste onafhankelijke vermogensadviseurs in Nederland, breidt de activiteiten uit met een onafhankelijk family office. Afgelopen half jaar is de nieuwe dienst in de luwte opgezet, waarna er voldoende basis bleek deze service verder te professionaliseren. De uitbreiding volgt op een duidelijke trend waarin steeds meer ondernemers, die hun bedrijf hebben verkocht, kiezen voor een onafhankelijk family office als regisseur over hun vermogen. De nieuwe dienst moet een drijvende kracht worden naast de reguliere taken van de vermogensbeheerder.



CARMIGNAC:

China from stabilization to alpha potential

Following a recent visit to China, Carmignac Portfolio Emergents' co-Fund Manager Naomi Waistell confirms the country is in stabilization mode, yet warns of widening structural imbalances. She notes that while macro conditions remain fragile – dragged by a weak property sector and deflationary pressures – there is renewed confidence in innovation and reform. 'A key challenge is the disconnect between central policy and local execution, constrained by debt-laden local governments.'

Waistell sees a two-speed economy emerging: exports and manufacturing are holding up, while consumer demand and real estate remain weak, especially in lower-tier cities. However, according to the fund manager, two positive trends stand out:

1. China as a global innovator: 'The government is doubling down on tech leadership. Breakthroughs like DeepSeek, alongside advances in AI, robotics, and biotech, highlight China's transition from imitator to innovator.'
2. Hong Kong's capital markets revival: 'With IPO volumes surging and foreign capital returning, Hong Kong is emerging as a key equity hub. High-quality H-Share stocks are attracting premiums, signaling a renaissance in Chinese equity sentiment.'

Waistell sees opportunities among AI enablers, robotics, the experience economy, wellness, future mobility, 'can't-live-without' platforms and high-yield names offering attractive dividends and buybacks. 'Meanwhile, China's deepening ties with the Global South are offsetting waning Western demand, enhancing trade resilience. Going forward, we see domestic policy, rather than geopolitics, driving the markets. While short-term challenges persist, targeted reforms, innovation momentum, and dividend strength among high-yield names suggest that alpha opportunities remain rich, with less uncertainty on market beta.'

Onberekenbaarheid Trump baart grote zorgen

‘De economische plannen van de Amerikaanse president Donald Trump zijn niet alleen onzinnig, maar worden ook op wispelturige wijze uitonderhandeld. Dat leidt tot economische chaos en schaadt diplomatieke relaties. De situatie is nu al ernstig en zal vermoedelijk verder verslechteren, al is het door de huidige chaos onmogelijk te voorspellen hoe ver dat zal gaan.’

Door Joost van Mierlo

Dit zijn woorden van de Nederlandse econoom Stan Veuger, sinds 2012 actief bij de Amerikaanse denktank American Enterprise Institute. In april van dit jaar haalde hij het Amerikaanse nationale nieuws als een van de twee auteurs van een artikel dat gehakt maakte van de tarief-oorlog die Trump enkele dagen eerder had ontketend.

De redeneringen achter de ‘wederkerige’ tarieven van de regering-Trump waren door velen al als onzinnig bestempeld. Veuger en zijn collega Kevin Corinth maakten duidelijk dat zelfs als men de gebruikte formule zou accepteren, deze volkomen verkeerd was toegepast. Als de cijfers juist waren zijn verwerkt, hadden de voorgestelde tarieven bijna vier keer zo laag uit moeten vallen.

Hoe kijkt u terug op de aankondiging van die tarieven?

‘De aankondiging van de tarieven kwam in april als een schok voor de rest van de wereld. In de Verenigde Staten was de schok minder groot. Twee maanden ervoor had Trump immers al duidelijk gemaakt dat hij Canada en Mexico met tarieven zou aanpakken. Dat zijn landen waar de VS al ruim dertig jaar een vrijhandelsverdrag mee heeft. Hierdoor zijn hele sectoren, zoals de auto-industrie, volledig geïntegreerd. Maar Trump haalde daar plotsklaps een flinke streep doorheen.

Op Liberation Day, zoals de dag werd genoemd waarop de tarieven werden aangekondigd, was de klap

desondanks groter dan verwacht. De aangekondigde tarieven waren hoger dan waarop mensen hadden gerekend.’

Wat deugt er, los van de rekenfout, niet aan de tarieven?

‘Er kwam al snel kritiek. Niet alleen van wetenschappers, maar ook van mensen in zijn eigen regering. Je moet naar mijn gevoel een onderscheid maken tussen de inhoud van het tarievenplan en het proces waarlangs het werd aangekondigd. De inhoud is gebaseerd op een denkfout, namelijk dat een handelstekort hetzelfde is als een verlies. Dat is natuurlijk onzinnig. Er zijn tal van goede redenen waarom een land een handelstekort kan hebben met een ander land.

Het proces was daarnaast erg chaotisch. De belangrijkste economische adviseurs waren niet betrokken bij de uiteindelijke beslissing. Toen op de dag van invoering besloten werd dat het invoeren negentig dagen zou worden uitgesteld, wist de officiële handelsvertegenwoordiger van de VS, die op dat moment juist bij een hoorzitting in het Congres aanwezig was, daar niets van.

Dat soort chaos kom je bij andere Amerikaanse regeringen niet tegen, zelfs niet bij de eerste regering Trump.’

Tal van landen reageerden op verschillende manieren op de tarieven. Het

‘De kritiek binnen de eigen partij zal heviger worden naarmate de midterm-verkiezingen van eind volgend jaar dichterbij komen.’

CV

Stan Veuger

Stan Veuger studeerde Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam en Spaanse Taal- en Letterkunde aan de Universiteit van Utrecht. Hij promoveerde in 2012 aan Harvard University. Hij is sinds 2012 werkzaam voor het American Enterprise Institute in Washington. Veuger publiceerde samen met Michael Strain in 2016 het boek 'Economic Freedom and Human Flourishing'. Hij doceerde de afgelopen jaren onder andere aan Harvard University en is een veelgevraagde commentator in Amerikaanse media als CNN en The New York Times.



Verenigd Koninkrijk drong al snel aan op een verdrag, terwijl Canada en China zich veel assertiever opstelden. Hoe kijkt u ertegenaan en wat is wijsheid?

'Ideaal zou zijn als alle handelspartners van de VS een blok zouden vormen en zouden zeggen: 'Zo gedraag je je niet! We gaan niet onderhandelen tot je alle tarieven terugbrengt tot waar ze stonden en je je gewoon aan de regels houdt.'

Maar dat is niet gebeurd. Het Verenigd Koninkrijk klopte zichzelf op de borst als het land dat als eerste een handelsakkoord had gesloten. Het was daar volgens de verhalen toe in staat omdat Trump een officieel staatsbezoek werd aangeboden. China en Canada zijn voorbeelden van landen die een hardere lijn kozen. Het is moeilijk om te zeggen wat wijsheid is. Dat heeft vooral te maken met de onberekenbaarheid van Trump. Niemand kan voorspellen wat hij zal gaan doen.'

Is dat een bewuste strategie?

'Ik denk dat de echte drijfveer achter de onderhandelingen van Trump, als je ze zo kunt noemen, is dat hij geen gezichtsverlies wil lijden. Hij is natuurlijk een bijzonder ijdele man die erg overtuigd is van zichzelf. Voor de meeste andere wereldleiders is dat minder duidelijk. Het meest treffende voorbeeld is de invoering van de 'wederkerige' tarieven die, binnen veertien uur nadat ze in zouden gaan, weer werden opgeheven. De Amerikanen noemen investeringsstrategieën die op dat soort ommekeer gebaseerd zijn, de TACO-strategie, waarbij TACO staat voor 'Trump Always Chickens Out.'

Dat lijkt me de ultieme vorm van gezichtsverlies.

'Ja, dat is zo, maar Trump zelf presenteert het iedere keer weer als een strategische keuze of als een baanbrekende nieuwe 'deal'.

Naast wat Trump Liberation Day noemde was er ook de 'Big Beautiful Bill'. Wat vindt u daarvan?

'Het is op meerdere vlakken teleurstellende wetgeving. Het verankert voorlopig enorme begrotingstekorten van zo'n 7%, maakt het Amerikaanse belastingbeleid ingewikkelder, met allerlei nieuwe voordelen voor bijvoorbeeld werknemers die fooien ontvangen en voor senioren, en gaat ook voor een enorme expansie van de deportatiebureaucratie zorgen. Er gaan tientallen miljarden naar nieuwe detentiefaciliteiten en naar de opsporingsdienst ICE.'

De onberekenbaarheid van de president van een economische grootmacht zou economische gevolgen moeten hebben. Daar zie je echter niet veel van. De belangrijkste beurskoersen zijn hersteld sinds de onrust na de aankondiging van de tarieven. Hoe kan dat?

'Je zag al snel na het aantreden van Trump dat het consumentenvertrouwen en het producentenvertrouwen aanzienlijk verminderden. Inmiddels zie je dat de economische groei ook fors achteruit is gedaan: van 2,8% vorig jaar naar 1,2% op jaarbasis in de eerste helft van dit jaar. Er worden ook veel minder banen gecreëerd, ten dele door nieuwe immigratierestricties, maar ook door het handelsbeleid en dergelijke. In peilingen zie je nu dat Amerikanen veel kritiek hebben op het economisch beleid van >

'De echte drijfveer achter de onderhandelingen van Trump is dat hij geen gezichtsverlies wil lijden.'

‘Ik denk dat Trump zijn kritiek op Powell vooral ziet als een manier om iemand anders de schuld te geven als de economische resultaten te wensen overlaten.’

Trump. Dat is heel anders dan in zijn eerste termijn.

Er is ook inmiddels wel wat kritiek binnen zijn eigen partij. Ik denk zelf dat deze kritiek heviger zal worden naarmate de midterm-verkiezingen van eind volgend jaar dichterbij komen. Als Republikeinen zich zorgen gaan maken of ze wel herkozen zullen worden, zullen ze zich van Trump willen distantiëren.’

Voorlopig regeert Trump nog met ijzeren hand. Dat bleek bijvoorbeeld bij het recente ontslag van de voorzitter van het Amerikaanse Centrale Bureau van Statistiek. Hoe zorgelijk is dat?

‘Het is een bijzonder slecht teken, één van de vele deze afgelopen maanden. De enige reden voor het ontslag van Erika McEntarfer was dat Trump ontevreden was over het lage aantal banen dat de afgelopen maanden gecreëerd is. Dat is grotendeels te wijten aan zijn eigen bar slechte economisch beleid, maar hij heeft besloten de boodschapper de schuld te geven.

Hij heeft McEntarfer vervangen door een volstrekt ongeschikte loyalist. Er was hoop dat Trump zou kiezen voor een betrouwbare persoon met relevante ervaring die niet al te partijdig zou zijn. De gekozen nieuwe bewindvoerder E.J. Antoni is het tegenovergestelde van dit alles. Zelfs mensen die nog enige sympathie hebben voor het economisch beleid van Trump denken dat hij ongeschikt is. De vraag is nu of hij erin slaagt de publicatie van gegevens over de arbeidsmarkt of over inflatie te manipuleren.’

Trump blijft kritiek leveren op de onafhankelijke Federal Reserve, die volgens hem veel te traag is met het verlagen van de rente. Vooral Fed-voorzitter Jerome Powell heeft het zwaar te verduren. Hoe kijkt u daartegenaan?

‘De Fed lijkt zich er niet te veel van aan te trekken. Powell zit er in ieder geval nog tot mei volgend jaar. Zelfs als Trump een andere voorzitter zou benoemen, wil dat nog niet zeggen dat het beleid van de Fed direct zal veranderen. De voorzitter heeft slechts één stem binnen het comité dat besluit over renteveranderingen. Het is weliswaar een belangrijke stem, maar de meerderheid beslist.

Zelf denk ik dat Trump zijn kritiek op Powell vooral ziet als een manier om iemand anders de schuld te geven als de economische resultaten te wensen overlaten. Zo

bezien komt de aanwezigheid van Powell hem misschien wel heel erg goed uit en hoeft hij helemaal niet weg.’

Internationaal gezien lijkt Trump meer sympathie te hebben voor agressors als Rusland en in zekere zin ook Israël. Wat betekent dit voor Taiwan?

‘Er zijn Amerikaanse stemmen die beweren dat Trump de oorlog in Oekraïne wil beslechten met een gunstige deal voor Poetin, zodat hij zijn aandacht volledig kan richten op China. Ik vind dat niet erg geloofwaardig. Waarom zou Taiwan denken dat de Verenigde Staten hen zal helpen als dat land Oekraïne laat vallen?

Het is een heel lastige kwestie. Persoonlijk denk ik dat het niet waarschijnlijk is dat Trump Amerikaanse manschappen naar Taiwan zal sturen, een land dat de Verenigde Staten niet eens officieel heeft erkend. Maar het is mogelijk dat hij het nalaten hiervan zou zien als een vorm van gezichtsverlies. En dat dient natuurlijk te worden voorkomen.

Het blijft een onduidelijke kwestie voor mij. De slag om Taiwan zal waarschijnlijk beginnen met een blokkade op zee. Ik zie Amerikaanse boten geen Chinese schepen aanvallen. Maar er is ook een scenario mogelijk vergelijkbaar met toen de Britten een verdrag over Hongkong sloten. Onze beste hoop is dat de status quo deze termijn van Trump overleeft.’

Afsluitend, wat ziet u als de hoogte- en dieptepunten van ruim een half jaar Trump?

‘De dieptepunten zijn vooral de binnenlandse aanvallen op de rechtsstaat. Denk aan de manier waarop hij advocatenkantoren en universiteiten onder druk heeft gezet en aan de ontvoering van immigranten. Dat is allemaal hoogst bedenkelijk. Het hoogtepunt is wat mij betreft dat hij de tarieven die hij aankondigde binnen veertien uur nadat ze in werking traden weer introk. Maar dat is natuurlijk eigenlijk ook een dieptepunt.’ ■

FINANCIAL INVESTIGATOR

INVITATION

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

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

Venue: Artis, Amsterdam

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

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

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

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

Top speakers will share their views with you, including:

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

Registration:

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

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



In cooperation with:





Duurzaam beleggen in real assets vergt holistische blik én samenwerking

Norbert Bol, oprichter van Building Values en Partner External Manager Selection bij R / A Wealth Advisors, geldt als een gevierd expert op het gebied van real assets. Met Financial Investigator blikt hij terug op zijn loopbaan – van de liberalisering van de Europese vastgoedmarkt tot de opkomst van duurzaamheid en nieuwe technologieën – en deelt hij zijn visie op de rol van real assets in een toekomstbestendige beleggingsstrategie.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Op welke manier heeft jouw achtergrond bijgedragen aan je ontwikkeling tot expert in real assets?

‘Laat ik vooropstellen dat ik in mijn inmiddels lange carrière unieke ontwikkelingen heb meegemaakt, met bijzondere leermomenten, zoals de Europese eenwording, globalisering, de schaalvergroting van institutionele beleggers, de verschuiving naar indirect beleggen – met pensioenfondsen die afscheid namen van directe beleggingen ten gunste van fondsen – en natuurlijk de kredietcrisis, waaraan een vastgoedbubbel ten grondslag lag. Dankzij de verschillende rollen die ik heb mogen vervullen, kan ik real assets vanuit verschillende perspectieven bezien en de samenhang doorgronden.

Mijn ervaring met internationale beleggingen begon toen Europa ‘openging’. Aan het begin van mijn loopbaan, die begon in 1990, heb ik mogen werken voor beleggers, projectontwikkelaars, bouwers, toeleveranciers en overheden, in verschillende landen zoals Duitsland, Frankrijk, Tsjechië, Spanje en Engeland. Deze ervaring heeft me geholpen om de waardeketen beter te begrijpen en een internationaal netwerk op te bouwen. Ik krijg nog altijd langlopende opdrachten omdat opdrachtgevers zelf de integrale kennis en ervaring niet of niet meer hebben.

Opgeleid als bouwkundige en bedrijfskundige lag mijn eerste interesse bij het vastgoed, een bijzondere beleggings-

categorie waar veel bij komt kijken. Dankzij mijn achtergrond in bouwkunde begrijp ik de technische aspecten, terwijl mijn kennis van bedrijfskunde mij in staat stelt om strategische beslissingen te nemen. Mijn interesse voor infrastructuur en natural capital was een logisch vervolg op mijn werk in gebiedsontwikkeling, maar werd ook aangewakkerd door internationale beleggers die deze categorieën al veel eerder als aantrekkelijke beleggingen zagen. Beide zijn ook illiquide, fysieke beleggingscategorieën die een multidimensionale aanpak vergen om tot een goed beleggingsresultaat te komen.’

Waarom vormen real assets een bijzondere beleggingscategorie?

‘Real assets hebben een rendement dat ligt tussen dat van obligaties en aandelen. Dan rijst al snel de vraag: ‘Waar is de asset class voor nodig?’ Vroeg in mijn loopbaan heb ik eens meegemaakt dat een ALM-studie aangaf dat al het vastgoed verkocht moest worden, omdat er te weinig toegevoegde waarde zou zijn. Ook in het bestuur was er weinig animo om in vastgoed te beleggen. Het idee leefde dat beursgenoteerde aandelen het op de lange termijn beter doen. Bovendien waren er ook beursgenoteerde vastgoedbedrijven. Ik heb daar toen flink bezwaar tegen gemaakt. De ALM-studie werd overgedaan met meer realistische uitgangspunten over risico en diversificatie en de vastgoedportefeuille werd behouden, wat het fonds later enorm goed heeft gedaan.’

>

‘Samenwerking gaat om het vinden van gemeenschappelijke doelen en het werken aan oplossingen die voor iedereen voordelig zijn.’

Vastgoed en andere real assets bieden een goede diversificatie in een beleggingsportefeuille en het rendement (tussen aandelen en obligaties) ben ik vooral maatschappelijk rendement gaan noemen, omdat real assets van waarde zijn voor de samenleving. Zo dragen vastgoedbeleggingen bij aan de samenleving door woningen en werkplekken te creëren die anders niet toegankelijk zouden zijn. Later is er nog een impact-dimensie bovenop gekomen. Natuurlijk brengt het beleggen in real assets uitdagingen met zich mee, bijvoorbeeld op het gebied van klimaatrisico's, kosten en liquiditeit. Het is daarom belangrijk om real assets integraal te beoordelen en om vermogen te spreiden over regio's en sectoren, en over verschillende vintages in de tijd. Dit helpt om risico's te verminderen en kansen in verschillende markten te benutten.

Wat zijn de belangrijkste overwegingen bij het beleggen in real assets?

‘Het is belangrijk dat er daadwerkelijk sprake is van diversificatie ten opzichte van aandelen en obligaties en het daarbij passende maatschappelijk rendement en risico. Tijdens de financiële crisis in 2008 bleek dat er bijvoorbeeld bij vastgoed toch te veel economische en financiële risico's werden geaccepteerd. Door een teveel aan vreemd vermogen en een te grote afhankelijkheid binnen de financiële sector van locaties en huurders was er onvoldoende diversificatie en een negatief rendement. Verminderde diversificatie in de portefeuille kan ook ontstaan bij infrastructuur als er te veel energieprijrisico wordt geaccepteerd.

Het uiteindelijke beleggingsresultaat wordt in hoge mate bepaald door een goede samenhang van de bestemming, de locatie, de fysieke kwaliteit, de huurders of de afnemers, de bereikbaarheid, en de economische omstandigheden. De locatie heeft, gezien de klimaattransitie, aan belang gewonnen. Als een locatie blootstaat aan toenemend natuurgeweld, dan kan dat de toekomstige waarde beïnvloeden. Het is belangrijk om een grondige

due diligence uit te voeren om ervoor te zorgen dat er sprake is van een

toekomstbestendige investering.

Verder is een langetermijnvisie essentieel. Real assets vormen een illiquide beleggingscategorie. Het kan moeilijk zijn om assets snel te verkopen als de markt verandert. Het is belangrijk om geduldig te zijn en een langetermijnvisie te hebben om te kunnen profiteren van de voordelen van de categorie, zoals de diversificatie en het maatschappelijk rendement. Tot slot nog een ander punt: financier real assets niet te veel met vreemd vermogen, of slechts beperkt en alleen in bepaalde omstandigheden. Met te veel vreemd vermogen wordt de belegging deels een financieel product met andere diversifiërende kenmerken en worden onbedoeld additionele risicofactoren toegevoegd. Bij vastgoed is het belangrijk dat er meer gekeken wordt naar de looptijd van het vreemd vermogen in combinatie met de resterende looptijden van de huurcontracten, en naar de feitelijke huur in relatie tot de markthuurl.

Wat zijn op dit moment de belangrijkste trends in real assets?

‘De belangrijkste trends zijn duurzaamheid en technologische innovatie, vooral nu met AI. Duurzaamheid staat bij real assets inmiddels vaker op de agenda dan bij welke andere beleggingscategorie ook. Duurzaamheid gaat vooral over het creëren van gezonde leefomgevingen waarin vastgoed, infrastructuur en land- en bosbouw een belangrijke rol vervullen. Een holistische benadering van duurzaamheid levert niet alleen financiële voordelen op, maar draagt ook bij aan een gezonde toekomst voor iedereen.

Technologie zal een steeds grotere rol spelen bij de verduurzaming. Door slimme data-analyse en kunstmatige intelligentie kunnen beleggingen efficiënter en rendabeler worden gemaakt. Denk aan een voorspelbaarder en lager energieverbruik door koppeling met verwachte

‘Financier real assets niet te veel met vreemd vermogen, of slechts beperkt en alleen in bepaalde omstandigheden.’

Norbert Bol

Norbert Bol is oprichter van Building Values, een adviesbureau op het gebied van real assets, en Partner External Manager Selection bij R / A Wealth Advisors. Bol studeerde Bouwkunde aan de Haagse Hogeschool en Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit.



weersomstandigheden, slim energieverbruik doordat gebouwen zijn gekoppeld aan de batterijen van geparkeerde elektrische auto's, maar ook aan het opzetten van korte ketens in de landbouw, waardoor lokale producten toegankelijker worden.'

Hoe belangrijk is het om samen te werken met andere partijen op het gebied van duurzaamheid?

'Samenwerking is essentieel. Duurzaamheid is een complex en veelzijdig onderwerp. Daarom is het belangrijk om samen te werken met andere partijen om de beste oplossingen te vinden. Door technologie is veel mogelijk, maar door samenwerking kunnen we profiteren van de expertise en ervaring van anderen en gezamenlijk bouwen aan een betere toekomst. Bij samenwerking gaat het om het vinden van gemeenschappelijke doelen en het werken aan oplossingen die voor iedereen voordelig zijn. Duurzaamheid in real assets zou je namelijk kunnen formuleren als het beste financiële resultaat in termen van rendement en risico.'

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen, naast het goed omgaan met de trends van technologie en duurzaamheid?

'Een van de belangrijkste uitdagingen is het beheersen van risico's, bijvoorbeeld door de eerdergenoemde vormen van spreiding. Er is het illiquiditeitsrisico. Daarnaast zijn er veel verschillende factoren van invloed op de waarde van real assets, zoals economische omstandigheden, regelgeving en technologische ontwikkelingen. Het is belangrijk om deze factoren te begrijpen en te beheersen om succesvol te zijn in deze categorie.'

Een andere belangrijke uitdaging is het beheersen van de kosten. Dit komt enerzijds door toenemende eisen en regelgeving, anderzijds door de

benodigde acquisitie- en executiekracht. Schaalvergroting wordt in de markt gezien als een

belangrijke voorwaarde om succesvol en tegen lage kosten actief te zijn in real assets. Grote beleggers kunnen zo investeren in de juiste systemen en de juiste mensen. Bovendien is het hierdoor mogelijk om in alle markt-omstandigheden te profiteren van de acquisitie mogelijkheden en op die manier een betrouwbare partner in de markt te zijn.'

Hoe ziet jouw toekomst eruit?

'Ik vind het nog altijd erg motiverend om kennis en ervaring te delen met anderen en op die manier mijn bedrijf verder uit te bouwen. Daarnaast blijf ik actief als docent. Tijdens mijn studie Bedrijfskunde kregen we het advies om naast ons werk een nevenfunctie te hebben en dus 'altijd met één been buiten te staan'. Om die reden ben ik na mijn afstuderen gestart met lesgeven en dat doe ik nog steeds. Door les te geven blijf je actief betrokken bij nieuwe kennis en inzichten. Ook blijf je betrokken bij elke nieuwe generatie die na het afstuderen uitzwermt over het brede vakgebied.'

Mijn toekomstplannen liggen vooral op het gebied van een holistische benadering van real assets in de beleggingsportefeuille. Een van de belangrijkste aspecten daarbij is om te sturen op samenwerking en meerwaarde om de weerbarstige transitie te maken naar een gezonde leef-omgeving in sociale, ecologische en financiële zin. Nieuwe technologieën en innovaties zullen daarin een steeds belangrijker rol vervullen. Het is inspirerend om

te zien welke vooruitgang er wordt geboekt. Dat geeft hoop voor de toekomst. Al met al verwacht ik mijn steentje bij te blijven dragen aan de inzet van deze mooie beleggingscategorie in beleggingsportefeuilles, ten bate van de resultaten. Duurzame resultaten, welteverstaan.' ■

'Duurzaamheid in real assets zou je kunnen formuleren als het beste financiële resultaat in termen van rendement en risico.'

Morele helderheid inspireert mij

Volhardend, betrouwbaar, verantwoordelijk. Financial Investigator sprak met Frans Verhaar, Managing Director, Head of Continental Europe bij bfinance. ‘Je bestaat bij de gratie van klanten die jouw toegevoegde waarde zien.’

Door Lies van Rijssen

‘Beleggen boeide me al voordat het mijn hoofdrichting werd binnen de studie Bedrijfskunde. Een stage bracht me bij een aanbieder van private vastgoedmaatschappen voor vermogende particulieren, die vooral in de VS belegden. Maar de vastgoedwereld paste niet bij me. Ik stapte over naar ING Investment Management, waar ik bij institutioneel mandatenbeheer terechtkwam. Ik deed daar portfoliomanagement met klantverantwoordelijkheid. Een hybride functie waar ik het beleggingsbeleid voor institutionele klanten implementeerde in hun portefeuille en verantwoording aflegde over performance en beleid. Na verloop van tijd wilde ik dichter op de financiële actie zitten. Ik werd Funding Manager op de Treasury-afdeling van ING Verzekeringen. Daar richtte ik me op de liabilitykant van de balans: cashmanagement, schulduitgifte, valutatransacties. In die tijd voltooide ik ook mijn CFA-studie.

Omdat ik internationale ervaring wilde opdoen, was het een logische vervolgstap om naar Londen te gaan. Zo kwam ik in 2007 bij bfinance, vlak voordat de financiële crisis uitbrak.

bfinance was toen een relatief kleine, maar snelgroeiende investment consultant met een vernieuwend business-model, waarmee het zich nadrukkelijk onderscheidde van de gevestigde orde. Ik ontdekte hoe groot en divers het speelveld van asset managers wereldwijd is en als onderdeel van ons researchteam was ik betrokken bij projecten voor pensioenfondsen en verzekeraars in het Verenigd Koninkrijk, Canada, Duitsland en Scandinavië, met activiteiten in vrijwel alle asset classes. Nederland was

voor bfinance nog onontgonnen terrein. Toen ze mij vroegen of ik die markt wilde gaan ontwikkelen, heb ik dat met beide handen aangegrepen. Sinds 2010 ben ik verantwoordelijk voor onze activiteiten in de Benelux. bfinance werkt inmiddels in meer dan 45 landen.

Tot de belangrijkste ontwikkelingen van de afgelopen jaren in de financiële sector reken ik in elk geval de enorm toegenomen complexiteit voor institutionele beleggers. Beleggingen in illiquide markten, vastgoed, infrastructuur, private debt, impactbeleggingen. Ze zijn nu bijna mainstream, maar ze vragen een heel andere aanpak qua selectie, monitoring en governance.

Ook het interne apparaat van klanten – institutionele beleggers zoals pensioenfondsen – is door die complexiteit onder grote druk komen te staan. Er worden hoge eisen gesteld aan transparantie, duurzaamheid, verantwoording. Tegelijkertijd hebben pensioenfondsen maar beperkt ruimte voor uitbreiding van hun teams. Die combinatie brengt mee dat ze ons om meer ondersteuning vragen, maar wel op hun voorwaarden: de ondersteuning moet onafhankelijk, flexibel en resultaatgericht zijn.

Een andere grote ontwikkeling is de enorme toename van beschikbare data, maar daarmee ook de behoefte aan interpretatie. Technologie biedt enorme kansen, maar zonder duiding wordt het al snel ruis.

Nog een voorname ontwikkeling is de toegenomen regelgeving. Ondanks de goede bedoelingen, waaronder meer duidelijkheid willen scheppen, vind ik het effect ervan vaak

‘Persoonlijke groei komt voort uit de optelsom van de lessen waar je doorheen gaat. Het belangrijkste dat je daarbij leert, is reflecteren.’

CV

Frans Verhaar

Frans Verhaar (CFA, CAIA, FRM, FDP) 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 datawetenschap.



zorgelijk. Ik zie de nieuwe kaders en formats een soort verlamming veroorzaken. Betrek hier de consolidatie in de sector eens bij, die enorm grote organisaties heeft voortgebracht. Dan valt op dat dit ten koste van hun wendbaarheid is gegaan. De besluitvorming wordt trager, risico's worden meer gemanaged via processen dan via inhoud en er gaat onevenredig veel energie zitten in compliance en coördinatie.

Duurzaamheid is in ons werk allang geen apart thema meer, maar een integraal onderdeel van het beleggingsbeleid van institutionele partijen. In Europa en al helemaal in Nederland. De implementatie ervan is deels gedreven door regelgeving, maar vaak ook door de overtuiging van de achterban of bestuurders.

Diversiteit en inclusie zijn voor mij geen ideologische doelen, maar een logisch gevolg van de economische realiteit. Wij werken multidisciplinair, benaderen problemen vanuit verschillende invalshoeken en hebben, zoals gezegd, klanten in meer dan 45 landen. Vanzelfsprekend zijn onze collega's afkomstig uit veel van deze landen. Dat maakt ons team van nature divers. In diversiteit zijn we een afspiegeling van onze klanten. Niet omdat we daar een quotum aan hangen, maar omdat we alleen relevant kunnen blijven als onze teams het speelveld goed begrijpen.

Het belangrijkste inzicht dat ik in mijn werk heb opgedaan, is dat ik fouten die ik maak, moet benutten. Elke situatie bevat een les. Soms een les door succes, maar meestal door frictie. Door een verkeerde inschatting, te hard van stapel lopen, of te lang wachten. En dat is prima. Persoonlijke groei komt voort uit de optelsom van de lessen waar je doorheen gaat. Het belangrijkste dat je daarbij leert, is reflecteren. Niet alleen op wát je hebt gedaan, maar vooral op wáárom je iets deed. Wat was je drijfveer? Wat zag je over het hoofd, waar liet je steken vallen? Was er miscommunicatie? Wat zou je de

volgende keer anders doen, uiteraard zonder jezelf te verloochenen? Deze manier van denken helpt me scherp te blijven, ook naar klanten. Ik durf de ruimte te nemen om te herijken, bij te sturen, toe te geven dat ik met nieuwe inzichten anders tegen een situatie had aangekeken. Dat is geen zwakte, maar de essentie van professionele volwassenheid.

Het belangrijkste moment in mijn loopbaan tot nu toe is tweeledig. Enerzijds was het mijn beslissing om de inhoudelijke kant te verlaten voor de klantenkant. Ik ben uiterst analytisch ingesteld en heb de nodige titels verzameld. Maar ik merkte dat ik uit al die bagage sec op de lange duur niet de meeste energie haalde. Uiteindelijk draait het om mijn impact in de praktijk. Ik heb de spanning nodig van een klantrelatie, de dialoog, het schakelen en opbouwen van vertrouwen, het oplossen van problemen als het even tegenzit, verantwoordelijkheid nemen als iets anders loopt dan gehoopt.

Het andere aspect is van vrij recente datum. Begin dit jaar kreeg ik de kans om ons Europese team te gaan leiden. Ik had nooit een managementpositie nagestreefd en zag mezelf niet per se als manager. Maar nadat ik me eerder had aangemeld als mentor voor een nieuwe collega, merkte ik hoeveel energie het begeleiden van anderen me geeft. De feedback en waardering, ook vanuit het bredere team, waren waardevol en deden goed. Men ziet me blijkbaar als iemand op wie je kunt bouwen. Die scherp is, eerlijk communiceert en niet wegloopt voor verantwoordelijkheid. Ik ben gaan inzien dat leiderschap niet om populariteit draait, maar om betrouwbaarheid. Mijn nieuwe rol geeft me veel voldoening. Ik ben niet meer alleen bezig met mijn eigen business maar help nu ook anderen om beter te worden. Een nieuwe dimensie.

Mijn grootste uitdaging is geweest dat ik de verantwoordelijkheid kreeg om onze business in de Benelux op te >

‘AI biedt enorme kansen, maar alleen voor wie zich nu actief voorbereidt en niet wacht tot de toekomst hem inhaalt.’

bouwen. Niemand kende ons, we hadden geen track-record in de regio en geen klantenbestand. Ik vreesde te worden gezien als de

zoveelste partij die de markt kwam verkennen. Alles wat we vervolgens hebben opgebouwd, is daadwerkelijk ontstaan via cold call: de telefoon pakken en om een afspraak vragen. Dat vergt geduld, volharding, een sterke overtuiging van je kwaliteit en die kunnen overbrengen. Want je bestaat bij de gratie van klanten die jouw toegevoegde waarde zien. Je krijgt maar één keer de kans om serieus genomen te worden. Elk gesprek, elk voorstel, moest dus raak zijn. Inmiddels is dat vijftien jaar geleden.

Ik ben trots op waar we nu staan. We hebben een stevige footprint en goede naamsbekendheid. Ik heb dat, als de vooruitgeschoven post in Amsterdam, met eigen handen opgebouwd, natuurlijk met hulp van collega's. Nog steeds groeien we. Deze maand kregen we een prachtige opdracht van een Nederlands pensioenfonds dat we mogen begeleiden bij hun allocatie naar impact private debt. Maar niet alles ging makkelijk, we verloren ook klanten. Daar heb ik enorm van gebaald. Ik heb mezelf toen kritische vragen gesteld en ben nagegaan wat ik binnen mijn invloedssfeer anders had kunnen doen.

Ook de overgang naar mijn huidige leidinggevende rol, waar ik nog geen ervaring mee had, is uitdagend. Luisteren naar feedback, leren, fouten maken, reflecteren en verbeteren is ook hier mijn aanpak.

Ik lees graag over economie, filosofie en vrijheid. Dat scherpt me, helpt me mijn eigen principes te toetsen. Als ik vrij ben, zoek ik de rust op. Mijn ideale vakantie is eenvoudig. Bergwandelen. Weg van de ruis, terug naar de basis, de natuur, weinig externe prikkels, geen performancedrang. De ruimte hebben om na te denken en het grotere plaatje te blijven zien.

Inspiratie haal ik uit morele helderheid. Uit mensen met een scherpe geest, die me dwingen anders naar zaken te

kijken. Dat kunnen vrienden en collega's zijn, maar vaak ook klanten en zakenrelaties. Ik geloof sterk in de waarde van onafhanke-

lijk denken, zet me af tegen conformiteit omwille van de groep. Je moet ergens voor durven staan, ook als je daarmee tegen de stroom ingaat. Verantwoordelijkheid, vrijheid, autonomie en helderheid motiveren mij. Ik stuur graag zelf. Ik wil keuzes maken vanuit overtuiging en de consequenties daarvan dragen, in het besef dat ik alleen invloed heb op hoe ik zelf handel en dat dat genoeg is. Ik heb alleen mezelf in de hand en hoe ik op situaties reageer. Als ik dat goed kan managen, kan mijn geest groeien.

Ik sluit af met een oproep over AI. AI interesseert mij hogelijk en ik maak me er ook zorgen over. Deze technologische ontwikkeling gaat onze sector en de samenleving fundamenteel veranderen. Ik vrees dat velen zich niet realiseren hoe diepgaand de impact zal zijn, ook in de sector waarin wij actief zijn. AI gaat de werkprocessen, data-analyses, rapportages, klantcommunicatie en due diligence drastisch veranderen. Wat vandaag nog mensenwerk is, kan een model morgen ondersteunen of overnemen. Wat betekent dit voor generaties na ons? Veel zekerheden zullen wegvallen. Die gedachte houdt me weleens wakker.

Mijn oproep is niet te wachten op instructies van bovenaf voor de omgang met AI. AI is geen toekomstmuziek. AI is hier, nu, wordt alleen maar slimmer en ontwikkelt zich razendsnel. Probeer daarom AI te integreren in vrijwel alles wat je op dagelijkse basis doet. Wie zich nu voorbereidt, bouwt aan relevantie. Wie afwacht, loopt straks achter de feiten aan. Laten we beseffen dat Artificial General Intelligence, de volgende generatie AI, slimmer is dan de mens. AI kan een destabiliserende uitwerking hebben, maar tegelijkertijd kan AI fantastische dingen opleveren. Tussen de twee kampen, de doemdenkers en de blinde optimisten, ben ik realistisch optimistisch: AI biedt enorme kansen, maar alleen voor wie zich nu actief voorbereidt en niet wacht tot de toekomst hem inhaalt.' ■

Reële activa zonder reëel rendement

Goud glanst, maar genereert geen groei. Waarom tastbare zekerheid een dure illusie kan zijn.

De menselijke neiging om te verlangen naar wat we kunnen aanraken, is diepgeworteld. In onzekere tijden zoeken beleggers troost in de tastbaarheid van vastgoed en de glans van goud. Je kunt een huis zien, voelen en aanraken, terwijl je belegging in aandelen misschien niet echt aanvoelt. Deze voorkeur voor reële activa lijkt logisch. Vastgoed staat er nog steeds, ook als de aandelenmarkt crasht. Goud behoudt zijn glans, ongeacht economische stormen. Maar deze schijnbare zekerheid heeft een prijs. Veilige activa kunnen op lange termijn teleurstellende rendementen opleveren.

Het probleem ligt in het fundamentele verschil tussen schaarse en productieve activa. Schaarse assets, zoals goud, diamanten en zelfs land, ontleen hun waarde aan hun zeldzaamheid. Ze produceren echter geen kasstromen en genereren geen economische toegevoegde waarde. Hun rendement hangt volledig af van wat een ander er morgen voor wil betalen. Het is de 'greater fool'-theorie: het is waard wat de gek ervoor geeft. Productieve activa daarentegen – bedrijven, patenten, technologieën – creëren daadwerkelijk waarde. Ze lossen problemen op, verhogen de productiviteit en genereren kasstromen. Cruciaal is dat deze assets de schaarste van andere goederen kunnen verminderen. Een innovatief bedrijf kan alternatieven ontwikkelen voor schaarse grondstoffen of efficiëntere productieprocessen uitvinden.

Over een periode van 30 jaar, tot april dit jaar, hadden S&P 500-aandelen een geannualiseerd totaalrendement van 10,3%. Vastgoed behaalde 8,8% en goud slechts 7,4%. Dit verschil lijkt misschien

klein, maar door het effect van samengestelde interest wordt het over decennia enorm. Niet voor niets noemt Einstein samengesteld rendement het achtste wereldwonder. Nog belangrijker is dat aandelen diversificatie bieden. Wanneer je het over aandelen hebt, heb je het niet over één grote asset. Je hebt het over duizenden en duizenden bedrijven die verschillende dingen doen. De geschiedenis toont keer op keer aan dat menselijke innovatie schaarste overwint. Toen olie schaars leek te worden, ontwikkelden ondernemers fracking-technieken die enorme nieuwe reserves ontsloten. Wanneer arbeid duur wordt, automatiseren bedrijven hun processen. Deze dynamiek zorgt ervoor dat productieve activa schaarse activa kunnen vervangen of hun waarde kunnen ondermijnen. En dan is het tijdperk van kunstmatige intelligentie pas net begonnen.

Beleggers die uitsluitend vertrouwen op schaarste onderschatten het menselijk aanpassingsvermogen. Ze zetten in op een statische wereld terwijl ze eigenlijk leven in een dynamische economie waar innovatie constant nieuwe mogelijkheden creëert. Ware financiële zekerheid ligt niet in het bezit van tastbare objecten, maar in eigenaarschap van systemen die waarde creëren. Een goudstaaf produceert geen inkomsten, een winstgevend bedrijf wel. Vastgoed in een krimpende regio verliest waarde, een innovatief bedrijf kan zich aanpassen en groeien. Dit betekent niet dat real assets geen plaats hebben in een portfolio. Ze kunnen diversificatie bieden en bescherming tegen specifieke risico's. Maar de illusie dat reële activa de basis moeten vormen voor langetermijnweelde is gevaarlijk. Echte welvaart ontstaat door eigenaarschap van de krachten die onze wereld vooruithelpen, niet door vast te houden aan symbolen van schaarste in een wereld van overvloed door innovatie. ■



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

Beleggen in betaalbare woningen en senioren-huisvesting aantrekkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Bij investeringen in betaalbare huisvesting en begeleid wonen speelt, naast risico en rendement, ook impact een rol. Er is bovendien een onderscheid tussen gereguleerde en niet-gereguleerde huisvesting, waarbij het risico-rendementsprofiel van de niet-gereguleerde variant soms zelfs gunstiger uitpakt.

Wat verstaan jullie onder begeleid wonen en betaalbare huisvesting?

Paul van Stiphout: 'Onder begeleid wonen verstaan wij compacte woningen van minimaal 45m² waar lichte zorg kan worden verleend, vaak aangevuld met gemeenschappelijke ruimtes waar activiteiten plaatsvinden. Voor beleggers is dit een vorm van zorgvastgoed met een brede doelgroep en een relatief laag risicoprofiel, omdat het minder afhankelijk is van één zorgaanbieder en een alternatieve toewendbaarheid kent.'

Dillon Lorda: 'Seniorenhuisvesting in de Verenigde Staten kan begeleid wonen omvatten, maar ook onafhankelijk wonen. Wij hebben een lange geschiedenis van beleggen in dit segment van de markt met een institutioneel perspectief. Dit is een gebied waarop we ons hebben geconcentreerd omdat er, net als bij woningen voor lage inkomens, een zeer sterke vraag-aanbodssituatie is voor seniorenwoningen, en woningen voor lagere inkomens bovendien aantrekkelijke mogelijkheden bieden voor het genereren van aantrekkelijke, voor risico gecorrigeerde rendementen.'

Jeroen Heine: 'Begeleid wonen is een vorm van residentiële zorg die eerstelijns ondersteunende diensten biedt aan mensen die hulp nodig hebben bij dagelijkse activiteiten zoals wassen, aankleden, medicatiebeheer en maaltijdvoorbereiding, maar niet het serviceniveau nodig hebben dat wordt geboden in een verpleeghuis.'

Jaap van der Bijl: 'Het interessante aan begeleid wonen is dat het altijd richting

de oudere leeftijdsgroep gaat. Dat is begrijpelijk; het heeft te maken met de behoefte aan zorg en ondersteuning. Maar wij kijken ook naar andere doelgroepen, zoals jongeren die mentaal zelfstandig zijn maar toch wat steun nodig hebben bij hun eerste carrièrestappen of gezinsleven. We maken onderscheid wat betreft het niveau van ondersteuning en of je dat als fondsmanager kunt bieden via je externe property manager of dat je zelf operationele activiteiten uitvoert.'

Onno Hoff: 'Het is eigenlijk geen aparte asset class of niche. Je hebt panden voor jonge volwassenen, maar ook panden voor senioren, waar je diensten en ondersteuning biedt.'

Wat valt er te zeggen over betaalbare huisvesting?

Heine: 'In de praktijk betekent het dat de huur niet hoger mag zijn dan een bepaald percentage van het gemiddelde inkomen in het betreffende gebied. Het hangt ook af van de locatie van de woonobjecten.'

Hoff: 'In het algemeen is er geen typische definitie voor betaalbare huisvesting. Het Nibud stelt dat 30% tot 35% van het inkomen kan worden gebruikt voor huur. Dat verschilt per regio en per land. In Engeland is betaalbaar bijvoorbeeld gedefinieerd als 80% van de markthuurlaag.'

Lorda: 'In de Verenigde Staten bestaat geen consistente definitie van betaalbare huisvesting. Ik vind dat de meeste manieren waarop betaalbare huisvesting wordt gedefinieerd en de schijnbaar willekeurige kwantitatieve termen die worden gebruikt om de markt te segmenteren, de kern missen. De meeste markten hebben een aanhoudend tekort aan woningen voor huishoudens met lagere inkomens. Het inkomensniveau waarop het tekort bestaat en de omvang van de bevolking die onvoldoende wordt bediend door de woningmarkt varieert van markt tot markt. Vanuit een investeringsstandpunt is het aantrekkelijk dat er schijnbaar een onverzadigbare vraag is naar verschillende soorten woningen en verschillende prijsklassen. In de Verenigde Staten definiëren we 30% van het huishoudinkomen als grens voor wat 'betaalbaar' is. Het gebruik van één universele grens van 30% van het huishoudinkomen houdt naar mijn

Voorzitter:

Bas van den IJssel,
Partner, Oprichter, Almazara

Deelnemers:

Jaap van der Bijl,
Alterra
Jeroen Heine,
VP Capital
Edgar Hertog,
Savills Investment Management
Onno Hoff,
Achmea Real Estate
Dillon Lorda,
AEW US (part of Natixis Investment Managers)
Paul van Stiphout,
Bouwinvest



VOORZITTER

Bas van den IJssel

Bas van den IJssel is Founding Partner van Almazara en Bedrijfseconoom met een postdoctorale opleiding in Vastgoed. Almazara adviseert Nederlandse, Duitse, Zwitserse en Belgische institutionele beleggers over hun wereldwijde niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Met 34 jaar vastgoedervaring werkte Van den IJssel onder andere bij MN en BPF Bouwinvest. Hij bekleedt diverse functies in adviesraden en investeringscommissies.



Jaap
van der Bijl

Jaap van der Bijl is sinds november 2016 CEO van Altera Vastgoed. Daarvoor werkte hij onder andere bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance, AXA Real Assets en Achmea Pensions. Van der Bijl is momenteel lid van de Management Board of INREV en lid van het RICS EU Leadership Forum en was eerder lid en voorzitter van de INREV Fund Manager Advisory Council.



Jeroen
Heine

Na zijn rechtenstudie startte Jeroen Heine zijn carrière in de banksector. Na diverse functies stapte hij over naar een corporate finance boutique. In 2012 startte hij zijn eigen bedrijf, gericht op investeringen, strategie en financiën in de duurzame sector en investeerde hij met informals in (duurzame) bedrijven. In 2015 stapte hij over naar VP Capital, waar hij verantwoordelijk is voor de impactinvestings- en vastgoedportefeuille.



Edgar
Hertog

Edgar Hertog heeft meer dan 25 jaar ervaring in de vastgoedsector en is sinds 2016 co-Head, Netherlands bij Savills Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het asset management van de Nederlandse vastgoedportefeuilles, die beheerd worden voor diverse institutionele beleggers. Daarnaast initieert en begeleidt hij alle transacties binnen het residentiële en winkelsegment. Hiervoor bekleedde Hertog diverse senior posities bij gespecialiseerde vastgoedinstellingen.



Onno
Hoff

Onno Hoff trad op 1 april 2016 in dienst bij Achmea Real Estate als Fund Manager van het Achmea Dutch Residential Fund. Eerder was hij gedurende zeven jaar Managing Director Residential en Fund Director bij a.s.r. real estate. Daarvoor werkte hij vijf jaar als Asset Manager bij Vesteda. Hoff begon zijn carrière in 1995 bij projectontwikkelaar Bouwfonds en werkte vervolgens bij ontwikkelaar Heijmans.



Dillon
Lorda

Dillon Lorda is Directeur en Portefeuillebeheerder binnen de Private Equity Group van AEW, onderdeel van Natixis Investment Managers. Met meer dan 18 jaar ervaring in de vastgoedsector, beheert hij AEW's Essential Housing-strategie, die zich richt op woningen voor huishoudens met een midden- en laag inkomen. Lorda is afgestudeerd aan Hamilton College (BA) en New York University (MSc Real Estate Finance).



Paul
van Stiphout

Paul van Stiphout is sinds maart 2024 Fund Manager Dutch Residential Investments bij Bouwinvest. Hij werkt sinds 2004 in de vastgoedsector en bekleedde seniorfuncties bij onder andere APG en CBRE. Van Stiphout heeft ruime ervaring met het opzetten en beheren van vastgoedstrategieën. Hij behaalde een master in Real Estate Management & Development aan de TU Eindhoven.

mening onvoldoende rekening met de inelasticiteit van deze inkomens en hoeveel geld er nodig is om te voorzien in alle andere essentiële behoeften, zoals voedsel, gezondheidszorg, vervoer, enzovoort.'

Welke factoren zijn bepalend voor investeringen in betaalbare huisvesting en begeleid wonen?

Edgar Hertog: 'Vooral risico en rendement, maar ook impact. Je ziet dat veel beleggers meer richting impactbeleggen kijken. Ze willen in deze asset classes investeren, ook om hun portefeuille te diversifiëren. De ESG-strategie zal in de loop van de tijd veranderen en dat komt vooral doordat veel beleggers en pensioenfondsen naar een langere beleggingshorizon kijken in plaats van naar de korte termijn.'

Van der Bijl: 'Ik denk dat de factoren die de interesse in betaalbare huisvesting aanjagen voorspelbaar zijn, zoals de overvraag ten opzichte van het aanbod. In die zin is het voorspelbaar hoe demografische trends uitwerken. Locatiegewijs helpt dat, want als eindbelegger wil je niet verrast worden. De drijfveer voor betaalbare huisvesting is risico-rendement. Je hebt het impactgedeelte niet nodig, maar het is duidelijk een positief element. Iedereen lijkt te begrijpen, of aan te nemen, dat er een echte impact zit in residentieel. Als je kijkt naar de huidige voorraad en je bouwt nieuwe woningen bij, kun je additionaliteit claimen qua impact. Alles wat je bouwt, zal zeer energiezuinig zijn. En je voegt daar betaalbaarheidscriteria aan toe, die je via regulering kunt definiëren: doelgroepen, inkomens, enzovoort. Uitein-

'De Nederlandse overheid heeft voor ons als belegger niet verstandig geopereerd: langetermijnbeleggers zitten in de slechtst denkbare positie.'

delijk moet je dit dubbele rendement balanceren tussen financieel en niet-financieel.'

Van Stiphout: 'De crux zit 'm wat mij betreft in de definitie van impact. Als je qua woninginvesteringen aan alle vereisten van duurzaamheid voldoet, zie je aan de hand van data dat bouwen voor het middensegment voor middeninkomens eigenlijk het beste risico-rendementsprofiel oplevert. Je kunt dan concluderen dat je 'automatisch' impact maakt. Maar voor ons gaat impactbeleggen wel wat verder dan dat: het betekent meetbare maatschappelijke waarde die aansluit bij de doelstellingen van klanten.'

Van der Bijl: 'Als je beter inspeelt op de uiteindelijke begunstigden, kan er een onderscheid worden gemaakt tussen gereguleerde en niet-gereguleerde huisvesting. Beide creëren impact. Het risico-rendement aan de niet-gereguleerde kant kan zelfs beter zijn.'

Lorda: 'Bij huisvesting voor lagere inkomens ben je, als je investeert met een langetermijnoriëntatie en een holistische kijk op fysiek vastgoed, van nature geneigd om betekenisvolle positieve sociale en ecologische externaliteiten, of impact, te genereren en die impact zal veel groter zijn dan wanneer je een kortetermijn- en een op waardestijging gerichte investeringsstrategie hebt.'

Van der Bijl: 'Met dat in gedachten ben ik tot de conclusie gekomen dat je in de niet-gereguleerde sector de grootste impact hebt, aangezien de regelgeving als vanzelf bepaalde sociale externaliteiten afdwingt. Het is de niet-gereguleerde sector waarin je concurreert met een belegger die misschien de huren opdrijft of die van dat vastgoed iets heel anders kan maken.'

Hoe zijn betaalbare huisvesting en begeleid wonen gepositioneerd binnen institutionele portefeuilles? Wordt het in de eerste plaats geclassificeerd als een vastgoed-investering, een impactinvestering, of beide?

Hoff: 'Ik denk anders over de additionaliteit van nieuwbouw omdat simpelweg dingen bijbouwen niet genoeg is. Waar zit

'De niet-gereguleerde sector is de sector waar je de grootste impact hebt, aangezien regelgeving als vanzelf bepaalde sociale externaliteiten afdwingt.'

het extra effect? Als we investeren in een bestaand pand en dat verduurzamen naar Paris Proof, verlagen we bijvoorbeeld de energiekosten. Dan bereik je echt impact en doe je meer dan alleen nieuw bouwen. Dat laatste is immers meer een resultaat van meer nieuwe huizen kopen dan dat het een extra investering in duurzaamheid is.'

Van der Bijl: 'We zitten op de Paris Proof-routekaart om de huidige voorraad aan te passen. We zien dat dat qua regelgeving en ook qua ESG nauwelijks in waarde wordt uitgedrukt, in ieder geval niet in de kapitaalwaarde. De uitdaging is een solide rendement te behalen bij het investeren in duurzaamheid in je bestaande gebouwen. Bovendien moet minstens 70% van de huurders akkoord gaan, zodat duurzaamheid kan worden geïmplementeerd. Een kleine huurverhoging kan nodig zijn om een deel van de investering terug te zien in de waarde van het gebouw. We minimaliseren het risico en creëren kleine groene parels in onze oester, en hopelijk zal de waardering boven komen drijven.'

Lorda: 'Kan je in Nederland eigen vermogen gebruiken om woningen te ontwikkelen die betaalbaar zijn voor huishoudens met extreem lage inkomens zonder subsidies? In de Verenigde Staten wordt dat segment van de markt bijna uitsluitend bediend door niet-eigen vermogen, niet-rendementsgericht kapitaal.'

Hoff: 'Ja, dat kan en dat moet soms ook, want de meeste bestemmingsplannen hebben percentages die naar sociale woningbouw, middenhuur of niet-gereguleerd gaan. Soms ben je dus min of meer verplicht om ook te zorgen voor sociale appartementen of sociale woningen als je een goede positie hebt in een gebied.'

>

Van Stiphout: ‘Uiteindelijk verschilt het heel erg hoe institutionele beleggers naar betaalbaarheid kijken, als reguliere investering of als impactbelegging. Maar wat wij in onze gesprekken wel altijd benadrukken, is dat het uiteindelijk gaat om het aanbodprobleem. Of je nu wilt investeren in betaalbaar wonen, hogere segmenten, begeleid wonen of niches zoals studentenhuisvesting, het is allemaal nodig.’

Heine: ‘De family offices waarmee wij samenwerken, hebben veel vertrouwen in de ontwikkeling van dit type investeringsmogelijkheden. Het is momenteel nog een nichemarkt, maar juist daardoor aantrekkelijk. Als langetermijnbeleggers zien wij kansen om meer impact te maken. Ik verwacht dat dit een groeiende beleggingscategorie wordt voor veel family offices, vooral in Nederland.’

Hertog: ‘Internationaal gezien is Senior Living, als je het vergelijkt met Purpose Built Student Accommodation, ofwel PBSA, nog steeds een onvolwassen markt. De reden daarvoor zijn de operators. De schaalbaarheid van de operators is niet groot genoeg, dus je hebt niet die grote partijen zoals in de PBSA-markt. Dit maakt het moeilijk voor beleggers om de markt te begrijpen. Wat je nu vooral ziet, is dat beleggers binnenlandse investeringen doen. Het is niet zo dat iemand uit Zuid-Korea of de Verenigde Staten zwaar investeert in Senior Living. Om de markt te laten groeien en volwassener te maken, is het belangrijk dat er, samen met beleggers, operator-schaal en schaalbaarheid komt. Houdt dit in dat je meer kijkt naar een Europees product? Ja, oké. Onze strategie is altijd Europees gericht, niet gefocust op één land. Dat is ook het risico-profiel. Als we investeren, proberen we dat Europabreed te doen. Soms sluiten we natuurlijk landen uit vanwege hedging of wetgeving. Landen die nu interessant zijn,

zijn Spanje, Italië, Zweden en ook het Verenigd Koninkrijk. De belangrijkste reden voor dat laatste is politiek: de wetgeving is vrij stabiel over de tijd. Vergelijken met het VK, Nederland en Zweden zijn de markten in Italië of Spanje nog een beetje onvolwassen. Maar daar worden goede stappen gezet, zodat de ontwikkeling naar meer rijpheid snel gaat. Veel beleggers gaan naar Spanje. De Nederlandse overheid heeft voor ons als belegger niet verstandig geopereerd: langetermijnbeleggers zitten in de slechtst denkbare positie. Alles wat varieert van betaalbaarheid tot wetgeving en fiscaliteit helpt ons niet om de juiste beslissing te nemen om in Nederland te investeren. Ik zou niet willen zeggen dat we niet in Nederland investeren, maar we zullen wel heel voorzichtig zijn.’

Hoff: ‘Ik zou Nederland willen promoten. We hebben te veel veranderingen gezien in korte tijd. Qua regelgeving zitten we in het midden, vergeleken met andere Europese landen. Het gaat er overigens niet zozeer om waar je bent qua regelgeving, maar om het aantal veranderingen. Er is meer stabiliteit in het aantal veranderingen dan in de regelgeving zelf. Daar moet iets aan gedaan worden, vooral voor buitenlandse beleggers.’

Hertog: ‘Dat is juist. De verschillen tussen Nederlandse pensioenfondsen en internationale pensioenfondsen zijn groot, vooral qua belastingen, waardoor onze rendementen lager zijn. Om meer beleggers aan te trekken, zou ik dat als eerste aan willen pakken. Het is vooral belastinggedreven. Wetgeving verandert overall altijd, dat maakt ons niet uit, maar belastingen zijn belangrijk, want die vormen de langetermijnmotor voor investeringen. De politiek ziet vastgoed meer als iets om te straffen dan als iets waar voordeel uit te halen valt.’

Van der Bijl: ‘Ik begrijp het punt, want het trekt geen buitenlands kapitaal aan en in de woningmarkt moeten we dat absoluut kunnen aantrekken. Ik houd van regulering omdat het een duidelijk onderscheid maakt tussen goede en slechte dingen die je kunt doen, en de premie die je kunt krijgen. Er is overall risico, en als ik de premie kan krijgen, is dat prima. Regulering maakt onderscheid. De vraag is of

‘Er is meer stabiliteit in het aantal veranderingen dan in de regelgeving zelf. Daar moet iets aan gedaan worden, vooral voor buitenlandse beleggers.’

er een premie te behalen valt. Zo kijken wij ernaar. Of het nu een risicovol land is of niet, we sluiten niets uit, ook Nederland niet.'

Zijn er voorkeurslanden om te investeren in Essential Living? Is er een vergelijking te maken tussen de Verenigde Staten en Europa?

Lorda: 'Helaas is de grote vraag naar woningen voor lagere inkomens niet beperkt tot een specifieke regio. De gemeenschappelijke onderliggende vraag is: biedt het gebrek aan evenwicht tussen vraag en aanbod kansen om een aantrekkelijk voor risico gecorrigeerd rendement te genereren door woningen te creëren of te behouden voor huishoudens die onderbediend zijn? In veel landen en markten is het antwoord 'ja'. De strategie waar ik me mee bezig houd, richt zich op de Verenigde Staten, maar ik weet dat sommige van mijn collega's ook naar Europa kijken.'

Van Stiphout: 'Enige regulering is nodig om de onderkant van de markt te beschermen, maar te veel regulering werkt contra-productief voor het investeringsklimaat. Finland laat zien dat een lichtere aanpak goed kan werken, terwijl bijvoorbeeld Nederland en delen van Duitsland zo ver gaan dat je je kunt afvragen of we nog wel het juiste probleem oplossen. Namelijk het aanbod vergroten.'

Lorda: 'Walter Wristol zei ooit: 'Kapitaal gaat naar waar het welkom is en blijft waar het goed behandeld wordt.' Onzekerheid en barrières, bijvoorbeeld op het gebied van wet- en regelgeving, hebben een prijs. Huishoudens zijn over het algemeen beter geholpen met stimulansen om meer aanbod van alle soorten te creëren dan met zware sancties voor aanbod dat de doelgroep niet bedient, of met een betere combinatie van restricties en prikkels.'

Wat impact betreft, is er altijd de discussie: wil je impact maken dicht bij huis, of maakt de locatie niet uit omdat je goed wilt doen voor de hele wereld?

Heine: 'We hebben een geografische focus voor directe investeringen in Nederland, België, misschien Duitsland. Voor onze fondsbeleggingen richten we ons op

'Huishoudens zijn over het algemeen meer gebaat bij stimulansen om meer aanbod van alle soorten te creëren dan bij zware sancties voor aanbod dat de doelgroep niet bedient.'

Europa. We investeren direct in Nederland omdat we die markt kennen en daar impact kunnen maken. Wat betreft de fondsen bespreken wij met de fondsmanagers hun impactagenda. Soms krijgen we een positie in de impactboard om invloed te kunnen hebben op hun beslissingen.'

Hoff: 'Wat betreft impact investing zijn we begonnen met infrastructuur en zonneparken. Nu komen er meer en meer nieuwe fondsen die zich ook richten op vastgoed. Vanuit een nationaal gezichtspunt zou ik zeggen: investeer in Nederland, want veel huurders zijn dezelfde mensen waar we indirect voor beleggen, namelijk de deelnemers bij Nederlandse pensioenfondsen.'

Van der Bijl: 'Wat we vandaag de dag doen, ook omdat je veranderingen ziet in de politieke houding ten opzichte van ESG, is dat we proberen de waardepropositie van ESG te verschuiven naar zaken die mensen en kapitaalverschaffers gemakkelijk begrijpen: betaalbaarheid, wat ten goede komt aan een duidelijk gedefinieerde belangengroep, namelijk de huurders. Het heeft niet veel zin naar de huurders in een bestaand gebouw te gaan en te stellen dat we de wereld gaan redden. Wat ik moet doen, is excelleren in het uitvoeren van de vaardigheden die we hebben en de portefeuilles en het platform toekomstbestendig maken. De investeerders bepalen natuurlijk waar zij in investeren. Als ze denken dat ze elders meer impact kunnen maken op de klimaatmitigatie, is herallocatie een optie.'

Hoff: 'Laten we ambitieuzer zijn. We focussen vaak op de E van klimaatverandering, maar we zouden ook meer moeten doen ten aanzien van de S. Dan gaat het over lagere energiekosten, gezondere woningen. En bij senior living kan je de zorgkosten in Nederland verlagen door >

betere producten dicht bij zorgdiensten te maken. Impact is toegevoegde waarde; maak het meetbaar en geef het waarde, financieel of sociaal.'

Van der Bijl: 'Je kunt het goede voorbeeld geven en best practices tonen. Dat helpt in een breder netwerk om ESG te integreren, en helpt ook in waarderingen.'

Hoff: 'Daar ben ik het helemaal mee eens. We moeten elkaar helpen meer impactkapitaal naar de markt te krijgen om echt op impactdoelen te focussen en die meetbaar te maken.'

Van Stiphout: 'Kapitaal en impact moeten niet exclusief zijn, elkaar niet uitsluiten. Impactkapitaal moet beloond worden met een passend rendement. We moeten zichtbaar maken dat impactinvesteringen echt rendement passend bij het risico opleveren.'

Als begeleid wonen zowel qua rendement als impact goed scoort, waarom wordt er dan niet veel meer geïnvesteerd?

Van Stiphout: 'Begeleid wonen is een interessante categorie, maar het blijft een relatief kleinschalige en complexe markt. Locaties zijn schaars en samenwerking met zorgaanbieders is essentieel. Daardoor kan kapitaal zich hier minder snel bewegen dan in reguliere woningbouw. Maar ook daar zien wij obstakels, zoals het ongunstige fiscale klimaat in Nederland.'

Kunnen we de doelen van Parijs halen met lagere huren en marges in betaalbare huisvesting?

Hoff: 'Je hebt waarde nodig. Onderliggende waarde, leegwaarde of renovatiewaarde. Er is steeds meer bewijs dat het loont. Na een renovatie is er een andere waardering. Bij bestaande panden kun je de huur niet zo verhogen als je zou willen. Het opzeggingspercentage is extreem laag

bij lage huur. Dan is het moeilijker om aanpassingen te doen. De business case tot label D is er nog, maar daarna wordt het lastiger.'

Van Stiphout: 'Bijna 90% heeft al label A of hoger. De marginale opbrengst van extra CO₂ besparen daalt al snel. Dan wordt het moeilijker om grote investeringen te rechtvaardigen. Ik moet wel zeggen dat het woningwaarderingssysteem nu energiezuinige gebouwen beloont. Dat is goed gedaan.'

Hoe geven we prioriteit aan verduurzaming van het bestaande huizenbestand?

Hoff: 'Ongeveer 85% van de woningen die er in 2050 zullen staan, staat er al. Daar zitten de problemen met energie en betaalbaarheid. Bestaande gebouwen zijn minder aantrekkelijk, het businessmodel is lastig, data ontbreken en waarderingen zijn niet op niveau. Daar ligt dus een opgave en hier zou meer prioriteit aan moeten worden gegeven.'

Heine: 'Herontwikkeling van religieuze gebouwen, zoals kloosters en kerken, en cultureel erfgoed, oude gebouwen, is op zichzelf circulair: geen sloop en nieuwbouw, minder gebruik van nieuwe materialen.'

Hertog: 'Renovatie van D- naar A-label zou veel zuiniger moeten zijn in termen van CO₂-uitstoot in vergelijking met nieuwbouw, dus renovatie moet duidelijk hoog op de agenda staan. Taxaties en overdrachten staan renovatie in de weg.'

Van Stiphout: 'Wet- en regelgeving dwingt verbeteringen af. Slechte EPC (energieprestatiecoëfficiënt)-labels mogen straks niet meer worden verhuurd.'

Van der Bijl: 'De taxatiebranche moet betere tools ontwikkelen om duurzaamheidsverschillen te verklaren en te waarderen. Referentietransacties zijn vaak onduidelijk door allerlei dealstructuren.'

Hoff: 'Taxateurs houden zich aan het red book: markttransacties. Als die er niet zijn, is het lastig.'

Lorda: 'De markt prijst milieugerelateerde externe effecten niet passend in en als

'Bouwen voor senioren die nu geen passende woning vinden, zet een keten van verhuizingen in gang. Zo komen er ook meer woningen vrij voor jongeren.'

gevolg daarvan worden duurzame gebouwenmerken niet weerspiegeld in de transactiewaarden.’

Van Stiphout: ‘Bij fysieke klimaatrisico’s, zoals in Hurricane Alley in de Verenigde Staten, zie je dat wel: verzekeringskosten stijgen, de dekking daalt en assets worden onverzekerbaar. Bij CO₂ gebeurt dat nog niet. De markt prijst het niet adequaat in, maar wij verwachten wel dat dat op termijn gaat gebeuren.’

Van der Bijl: ‘De industrie wil ESG in leiderschap integreren en waarde correct representeren om kapitaal te kunnen blijven aantrekken.’

Van Stiphout: ‘Het hangt af van de tijdshorizon. We zien financieel rendement in ESG-beleggen binnen onze investeringshorizon, maar het is lastig te voorspellen wanneer de waarde zichtbaar wordt.’

Lorda: ‘Bij een kortetermijninvesteringsstrategie denk je anders over externe effecten op sociaal of milieugebied en over kosten dan bij een businessplan van tien tot twintig jaar. Bij een langetermijnplan ben je eerder geneigd om te investeren in energie-efficiëntie en andere karakteristieken die invloed hebben op de cashflow, maar die mogelijk minder invloed hebben op de verkoopwaarde.’

Hoff: ‘Er komen meer vragen van pensioenfondsen en adviseurs over duurzaamheid en risico’s voor de toekomst. Het zit nog niet in de prijs, maar men herkent het.’

Van der Bijl: ‘Wat is ‘best use’? Voldoet het beste gebruik aan regelgeving en ESG? Marktransacties die daaraan niet conform zijn, moeten geen referentie zijn. Wij zijn groot genoeg om een groot deel van de markt te veroveren.’

Is het niet beter om betaalbare woningen te bouwen waar grond goedkoop is, zodat je er meer van kunt realiseren? Zou je bijvoorbeeld niet beter twintig woningen in de regio kunnen bouwen dan vijf woningen in de stad?

Heine: ‘Wellicht, maar je moet de lokale behoeften en de omstandigheden kennen.’

‘Investeren in woninghuisvesting voor midden- en lage inkomens moet worden gedreven door de vraag van potentiële huurders.’

Hoff: ‘Binnen de stad is het aantrekkelijker dan in de buitenwijken vanwege een hogere waarde bij exit. De impact is groter met twintig woningen dan met vijf, maar op lange termijn zijn binnenstedelijke locaties belangrijk, ook voor mensen die in de stad moeten wonen.’

Van der Bijl: ‘Je moet goed onderzoeken welke buurten potentie hebben. Voorkeuren van huurders zijn vaak idealistisch en niet realistisch qua prijs.’

Van Stiphout: ‘De dynamiek aan de stadsranden is daarbij groot. Gezinnen trekken daarheen. Het leven in de drukke stad past daar minder bij.’

Lorda: ‘Beide strategieën zijn nodig. Locatiekenmerken zoals toegang tot voorzieningen als goede scholen, kruidenierszaken, gezondheidszorg enzovoort, bepalen ook de waarde voor de klant en de impact op de uitbreiding.’

Van de Bijl: ‘Gegeven de vraag en de omvang van de regio zou ik twintig woningen in de buitenwijken verkiezen boven vier in de stad. Overigens hebben jongeren het nu moeilijk. Ze hebben weinig kans op een woning en dat schaadt de samenleving. De focus ligt te veel op seniorenhuisvesting. Jongeren verdienen wat dat betreft meer aandacht.’

Van Stiphout: ‘Ik denk dat een holistische kijk op de woningmarkt en de consument terecht is. Het is niet óf-óf, het is én-én. Het juiste product bouwen voor senioren die nu geen passende woning vinden, helpt niet alleen die doelgroep, maar zet ook een keten van verhuizingen in gang. Zo komen er ook meer woningen vrij voor jongeren.’



Welke strategieën kunnen we implementeren om de doorstroming in sociale huur en begeleid wonen te verbeteren en te garanderen dat deze woningen toegankelijk blijven voor degenen die ze werkelijk nodig hebben?

Hertog: 'De vraag is vooral: hoe zorgen we voor meer mobiliteit en woningomloop, zodat mensen niet vast blijven zitten in hun betaalbare woningen. Want ik denk dat omstreeks 8% van de huurders eigenlijk niet meer thuishoort in die woningen; die zouden ergens anders moeten wonen. We kunnen ze natuurlijk niet dwingen te verhuizen, maar het is wel een probleem dat we moeten aanpakken. Er moeten vooral meer woningen gecreëerd worden, dat is cruciaal. Maar we moeten zeker ook kijken naar het verloop in huisvesting.'

Hoff: 'Het moet aantrekkelijk gemaakt worden om door te stromen. Dat zou kunnen met het product zelf, maar misschien ook met een negatieve incentive, bijvoorbeeld huurverhoging op basis van inkomen.'

Hertog: 'Inderdaad, het moet aantrekkelijk worden om die stap te zetten. Ik weet niet precies hoe het in de Verenigde Staten werkt, maar bij middenhuur wordt het inkomen van huurders bij de start gecontroleerd. Als ze een te hoog inkomen hebben, mogen ze de woning niet huren. Echter, hoe vaak controleer je zo iets? Dat wordt maar één keer gedaan. Als iemand daarna veel meer gaat verdienen, of bijvoorbeeld een grote erfenis krijgt, hoeft hij er niet uit.'

Lorda: 'De Amerikaanse huurmarkt is erg groot en heel liquide. De gemiddelde doorstroming is 50%, dus mensen verhuizen gemiddeld elke twee jaar. Hoe lager de huur, of hoe groter de waardepropositie van de woning, dus hoe groter het verschil tussen de betaalde huur en wat het anders zou kosten om daar te wonen, hoe kleiner de kans dat mensen verhuizen. Wij hebben panden met een doorstroming van 2% tot 5%, omdat het om zo'n goede waardepropositie voor de bewoner gaat. Ons woonbeleid zou erop gericht moeten zijn dat mensen die in een betaalbare huurwoning beginnen met een laag inkomen uiteindelijk zoveel vooruitgaan in

inkomen en vermogen, dat ze kunnen doorgroeien. Er zijn nu soms regels die dat juist ontmoedigen, door willekeurige grenzen te stellen aan kosten en subsidies. Ik zou willen dat er meer kapitaal beschikbaar komt, tegen passendere voorwaarden, en minder drempels voor het realiseren van nieuwe huisvesting, zodat we als investeerders aan de verschillende soorten vraag kunnen voldoen: of het nu een brandweerman, leraar of verpleegkundige is die wil leven op een bepaalde plek of een huishouden met een heel laag inkomen. We zouden dat woonproduct moeten kunnen realiseren, bezitten en beheren op een manier die echt aansluit bij wat mensen nodig hebben. En ik vind dat die mensen zelf moeten bepalen wat ze nodig hebben en waar ze willen wonen, niet politici als regelgevers of wij als investeerders.'

Wil iemand nog een laatste opmerking maken?

Van Stiphout: 'Als het gaat om wonen, mobiliteit, betaalbaarheid, is het niet zwart-wit. Uiteindelijk gaat het erom dat we in de volle breedte meer aanbod creëren, want dat is de sleutel tot een beter functionerende woningmarkt. Hier ligt een maatschappelijke en financiële kans voor institutionele investeerders.'

Heine: 'Voor ons moet investeren in woninghuisvesting voor midden- en lage inkomens worden gedreven door de vraag van potentiële huurders en door een holistische benadering van hun leefomstandigheden en behoeften. Dat is wat uiteindelijk leidt tot de beste voor risico gecorrigeerde rendementen en de meest positieve uitkomsten voor deze huurders. We zetten ons kapitaal daar in waar we de grootste maatschappelijke impact kunnen maken.'

Hoff: 'Ik denk dat we in Nederland een woningcrisis hebben. Als sector zouden wij ons moeten verenigen en richting de overheid en politiek moeten uitspreken op welke onderwerpen ze moeten leveren. Alleen samen lossen we dit op.'

Van der Bijl: 'Het is een puzzel. Praat er niet te veel over, de puzzel lost zich op als je begint bij de randen en langzaam het plaatje opbouwt. Wij, als sector, moeten daarmee beginnen.' ■

IN HET KORT

Seniorenwoningen en woningen voor lagere inkomens bieden goede mogelijkheden voor het genereren van aantrekkelijke, voor risico gecorrigeerde, rendementen.

Beleggers willen in betaalbare huisvesting en begeleid wonen investeren om hun portefeuille te diversifiëren. Het gaat momenteel nog om een nichemarkt, maar juist daardoor is die aantrekkelijk.

Er is enige regulering nodig om de onderkant van de markt voor deze asset classes te beschermen, maar te veel regulering werkt contraproductief voor het investeringsklimaat.

Er wordt geprobeerd de waardepropositie van ESG te verschuiven naar zaken die kapitaalverschaffers gemakkelijk begrijpen: zoals betaalbaarheid, wat ten goede komt aan de huurders.

Er moet meer impactkapitaal naar de markt komen om echt op impactdoelen te focussen en die meetbaar te maken.

Om de woningcrisis in Nederland op te lossen, moet de sector zich verenigen en richting de overheid en de politiek uitspreken wat er geleverd moet worden.

Omdenken loont, ook voor de overheid

In het debat over volkshuisvesting en de leefomgeving voeren kosten vaak de boventoon. Elk voorstel wordt langs de lat van begrotingsdiscipline gelegd. Terecht, want begrotingsdiscipline zorgt voor gezonde overheidsfinanciën en stabiliteit.

Goed beleid draait echter niet alleen om wat het kost, maar ook om wat het oplevert. Investeren in aantrekkelijke binnensteden, toekomstbestendige kantoren en vitale woonwijken is zelden alleen een kostenpost. Het is een vliegwieltje voor economische activiteit, maatschappelijke impact en belastinginkomsten. Dat effect zien we op de woningmarkt en ook bij investeringen in andere stedelijke functies. Daarom verdienen ze erkenning als impuls, niet als kostenpost.

De miskenning van rendement

Wanneer institutionele beleggers investeren, of het nu in woningen, winkels, bedrijfsruimten of kantoren is, levert dat werkgelegenheid, lokale bestedingen en belastinginkomsten op. Deze effecten worden in de politieke besluitvorming vaak genegeerd. Er wordt wel gerekend met de kosten van een maatregel, maar zelden met de opbrengsten. Zogeheten tweede-orde- en inverteffecten, de indirecte gevolgen van een beleidsmaatregel en de extra belastingopbrengsten van een belastingverlaging, komen nauwelijks ter tafel. Terwijl juist die effecten richting geven aan verstandige keuzes.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Nederland heeft, zeker internationaal gezien, een hoog tarief voor overdrachtsbelasting: 10,4%. Een verlaging wordt vaak afgedaan als te kostbaar voor de schatkist, maar dat is een gemiste kans. Lagere fiscale drempels kunnen de woningmarkt en investeringen in een gezonde, levendige binnenstad juist in beweging brengen. Ze versnellen transacties, maken investeringen los en creëren ruimte voor nieuwbouw. Deze extra economische activiteit betekent extra overdrachtsbelasting, btw én loonbelasting. Daarnaast levert het maatschappelijke meerwaarde op, omdat het bijdraagt aan welzijn en geluk, vermindering van stress en onzekerheid, en indirect dus ook aan het verlagen van zorgkosten. Wie alleen naar de directe kosten kijkt, mist deze baten. Zo wordt beleid getoetst op minnen, terwijl de plussen buiten beeld blijven.

Van korte klap naar lange lijn

Bij complexmatige verkoop van woningportefeuilles – essentieel voor de financiering van nieuwe huurwoningen – drukt het hoge overdrachtsbelastingtarief zwaar op de haalbaarheid. Daardoor kiezen beleggers vaker voor 'uitponden', met verlies van huurwoningen tot gevolg. Bij nieuwbouw verlaagt het de eindwaarde en daarmee de investeringsbereidheid. Het gevolg: het transactievolumen op de woningbeleggingsmarkt is fors gedaald en de inkomsten uit overdrachtsbelasting blijven achter bij de begroting.

Dus wat als we erkennen dat investeren in de woningmarkt niet alleen geld kost, maar ook geld oplevert? Dan verandert het debat van defensief naar constructief en van krimp naar groei. Niet investeren kost óók geld: het remt economische groei, zet druk op zorg en voorzieningen, tast de leefbaarheid van steden aan en ondermijnt het vertrouwen van burgers in beleid. Wie alleen kijkt naar de uitgaven van vandaag, onderschat de kosten van stilstand morgen. Dat is niet alleen economisch onverstandig, maar ook maatschappelijk onhoudbaar.

Inverteffecten zijn geen trucje

Tweede-orde- en inverteffecten zijn geen wensdenken of lobbytaal, maar realiteit. Ze zijn zichtbaar in steden waar woningbouw doorgaat dankzij investerende pensioenfondsen. Maar ook in wijken waar verduurzaming sneller verloopt omdat langjarige beleggers willen én kunnen investeren in de leefomgeving, waardoor hele gebieden profiteren. Dat vraagt om een beleidsomgeving die investeren aantrekkelijk maakt: met stabiele en concurrerende fiscale spelregels, ruimte voor rendement, en erkenning dat markt en overheid elkaar versterken.

Van reflex naar visie

Wie investeringen mogelijk wil maken, moet dus durven rekenen op de opbrengsten. Dat vraagt om een blik voorbij de 'jaarrekening', politieke moed en besluitvorming. En om een adem die langer duurt dan één regeerperiode. Wie beleid alleen toetst op budgettaire rekenregels, mist kansen. Niet alles wat rendeert, is zichtbaar in het eerste begrotingsjaar. Onze leefomgeving verdient een overheid die verder kijkt dan het eerste kostenplaatje en durft te investeren in verdienvermogen. ■

De invloed van klimaatverandering op real assets

Door klimaatverandering neemt de kans op noodweer en natuurrampen toe. Historische risico-rendementsdata houden echter slechts in beperkte mate rekening met klimaatrisico's. Daarom is het essentieel om deze risico's te integreren in verwachte en vereiste rendementsmodellen.

Door Ralf Kooken

Beleggen in real assets (infrastructuur, natural capital en vastgoed) betekent beleggen voor de lange termijn (meer dan tien jaar). Binnen zo'n periode kan en zal er veel gebeuren. Daarom is het essentieel om met een proactieve en fundamentele blik naar wereldwijde ontwikkelingen te kijken.

Bij de opbouw van een real assets-portefeuille is het goed om te kijken vanuit twee invalshoeken.

Fundamenteel: Beoordeel op basis van langetermijntrends of markten fundamenteel aantrekkelijk zijn om in te beleggen. Megatrends zoals demografische verschuivingen en klimaatverandering beïnvloeden in toenemende mate het risico-rendementsprofiel van real assets-sectoren op globaal en regionaal niveau.

Waardering: Beoordeel de aantrekkelijkheid van markten op de korte en

middellange termijn door het verwachte rendement te vergelijken met het minimaal vereiste rendement. Dit geeft inzicht in de mate waarin beleggers worden gecompenseerd voor het genomen risico en of het interessant is om op genoemde termijn de markt te betreden.

Klimaatrisico's zijn nog niet volledig ingeprijsd binnen de markt voor real assets. Historische risico-rendementsdata bevatten slechts

in beperkte mate klimaatrisico's. Daarom is het essentieel om zowel fysieke risico's als transitierisico's expliciet te integreren in modellen voor verwachte en vereiste rendementen. Op deze manier wordt klimaatverandering structureel meegenomen in de beoordeling van het risico-rendementsprofiel van real assets-investeringen.

Verwachte rendementen nemen af door het integreren van klimaatverandering

In Figuur 1 wordt de waardering van real assets-markten weergegeven, inclusief en exclusief integratie van klimaatverandering.

Zoals uit Figuur 1 blijkt, nemen de verwachte rendementen af na het integreren van klimaatverandering. Dit komt doordat er investeringen moeten worden gedaan gericht op het reduceren van broeikasgasemissies (mitigatie), dan wel ingegeven door wet- en regelgeving. Daarnaast moet er worden geïnvesteerd in het aanpassen van assets aan veranderende klimaatomstandigheden

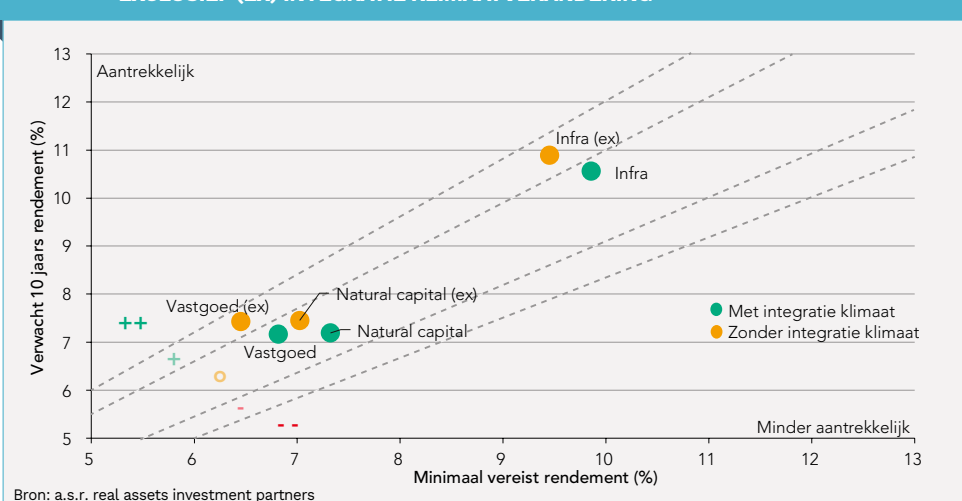
(adaptatie). Tegelijkertijd neemt het minimaal vereiste rendement toe wanneer rekening gehouden wordt met klimaatrisico's (fysieke en transitierisico's).

Figuur 1 laat zien dat de aantrekkelijkheid van vastgoed en infrastructuur wordt overschat door klimaatverandering buiten beschouwing te laten. Door de integratie van klimaatrisico's wordt natural capital relatief interessanter ten opzichte van vastgoed en infrastructuur (de aantrekkelijkheid neemt het minst af). Op basis hiervan, en van andere relevante aspecten zoals de goede diversificatiemogelijkheden en aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen, kan een lichte overweging van natural capital worden overwogen.

Grotere veranderingen op sectorniveau

Op sectorniveau doen zich significante veranderingen voor die op het aggregatieniveau van real assets onzichtbaar blijven.

FIGUUR 1: VISIE OP WAARDERINGEN VAN REAL ASSETS INCLUSIEF EN EXCLUSIEF (EX) INTEGRATIE KLIMAATVERANDERING



Klimaatrisico-opslag bij vereist rendement

Binnen onze organisatie kijken we niet uitsluitend naar het absolute risiconiveau, maar ook naar de mate van huidige en verwachte adaptatiemaatregelen. Daarbij wordt niet alleen de huidige risicowaarde geanalyseerd, maar ook de ontwikkeling hiervan over de afgelopen jaren. Illustratieve voorbeelden zijn assets in Singapore en Nederland. Door hun geografische ligging bestaat er een reëel overstromingsrisico. De overheden van beide landen zijn zich hiervan bewust en hebben verschillende maatregelen getroffen om dit risico te beperken. Er wordt verwacht dat deze overheden voldoende kapitaal beschikbaar blijven stellen om te blijven investeren in mitigerende infrastructuur, waardoor het langetermijnsrisico beheersbaar blijft.

Een treffend voorbeeld is de sector 'permanente gewassen' – een belangrijk segment binnen natural capital – in de Verenigde Staten. Deze sector is met name gericht op fruit- en notenteelt. Binnen deze sector vallen de relatief hoge waarderingen van Amerikaanse assets op. In Californië, een kernregio voor permanente gewassen, zorgt een combinatie van overaanbod en toenemende waterregulering – een manifestatie van klimaatrisico's – momenteel voor druk op de rendementen. Op korte termijn kan dit zelfs resulteren in lage of negatieve opbrengsten.

Toch is het vooruitzicht op de middellange termijn positiever. De verwachting is dat de markt zich binnen twee tot vier jaar herstelt, wat een aantrekkelijk instapmoment kan creëren voor beleggers met een langere horizon. Cruciaal hierbij is een realistische

inschatting van klimaatrisico's. Wanneer de impact van waterregulering en klimaatverandering volledig buiten beschouwing wordt gelaten, stijgt het verwachte rendement voor de komende jaren significant met meerdere procentpunten, terwijl het minimaal vereiste rendement juist daalt. Dit leidt tot een aanzienlijke overschatting van de huidige aantrekkelijkheid van deze sector.

Het verwachte rendement van de bosbouwsector zal naar verwachting stijgen door klimaatverandering te integreren in de beleggingsanalyse. Een groeiende vraag naar carbon credits zorgt voor optionaliteit en extra rendement. Tegelijkertijd leidt dit tot een beperking van het houtaanbod, wat het directe rendement van de bosbouwsector eveneens positief beïnvloedt.

Binnen de vastgoedsector wordt het verwachte rende-

ment op kantoren het meest beïnvloed door de integratie van klimaatrisico's. De kantorenmarkt kenmerkt zich momenteel door een hoge mate van concurrentie, terwijl huurders steeds vaker een hoog duurzaamheidsniveau verlangen. Dit leidt tot relatief hoge klimaatinvesteringen (transitiecapex) in deze sector. Als gevolg hiervan wordt de kantorensector, in vergelijking met andere vastgoedsegmenten, minder aantrekkelijk vanuit een risico-rendementsoptiek.

Binnen infrastructuur valt de transportsector op. In deze sector zijn de komende jaren aanzienlijke investeringen nodig voor zowel klimaatadaptatie- als klimaatmitigatiemaatregelen, wat een drukkend effect heeft op het verwachte rendement. Uit interne analyses volgt dat de combinatie van fysieke en transitierisico's het hoogst is voor deze sector (samen met fossiele energie). Door klimaatrisico's volledig buiten beschouwing te laten, lijkt de transportsector aantrekkelijker ten opzichte van de andere infrastructuursectoren.

Bovenstaande voorbeelden onderstrepen het belang van gedetailleerde sectoranalyses binnen real assets en het expliciet meenemen van de effecten van klimaatverandering in beleggingsanalyses. ■

Disclaimer

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

**Ralf Kookan**

Portfolio Manager,
a.s.r. real assets
investment partners

IN HET KORT

Klimaatrisico's zijn nog niet volledig ingeprijsd binnen de markt voor real assets.

Door klimaat te integreren in verwachte en vereiste rendementsmodellen wordt de impact van klimaatverandering verankerd in het beleggingsproces.

De integratie van klimaatverandering in de analyse van real assets vergroot de aantrekkelijkheid van natural capital ten opzichte van vastgoed en infrastructuur.

Gedetailleerde sectoranalyses binnen real assets zijn belangrijk om de juiste beleggingsbeslissingen te kunnen nemen.

‘Door de integratie van klimaatrisico's wordt natural capital relatief interessanter ten opzichte van vastgoed en infrastructuur.’

Tracking the real estate energy transition

The energy transition continues to be an important, long-term trend for real estate investors, businesses and governments. A successful transition to a low-carbon economy is dependent on many factors, each of which can drive forward progress, or create challenges.

By Abigail Dean

Understanding the major issues affecting the real estate energy transition allows investors to gauge the pace of change for different locations and sectors, to better position real estate portfolios.

Our latest research explores how six influences – investor appetite, grid decarbonisation, supply chains, technology, regulation and occupier demand – are impacting the energy transition. The significance and progress of these factors will differ from one region to another. This highlights the fluctuating nature of the transition and the different adoption rate in different parts of the world. These factors create opportunities and challenges in

the journey to a low-carbon economy. Here, we consider two of these six factors.

Investor appetite

Investment appetite for strategies that support the energy transition and positive environmental and social impact remains crucial. While wider economic and geopolitical volatility has tested sentiment, we continue to see healthy global demand supporting the energy transition.

When asked which factors influence investment decisions during Nuveen's Equilibrium Investor Survey 2025, 65% of Benelux respondents said the energy transition was already being factored in, while another 25% said it would become a factor in investment decision making in the next 12 months. Investors remain optimistic of the direction the transition is taking, with 85% of Benelux respondents maintaining a low-carbon economy is inevitable, up from 73% in 2022.

Along with the energy transition's prominence in decision making, the survey found that 55% of Benelux respondents considered net zero carbon as an investment decision factor, while another 20% said they plan to begin within the next 12 months. Across Europe, this

number jumped to 80%, and 73% of Asian Pacific-based survey responses said the same. In the US, 50% said net zero carbon was an investment decision factor.

Globally, investors also factor ESG and climate risk into investment decisions, with 80% and 77% respectively reporting they consider or plan to consider them. Regional variances are quite stark, with US investors less likely to give weight to ESG, climate risk and net zero commitment factors than their EMEA or APAC counterparts.

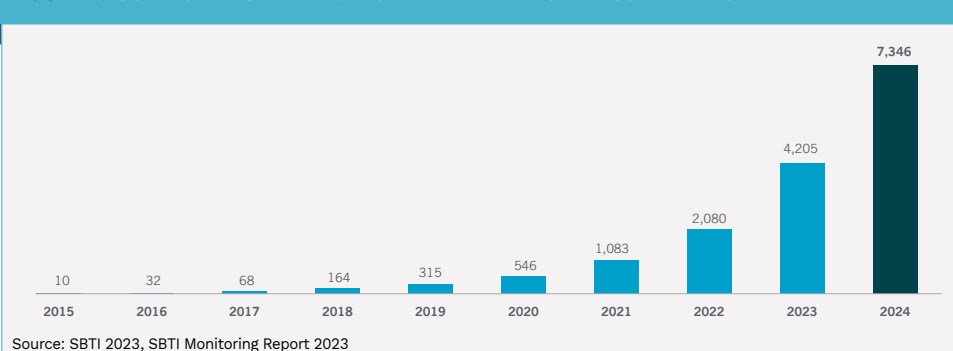
Even with the recent ESG backlash in certain markets, the majority of investors globally continue to favour ESG factors when considering investments. Recent reports from Europe and Asia Pacific indicate long-term investors continue to support ESG goals and are making allocation decisions away from managers seen to be rowing back on ESG commitments.¹

Global occupier demand

Strong occupier demand is a crucial factor in decarbonising buildings. While some investments in energy efficiency improvements can be justified purely in terms of energy cost savings, the cost of the deeper retrofits necessary to deliver net zero carbon buildings can only be justified when a value gap between 'green' and 'brown' buildings exists.

Recent studies indicate occupiers are seeking landlords with clear plans on energy intensity, electrification and sourcing clean electricity alongside a willingness to work collaboratively on decarbonisation pathways. In 2024, more than 7,300 companies

FIGURE 1: SCIENCE BASED TARGETS INITIATIVE ALIGNED COMPANIES





Senioren- huisvesting: impact- investeren met dubbel voordeel

Nederland staat voor een demografische omslag: het aantal 85-plussers verdubbelt in de komende vijftien jaar. Dit is niet alleen een maatschappelijke uitdaging, maar ook een kans voor institutionele beleggers om het verschil te maken en tegelijkertijd hun portefeuilles toekomstbestendig te positioneren. Impactbeleggen in seniorenhuisvesting is een investering waarin maatschappelijke waarde, beheerst risico en financieel rendement samenkomen.

Door Maya Savelkoul

De structurele vraag naar passende seniorenhuisvesting zet de woningmarkt onder druk. Door het tekort aan toegankelijke en betaalbare woonruimte stokt de doorstroming. Starters, gezinnen en studenten komen moeilijk aan een woning, mede doordat ouderen geen opties hebben om door te stromen. Dit leidt tot maatschappelijke druk, maar biedt beleggers tegelijkertijd de mogelijkheid om te investeren in een segment met een robuuste onderliggende vraag en veel draagvlak.

Impactbeleggen is meer dan een label

Impactbeleggen in seniorenhuisvesting draait om meer dan het invullen

van een maatschappelijke opgave. Het betekent investeren in vastgoed waar de behoefte het grootst is, met directe voordelen voor zowel de maatschappij als de achterban van investeerders zoals pensioenfondsen en verzekeraars. De achterban van deze investeerders profiteert immers dubbel: van voor risico gecorrigeerd financieel rendement én van betere, toekomstbestendige woningen voor henzelf en hun omgeving.

Markttrends: structurele vraag en solide fundament

De behoefte aan toekomstbestendige seniorenhuisvesting groeit sneller dan het aanbod.

‘Seniorenwoningen zijn minder conjunctuurgevoelig, aangezien de vraag wordt gedreven door demografie en maatschappelijke trends.’



FOTO: ARCHIEF BOUWINVEST

‘De komende jaren zijn bepalend voor wie wil inspelen op demografische trends en maatschappelijke behoeften.’

Nieuwbouw wordt geremd door beleid, bouwkosten en regelgeving, terwijl de onderliggende vraag structureel hoog blijft. Dit segment is bovendien minder conjunctuurgevoelig, aangezien de vraag wordt gedreven door demografie en maatschappelijke trends. Voor institutionele beleggers ontstaat zo een kans om te investeren in een markt met stabiele vraag en beperkt leegstandsrisico, zeker bij een goede locatiekeuze en focus op relevante doelgroepen.

Risico en rendement

Seniorenhuisvesting onderscheidt zich binnen vastgoed als een belegging met stabiele, voorspelbare

kasstromen. De inkomsten bestaan uit direct rendement via langjarige huurcontracten, bijvoorbeeld met zorgorganisaties of via master lease-constructies, en uit indirect rendement door mogelijke waardestijging van het vastgoed. Daarnaast wordt het risico gespreid over verschillende huurders en objecten, wat bijdraagt aan de kwaliteit van de portefeuille. Het maatschappelijk draagvlak voor dit type woningen is groot, waardoor het segment ook politieke en sociale steun geniet, wat de kans op ingrijpende beleidsrisico's verkleint. Bovendien blijft levensloopbestendig vastgoed aantrekkelijk, ook als de marktvraag verschuift,

omdat deze woningen relatief eenvoudig zijn aan te passen voor andere doeleinden. Zo biedt seniorenhuisvesting binnen een gediversifieerde portefeuille niet alleen stabiel rendement, maar ook beheersbare risico's en flexibiliteit voor de lange termijn.

Meetbare impact en reputatiewaarde

Investeren in seniorenhuisvesting betekent meetbare maatschappelijke impact. Denk aan het aantal extra woningen, de mate waarin ouderen langer zelfstandig kunnen wonen en verbeteringen in gezondheid en welzijn. Deze resultaten worden steeds beter inzichtelijk gemaakt via ESG-frameworks en transparante rapportages, wat aansluit bij de eisen en wensen van toezichthouders en investeerders.

Daarbij komt een solide financieel rendement, doorgaans in lijn met reguliere woningbeleggingen. Deze combinatie van maatschappelijke impact en solide rendement maakt seniorenhuisvesting tot een interessante beleggingscategorie voor de komende jaren.

Blik op de toekomst

De komende jaren zijn bepalend voor wie wil inspelen op demografische trends en maatschappelijke behoeften. Seniorenhuisvesting biedt institutionele investeerders de kans om te profiteren van een structureel groeiende markt, met stabiele inkomsten en aantoonbare maatschappelijke waarde. Zo ontstaat een solide positie binnen een portefeuille die klaar is voor de toekomst. ■



Maya Savelkoul

Fund Manager Impact Investments, Bouwinvest

Impact in de praktijk

Voor institutionele beleggers is het project De Grote Lijster in Uithoorn een goed voorbeeld van hoe een heldere investeringsstrategie in seniorenhuisvesting kan resulteren in stabiele inkomsten en aantoonbare maatschappelijke meerwaarde. De Grote Lijster is een particulier woonzorgcomplex dat zich richt op ouderen met een zwaardere zorgvraag, waaronder mensen met dementie. Het project past binnen een bredere strategie die zich richt op kwalitatieve, toekomstbestendige zorgwoningen met langdurige verhuurzekerheid en lage leegstandrisico's.

Wat deze ontwikkeling onderscheidt, is de focus op duurzaamheid en flexibiliteit. Het gebouw wordt gerealiseerd met een bovengemiddelde score op duurzaamheidscertificeringen als GPR, BREEAM, CRREM en BENG. Hierdoor voldoet het niet alleen aan de huidige normen, maar is het ook voorbereid op toekomstige wet- en regelgeving. De woningen zijn bovendien aanpasbaar voor andere doelgroepen, wat de bruikbaarheid van het vastgoed op de lange termijn vergroot. Daarmee onderstreept De Grote Lijster hoe impactbeleggen in seniorenhuisvesting bijdraagt aan een robuuste portefeuille met duurzaam rendement en maatschappelijke relevantie.

IN HET KORT

Door vergrijzing verdubbelt het aantal 85-plussers in 15 jaar, wat een structurele vraag naar seniorenwoningen creëert.

Institutionele beleggers kunnen in dit segment niet alleen maatschappelijke waarde creëren en reputatie opbouwen, maar ook financieel rendement halen.

Seniorenhuisvesting biedt stabiele, voorspelbare kasstromen dankzij langjarige huurcontracten en robuuste vraag.

Meetbare impact is mogelijk via heldere ESG-KPI's.

A study in European Purpose-Built Student Housing

Why is European Purpose-Built Student Housing (PBSA) rising up investor wishlists? And what makes for an attractive PBSA opportunity?

By Hamish Smith

The appeal of PBSA to real estate investors is growing rapidly. In the recent 2025 INREV Investor Intentions survey, student accommodation ranked as the third most preferred sector to invest in, with 67% of respondents selecting the sector. Well above its five-year average of 35% of respondents, with only residential and industrial and logistics scoring higher.

But why exactly is European PBSA rising up investor wishlists? Here are three key factors:

1) Strong domestic & international demand: With a quarter of the world's top universities (71 in the world's top 250 ranked institutions and more than 150 in the top 500),¹ the quality of Europe's higher education institutions is attracting a growing number of international students. In addition, rising domestic demand and a large domestically mobile student population is supporting demand for better quality,

well-located, amenity rich PBSA.

2) Lack of supply: Just one-in-five domestically mobile and international students are currently able to access a PBSA room. Indeed, despite continental Europe having three times as many domestically mobile and international students as the UK, it only has a similar number of private PBSA beds, suggesting a huge untapped opportunity for investors.²

3) Stable income: Due to the lack of quality accommodation to meet growing student demand, the sector benefits from high, and stable, levels of occupancy, supporting steady, secure income streams.

As with any investment, there are always risk factors that investors need to consider. Three key risks when it comes to European PBSA are potential demand risks (including online teaching), the affordability of study and living costs, and

operational considerations.³ So with Europe's PBSA sector offering investors an attractive, scalable opportunity, the obvious question to ask is how can investors understand the relative merits of each potential market and determine favourable investment locations and assets.

In other words, where and how should investors access the asset class?

Finding distinction

We do this through our three-step 'CLAS' framework.

We start at the Country level to provide an overall broad perspective of the sector. Next we focus on Location and city-level metrics. As a final step - acknowledging that the ultimate returns and investment performance achievable is inherently linked to the asset - we analyse a set of Asset-Specific variables.

Our approach focusses on weighing up the relative pros and cons of each market, including investment and operational risks, and therefore the trade-offs that allow investors to develop an optimal investment strategy to meet their return requirements.

Step I – Country

At Step I we look at country-level factors relating to the size and quality of the education sector, the number and growth of domestically mobile and international students, PBSA provision rate, market liquidity and regulation.

Step II – Location

Here we assess a similar set of six factors as at the country level, but with some adjustments for relevant city factors, which could alter demand-supply imbalances one-way or another, and therefore ultimately the performance of an asset in that location.

Figure 2 sets out how to view the six location factors with the example of Berlin, Bonn and Frankfurt.

Step III – Asset-Specific

Finally, the ultimate returns and investment performance achievable by investors depends on the asset. Given the operational complexity of PBSA relative to other more traditional real estate sectors, we add a third step to the analysis, following on from the city identification to ascertain the relative attractiveness of specific assets.

FIGURE 1: PBSA CLAS FRAMEWORK



Source: Savills Investment Management, European PBSA 201: Finding Distinction⁴

Here we consider factors such as building age, size and quality, location and access to campus, cashflow resilience, pricing, and gross-to-net leakage.

As a very city- and location-specific and nascent asset class, the question of where to invest is highly pertinent. The CLAS framework isn't about determining must-have and no-go locations and assets. Rather, it allows us to better understand which locations and assets are likely to produce the risk-adjusted returns that best match investor requirements.

And while Step III delves into asset-specific factors, it is important to highlight the operational complexity of PBSA compared to other forms of real estate. Indeed, investors have a considerable amount to gain or lose in their understanding of how a PBSA asset is operating.

Masters in operation

The PBSA sector has idiosyncratic operational risks. Students are unlikely to reside in a building for more than a full academic year, and as such, investors will need to consider asset-level operational aspects in more detail.

Tenancy duration has a significant impact upon the level and resilience of net operating income realised by the operation, reflecting the exaggerated costs and risks of management when an asset operates on an annual leasing cycle with potentially fluctuating occupancy levels from year-to-year.

PBSA strategies

High operational factors in and of themselves shouldn't be seen as a hurdle to, or discourage, investment. In fact, a survey⁵ we conducted with Savills highlights increasing flows of investor capital into operational forms of real estate, with PBSA the most sought-after operational real estate sector among surveyed investors. The key is understanding current and future operational implications when considering a PBSA investment.

We make the following observations on potential PBSA strategies:

Target inefficiencies:

Investors can target discounted, operationally inefficient assets and seek to optimise cost and revenue, thereby reducing the gross-

to-net income leakage. The risk is that costs are understated and/or that asset improvement takes longer than budgeted for example.

Acquire modern: This approach avoids immediate asset management by acquiring modern, fit for purpose assets at a potential premium but with efficient gross-to-net performance. The risk here is the potential for costs and leakage to increase as the asset ages, capex becomes required and/or occupier demands change.

With all approaches, investors should be mindful of the underlying operational costs and their own risk profiles.

All taken together, it is easy to see why European PBSA is increasingly moving towards the top of real estate investor's wishlists.

The PBSA sector presents a strong investment thesis for investors searching for secure income streams with rental growth potential and lower volatility of returns. Low provision rates suggest that the risk to excess supply in most markets is small, even taking into account the existing pipeline. What's more, it also suggests scope for investors prepared to take on development risk. And as the sector matures, increased liquidity will reduce exit risks, while pairing with operators with local market knowledge is likely to lower operational risks. ■

Note
Unless otherwise stated, 'Europe' in this article excludes the UK.

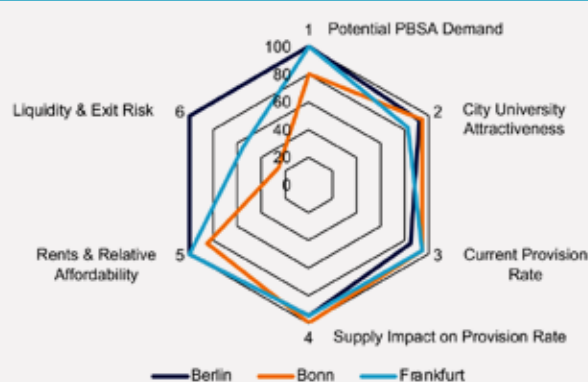
- 1 QS 2025 World University Rankings
- 2 Savills IM calculations based on Bonard city level data.
- 3 <https://www.savillsim.com/research/european-pbsa-101--top-of-the-class.aspx>
- 4 <https://www.savillsim.com/research/european-pbsa-201--finding-distinction.aspx>
- 5 https://www.savills.co.uk/research_articles/229130/377562-0



Hamish Smith

Head of Research & Strategy, UK,
Savills Investment Management

FIGURE 2: STEP II: ANALYSING TARGET CITY EXAMPLE



Source: Savills Investment Management, calculations based on data from Bonard, MSCI

SUMMARY

The appeal of PBSA to real estate investors is growing rapidly as a result of strong demand from domestic and international students, limited PBSA supply and the potential for stable income.

Considering investment factors at each of the country-, city- and asset-levels helps understanding the merits of different PBSA markets.

Investors must consider current and future operational implications when considering a PBSA investment.

Investeren in groen vastgoed: de wil is er, maar er is meer houvast nodig

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Verduurzaming is allang geen keuze meer, maar een vast onderdeel van vastgoed-beleggingsstrategieën. Toch blijft de uitvoering complex. Hoe realiseer je duurzame ambities wanneer je moet navigeren tussen 13.000 indicatoren, stroperige vergunningstrajecten en een woud aan regels en prikkels? Hoe behoud je richting in een speelveld dat steeds sneller verandert?

Dat duurzaamheid een dominante factor is geworden in vastgoedbeleggingen, staat buiten kijf. Maar de vraag wát nu precies de maatstaf is voor duurzaam succes, gaf aanleiding tot het delen van uiteenlopende visies tijdens de paneldiscussie over 'Hoe realiseer je impact in vastgoed' op het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate', onder voorzitterschap van Vincent van Bijleveld. 'Met 13.000 indicatoren tot onze beschikking raken portfolio-managers het spoor bijster,' aldus Andrea Palmer, tot voor kort verantwoordelijk voor beursgenoteerd vastgoed bij PGGM. 'We zijn de materialiteit uit het oog verloren. De kernrisico's verdwijnen onder een stortvloed aan data.'

Dat besef leeft ook bij andere markt-partijen. Paul Oremus van CBRE Investment Management ziet hoe benchmarks als GRESB weliswaar waardevolle inzichten bieden, maar tegelijkertijd zorgen voor nivellering: 'Veel portefeuilles zitten inmiddels op een hoog niveau, waardoor het lastig is om je nog echt te onderscheiden. De focus moet dus verschuiven naar het daadwerkelijk reduceren van emissies.'

Balanceren tussen GRESB en net zero

Het debat over de vraag wat prioriteit moet krijgen – een hoge GRESB-score of aansluiting bij net zero-doelstellingen – verdeelt de zaal. Een peiling onder het publiek laat een voorkeur zien voor een hybride benadering: CRREM-alignment zou voorrang moeten krijgen, zonder sociale en andere materiële ESG-doelen uit het oog te verliezen. 'Het

gaat om de juiste balans,' aldus Jai Patel van ICG. 'Wij combineren milieudoelstellingen met sociale targets in onze kredietverlening, bijvoorbeeld door te kijken naar de verhouding tussen huur en inkomen in de woningsector en naar energie-efficiëntie.' Volgens Patel is het effectiever om impact op leningniveau te beoordelen dan op fondsniveau: 'Dat geeft je meer grip op de inhoud.'

Wie écht verschil wil maken, moet bereid zijn meer risico te nemen. Dat geldt met name voor het transformeren van verouderd vastgoed. 'Je kunt geen grondige renovaties uitvoeren binnen een pure core-strategie,' stelt Palmer nadrukkelijk. 'Brown-to-green betekent dat een asset tijdelijk niet exploiteerbaar is en vaak ontwikkelrisico met zich meebrengt. Dit soort impact vraagt om een stap hoger op de risicocurve.' Oremus herkent die spanning ook: 'Omdat core-investeerders wel willen verduurzamen maar risico's mijden, is er in de praktijk vooral ruimte voor mid-market beleggers om echt het verschil te maken – mits zij toegang hebben tot financiering.'

Dat is dan ook precies waar partijen als ICG zich positioneren. Patel: 'We richten een groot deel van onze tijd op mid-market sponsors en private vastgoedeigenaren met verouderd vastgoed. Door leningen van €30 tot €75 miljoen te verstrekken, helpen we hen institutionele kwaliteit te bereiken. De rendementen zijn value-add van aard en de impact is aanzienlijk.'

Mismatch tussen wens en werkelijkheid

Met betrekking tot betaalbare huisvesting blijkt de mismatch tussen ambitie en realiteit nog groter. De behoefte aan nieuwe woningen is enorm – ruim een miljoen in Nederland alleen al – maar regelgeving, bestemmingsplannen en vergunningstrajecten remmen de voortgang. 'Iedereen wil binnenstedelijk bouwen, maar dat betekent automatisch hoogbouw,' aldus Oremus. 'En met elke extra verdieping nemen de kosten toe.' Tegelijkertijd haakt buitenlands kapitaal af door fiscale onaantrekkelijkheid en politieke onzekerheid. 'Zonder een aantrekkelijk investeringsklimaat lukt het niet om de noodzakelijke schaal te realiseren,' stelt Oremus. Ter aanvulling benadrukt Patel dat levensvatbaarheid en ge-



VOORZITTER

Vincent van Bijleveld

Managing Director, Global Real Estate Engagement Network (GREEN), Managing Consultant Sustainable Investing, Finance Ideas



Andrea Palmer

Responsible Investment Lead, Global Real Estate Securities, PGGM



Jai Patel

Managing Director, Co-Head, Real Estate Debt, ICG Real Estate



Paul Oremus

Country Manager, Manager Dutch Funds, CBRE Investment Management

‘We zijn de materialiteit uit het oog verloren. De kernrisico’s verdwijnen onder een stortvloed aan data.’

zonde rendementen essentieel blijven, zeker bij betaalbare woningbouw. Dat het lagere risicoprofiel met lagere rendementseisen gepaard gaat, is logisch, merkt hij op. ‘Maar rendementen onder de 1% zijn onhoudbaar. De overheid moet de voorwaarden scheppen waaronder institutioneel kapitaal bereid is in te stappen.’

Een ander knelpunt is dat ESG-factoren nog te weinig worden meegewogen in waarderungen. ‘Als je weet hoeveel CapEx nodig is om een pand naar energielabel A of hoger te brengen, dan kun je dat modeleren,’ aldus Oremus. ‘Maar de prijzen die recentelijk zijn betaald, verraden dat die inschatting vaak ontbreekt.’ Palmer beaamt dat: ‘In onze portefeuille met beursgenoteerd vastgoed hebben we ervoor gekozen om transitierisico expliciet in te prijzen. Gezien de aard van beleggen in REITs vonden we het aanpassen van de vereiste rendementsdrempel daarvoor de meest logische manier. Uiteindelijk betekent dit dat we een hoger rendement eisen van bedrijven met minder uitgewerkte transitieplannen.’

Waar stuur je op?

Volgens Patel en Palmer is gebrek aan standaardisatie een belangrijke hindernis. ‘Zonder breed geaccepteerde methodiek weet niemand wat echt meetelt,’ zegt Palmer. ‘Een EPC-label zegt weinig over waar je staat ten opzichte van een net zero-pad. Afstand tot het CRREM-pad doet dat daarentegen wél – en zou ook richting moeten geven aan CapEx-inschattingen.’ Het hoge tempo van transacties belemmert echter de integratie van ESG. ‘Er is vaak simpelweg geen tijd om een grondige ESG-due diligence uit te voeren en die mee te nemen in je prijsvorming voordat een bod moet worden uitgebracht,’ zegt Palmer. ‘En veel partijen weten ook gewoon niet hóé ze het moeten doen.’ Volgens Patel is dat een gemiste kans: ‘Juist in de mid-market kun je extra waarde creëren, zowel financieel als maatschappelijk. Maar dan moet je als belegger wel bereid zijn om

dieper te graven en actief op te treden als kennispartner voor vastgoedeigenaren die qua duurzaamheidskennis achterlopen.’

Een van de meest besproken thema’s in de panelsessie is de manier waarop ESG-risico’s worden verdisconteerd in transactiewaarderungen. ‘We zien in de praktijk grote verschillen tussen marktpartijen,’ aldus Palmer. ‘Sommigen verwerken duurzaamheid expliciet in hun kasstromen en CapEx-prognoses. Anderen doen er niets mee – simpelweg omdat ze het niet kunnen, of niet weten hoe.’ En zoals ook al eerder was betoogd zou de snelheid van biedingsprocessen in de vastgoedwereld vaak geen ruimte bieden voor grondige ESG-analyses. ‘Soms hebben onze partners korte termijnen om een bod uit te brengen – en dan ontbreekt tijd voor diepgaande analyse,’ zegt Patel. ‘Daardoor speelt duurzaamheid vaak maar een minimale rol in de prijsbepaling, terwijl de impact juist aanzienlijk kan zijn.’ Palmer pleit voor meer transparantie en een helderdere maatstaf: ‘CRREM is een nuttig instrument, omdat het aangeeft hoe ver een gebouw verwijderd is van een net zero-traject. Dat helpt beleggers hun CapEx-veronderstellingen beter te onderbouwen en leidt tot realistischere prijsvorming.’

Versnelling vereist gezamenlijke systeemkeuzes

Onder de streep klinkt één boodschap duidelijk door: zonder systeemaanpassing blijft de impact beperkt. De roep om standaardisering van duurzaamheidsmaatstaven klinkt luider dan ooit. En er is behoefte aan beleid dat beleggers ruimte geeft om risico’s te nemen die nodig zijn voor verduurzaming. ‘We kunnen niet alles aan de markt overlaten,’ stelt Oremus. ‘Als we echt werk willen maken van duurzame woningbouw, dan moeten er duidelijke kaders en prikkels komen. Denk aan stabiel fiscaal beleid, versnelde vergunningsprocedures, en waarderingsmethoden die ESG integraal meenemen.’ Dat vraagt om een collectieve stap voorwaarts van beleggers, regelgevers, taxateurs én vastgoedeigenaren. Alleen dán kunnen ambities worden omgezet in structurele verandering, is de gedeelde opinie.

Een belangrijk neveneffect van de ESG-discussie is de veranderende rol opvatting van institutionele beleggers. Waar zij lange tijd hoofdzakelijk als kapitaalverschaffers

‘Als we echt werk willen maken van duurzame woningbouw, dan moeten er duidelijke kaders en prikkels komen.’

opereerden, is nu een verschuiving zichtbaar richting meer betrokken, soms zelfs ondernemende rollen. ‘Wij zitten met onze leningen niet alleen aan de financieringskant, maar zijn actief in gesprek over verduurzamingsscenario’s en prestatiecriteria,’ zegt Patel. ‘Dat vraagt andere vaardigheden, een andere mindset én de bereidheid om tijd en capaciteit te investeren.’ Palmer wijst op een bredere invulling van een actieve rol, namelijk als kennisdeler en normsteller. ‘Als grote institutionele belegger kun je invloed uitoefenen op hoe ESG wordt geïntegreerd – niet alleen via je eigen modellen, maar ook in gesprekken met taxateurs, consultants en beleidsmakers. We moeten die verantwoordelijkheid nemen.’

Herhaaldelijk wordt geconcludeerd dat het belang van samenwerking cruciaal is. Duurzaam vastgoed realiseren is niet de taak van één partij, maar van de hele keten: van ontwikkelaar tot financier, van overheid tot eindgebruiker. Oremus: ‘We kunnen veel sneller opschalen als we elkaars taal leren spreken. Dat betekent dat taxateurs ESG serieus moeten nemen, dat toezichthouders duidelijkheid moeten bieden en dat ontwikkelaars openstaan voor nieuwe financieringsmodellen. Het is geen technisch, maar vooral een organisatorisch vraagstuk.’

Strategische allocatie: combineer liquiditeit met impact

Tot slot komt de vraag op tafel hoe beleggers zich strategisch kunnen positioneren. Eén antwoord ligt in het combineren van beursgenoteerd en privaat vastgoed. Beursgenoteerd vastgoed biedt liquiditeit en geeft pensioenfondsen de mogelijkheid hun portefeuille dynamischer te sturen, terwijl private investeringen meer directe impact mogelijk maken. Palmer: ‘Door de allocaties tussen beide te managen, kun je risico’s in balans brengen. Als je in het ene segment meer duurzaamheidsgerelateerd risico neemt, bijvoorbeeld door meer in brown-to-green-projecten te investeren, kun je dat elders in je portefeuille compenseren. Die manier van denken wint aan terrein.’ Patel sluit zich daarbij aan, maar benadrukt het belang van flexibiliteit bij de inzet van kapitaal: ‘Als je echt verschil wilt maken, moet je flexibel kunnen alloceren – niet alleen tussen asset classes, maar ook tussen impact en risico. Dat vraagt om maatwerk en om durf.’ Palmer: ‘Het speel-

‘Als je echt verschil wilt maken, moet je flexibel kunnen alloceren – niet alleen tussen asset classes, maar ook tussen impact en risico. Dat vraagt om maatwerk en om durf.’

veld is complex, maar als institutionele belegger kun je de standaard mede vormen. Daar ligt juist onze kans om echt richting te geven aan de transitie.’

Groen vastgoed vereist meer dan ambities en intenties. De paneldiscussie maakt duidelijk dat de sector zoekt naar houvast: in datakeuze, waardering, strategie en beleid. De investeringskansen zijn er, zowel financieel als maatschappelijk, maar vergen actieve keuzes en acceptatie van frictie. Wie impact wil maken, zal moeten durven loslaten en loskomen van starre definities, lineaire rendementseisen, en van de illusie dat verduurzaming zonder wrijving tot stand komt. De toekomst van vastgoed is niet alleen groen – ze is complex, strategisch en in beweging.

Pioniers aan zet

Wie zich nu positioneert in dit krachtenveld, plukt straks de vruchten van zowel impact als rendement. De panelleden laten zien dat duurzame transformatie begint bij durven kiezen: voor transparantie, voor dialoog, en voor het verleggen van grenzen. Want vastgoed verduurzamen is geen hype, maar een maatschappelijke noodzaak – en wie dat goed doet, bouwt niet alleen aan waarde, maar ook aan vertrouwen. In die transitie speelt ook infrastructuur een rol: van energievoorziening tot laadfaciliteiten voor elektrische voertuigen. Duurzaam vastgoed stopt niet bij de gebouwschil – het raakt mobiliteit, gedrag, en de manier waarop mensen leven en werken. Juist daar ligt de kans voor pioniers die voorbij starre definities denken en systeemdenken koppelen aan concrete actie. Patel: ‘We moeten ons niet afvragen of we dit moeten doen, maar hoe snel we durven gaan. Want iedere euro die vandaag niet duurzaam wordt geïnvesteerd, is morgen een gemiste kans.’ ■

IN HET KORT

Duurzaamheid is een vast onderdeel van vastgoedbeleggingen, maar standaardisatie ontbreekt.

Beleggers worstelen met de hoeveelheid data.

GRESB-scores bieden onvolgende houvast. Focus moet liggen op daadwerkelijke emissiereductie.

Mid-market beleggers kunnen impact maken, mits ze bereid zijn tot meer risico en kennisdeling.

ESG-factoren worden vaak onvoldoende meegenomen in waardering en prijsvorming.

Snellere procedures, stabiel beleid en gezamenlijke kaders zijn essentieel voor opschaling.

Strategische allocatie vereist flexibiliteit, lef en actieve betrokkenheid van beleggers.

1 Ten tijde van de paneldiscussie

Investing in Europe's energy transition

Supporting energy transition infrastructure isn't just about addressing climate change. Infrastructure assets represent the backbone of Europe's future economy, presenting a potentially compelling opportunity for private market investors. Europe stands at a critical crossroads in its journey towards a sustainable, resilient, and independent energy future.

By Rosheen McGuckian and Bill Hughes

The contours of this transformation are clear: higher demand for electricity, a decisive pivot away from fossil fuels, and a high-level policy commitment to energy security and decarbonisation. Yet, the path forward is anything but simple.

The scale of infrastructure required to power this transition is staggering, and the need for committed, long-term capital has never been greater. We believe private market investors, therefore, have both an

extraordinary opportunity and a profound responsibility to help rewire Europe.

The time is now...

Europe's clean power transition is being influenced by several forces. Among these are climate imperatives, the increasing digitalisation of the global economy, and the acute need for energy security in a world beset by geopolitical uncertainty.

Europe has been consistent in its policy approach to clean power – providing a continually supportive backdrop. The 27 member states of the EU are targeting a transformation that will double clean power's share of gross final energy consumption by 2030¹. It's a goal that will require not just political will, but a structural overhaul of how energy is generated, transported, and consumed.

Electricity demand in Europe is projected to reach an additional 280 TWh by 2030². Digitalisation, the electrification of heat and transport, and a shift away from conventional fuels are the new realities.

This won't just mean more power has to be generated. It will also require a significant step up in Europe's infrastructure. As more people purchase electric vehicles or install heat pumps in their homes, the continent's infrastructure – much of it aging – will need to be updated and overhauled.

Crucially, 67% of Europe's targeted CO₂ reduction in the coming decades is expected to come from clean power and electrification³.

This transformation is not only about combating climate change. It is a matter of economic competitiveness, social stability, and national security. Energy security – and the ability to offer competitively priced, decarbonised power – is enshrined as a central pillar of Europe's political agenda. Failure to act decisively would leave the continent exposed to volatile fuel markets, geopolitical shocks, and the economic drag of ageing, under-invested infrastructure.

In particular, the need to establish an independent and resilient energy supply has been made more pressing by the continent's desire to wean itself off Russian gas, with a proposal on the table for the bloc to stop imports by 2027⁴. Increased

FIGURE 1: EU27 ELECTRIFICATION RATE BY SECTOR AND TOTAL (DECARBONISING SCENARIO)



Source: IRENA (June 2025) Regional Energy Transition Outlook: European Union, EU27 electrification rate relative to final energy consumption in transport, buildings and industry and in total. Assumptions, opinions, and estimates are provided for illustrative purposes only. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

‘This transformation is not only about combating climate change. It is a matter of economic competitiveness, social stability, and national security.’

adoption of clean power can be seen as one of the quickest and most cost-efficient methods of achieving this greater degree of energy independence.

The € 1 trillion investment opportunity

The rapid growth of clean power will be unlocked by investment in enabling technologies – especially grid modernisation and energy storage – that ensure system stability and effective power distribution. Meeting demand will be a challenge. But challenges breed opportunity.

The numbers are both daunting and exhilarating: The EU27 will require an estimated € 1 trillion of investment per year through 2050 to achieve its energy transition goals⁵.

This € 1 trillion covers a broad range of clean power generating and storage technologies, new grid infrastructure, bolstering of existing grid infrastructure, electrification of transport infrastructure and a rapidly growing opportunity to invest in the electrification of industrial and municipal heat.

These shouldn't be seen simply as costs to be borne. Supporting clean energy infrastructure could rather be viewed as a method of fostering economic and social growth, with private capital playing an increasingly important role, in our view.

The role of private markets

Against this backdrop, we see private capital as indispensable. While governments have acknowledged the importance of clean power infrastructure, they are unable to fund it all through the public purse.

Private market investors aren't just filling a financing gap. We see them also providing the patient capital, technical expertise, and governance discipline needed to deliver complex, multi-decade projects at speed. This is particularly true when investors seek out partnerships with specialist clean energy infrastructure players who can identify compelling long-term opportunities.

Private capital is well positioned to absorb and manage the complex risks inherent in large infrastructure projects. With the right governance, stewardship, and alignment of interests, we believe these investments have the potential to generate attractive risk-adjusted returns while also seeking to deliver tangible impacts: reduced greenhouse gas emissions, improved energy security, skilled jobs, and affordable power underpinning economic growth and social stability.

Europe's clean energy transition is about more than financial gain. It is a chance to be part of a historic transformation and help build a decarbonised, resilient future for generations to come.

The road ahead will not be easy. But with vision, partnership, and decisive action from investors, Europe can realise its ambition: a continent powered by clean energy, underpinned by the infrastructure and innovation that long-term, committed capital can provide. ■

L&G and NTR have been in a strategic partnership since 2015, combining L&G's global institutional strength and NTR's expertise as a leading European clean power transition specialist to accelerate the deployment of clean energy solutions across Europe.

- 1 IRENA (June 2025) Regional Energy Transition Outlook: European Union
- 2 McKinsey Global Energy Perspective, 2024
- 3 Bloomberg BNEF (December 2024) New Energy Outlook Europe
- 4 European Commission, June 2025
- 5 IRENA (June 2025) Regional Energy Transition Outlook: European Union

Disclaimer

For professional investors only. Capital at risk.

Key Risks

The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, and the investor may get back less than the original amount invested. Past performance is not a guide to future performance. The details contained here are for information purposes only and do not constitute investment advice or a recommendation or offer to buy or sell any security. The information above is provided on a general basis and does not take into account any individual investor's circumstances. Any views expressed are those of NTR and L&G as at the date of publication.

Legal & General Investment Management Ltd. Registered in England and Wales No. 02091894. Registered office: One Coleman Street, London EC2R 5AA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

In the European Economic Area, this document is issued by LGIM Managers (Europe) Limited, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland as a UCITS management company (pursuant to European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations, 2011 (as amended) and as an alternative investment fund manager (pursuant to the European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013 (as amended)). LGIM Managers (Europe) Limited's registered office is at 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin, 2, Ireland and it is registered with the Irish Companies Registration Office under company no. 609677.



Rosheen McGuckian

Chief Executive Officer, NTR



Bill Hughes

Global Head of Private Markets, L&G - Asset Management

SUMMARY

The energy transition is a large-scale, long-term transformation, comparable in scope to the industrial revolution.

It involves a shift from dependence on fossil fuels to a future powered by electricity.

Clear tipping points in the transition are becoming visible, driven by rising electricity demand, and supported by falling costs of renewable energy sources.

There is a growing emphasis on building more resilient energy systems.

Powering the future through electrification

The global shift away from fossil fuels as a primary energy source has been underway for several years. At the same time, signs are mounting that energy demand continues to rise. With electrification at the heart of these two dynamics, where do we stand today? And what challenges lie ahead? Tikehau Capital's Pierre Abadie and Lindee Wong discuss these questions.

By our editorial team

How is global energy demand evolving?

'The global energy system is evolving from a fossil-fuel-dependent infrastructure stock towards electricity-powered, lower-carbon alternatives. This shift represents one of the largest capital reallocation exercises in modern history: 2015 marked the final year when global fossil fuel investments exceeded clean energy investments. The International Energy Agency (IEA) expects clean energy investments to reach \$ 2.2

trillion in 2025, twice as much as investments in the legacy energy system.¹

With this shift in infrastructure flow, electricity's share of global final energy consumption has grown gradually to 21%, whereas fossil fuel consumption has plateaued by 2017.² All new energy demand is now being met by electricity. Globally, electricity demand rose by 4.3% in 2024, outpacing both GDP growth (3.2%) and overall energy demand (2.2%)³. This acceleration is driven by long-term systemic factors such as increased cooling needs due to climate change, the rapid expansion of digital infrastructure (like data centres), and the electrification of transport, particularly the uptake of electric vehicles (EVs).³ In China, this transformation is even more advanced, with electrification reaching 28% in 2024,⁴ underpinned by strategic objectives to reduce dependence on imported fossil fuels, enhance long-term industrial competitiveness and achieve emission reductions.⁵

Why is increasing electrification so important for the energy transition?

'Electrification is an essential foundation for the future energy system, as it is a means to provide energy services such as heating, cooling and transportation in an affordable, secure and sustainable way.

Electrified solutions often provide energy services at a lower cost over their lifetime compared to their fossil fuel counterparts.^{6,7} This is due to a combination of cost reductions in electric technologies such as EVs and heat pumps, their higher energy efficiency compared to legacy fossil-fuel-based technologies, and significant declines in the cost of producing electricity from renewables.

Beyond cost, electrification is key for energy security reducing dependence on fossil fuel imports. The European Union currently imports 90% of its natural gas and 95% of its oil,⁸ exposing it to geopolitical and market risks. Transitioning energy demand to electricity together with renewables-based electricity helps economies manage these risks and become more resilient.'

What role do data centres play in electricity consumption?

'Data centres are an increasingly significant driver of electricity demand, representing 1.5% of global electricity consumption in 2024⁹. The IEA's base case projects this

FIGURE 1: FOSSIL FUEL FINAL ENERGY CONSUMPTION HAS PLATEAUED AND ELECTRICITY IS MEETING NEW ENERGY DEMAND²



Source: Tikehau Capital analysis based on IEA, World Energy Balances Highlights 2024

figure could double to 3% by 2030.¹⁰ While this figure may seem modest, the clustering of data centres poses challenges to electricity grids in certain locations. Data centres are notably concentrated in the United States: they account for 25% of electricity demand in Virginia, and over 10% of demand in five other states. They are also concentrated in Ireland, with data centres accounting for 20% of the country's electricity demand.¹⁰ The considerable power consumption of these facilities can strain local grids, resulting in issues such as grid congestion and connection delays. Addressing the challenge will require investments in grid infrastructure, integration of renewable energy sources, and enhanced energy efficiency.⁷

How will this increased electricity demand be met?

'This demand is largely being met by new zero-carbon generation capacity. In 2024, renewable sources and nuclear power accounted for 80% of the growth in global electricity generation, jointly making up 40% of total electricity production.³ The expansion of solar is associated with a 90% decline in cost between 2010 and 2022, meaning that utility-scale solar is now the least expensive form of electricity generation in most markets.'¹¹

What are the next steps for advancing the energy transition?

'Investments in clean energy are now double those in fossil fuels, marking a pivotal shift. However, fully moving away from a fossil-fuel-based system built over the past 200 years will take decades. It will require a

skilled workforce for electrification, retrofitting, and infrastructure projects, as well as access to critical minerals like copper and lithium. Overcoming labour shortages and mineral supply issues is crucial for faster progress. Meanwhile, adaptation measures are needed to build climate resilience, with global warming reaching 1.5°C.¹² ■

- 1 IEA, *World Energy Investment 2025*
- 2 Tikehau Capital analysis based on IEA, *World Energy Balances Highlights 2024*
- 3 IEA, *Global Energy Review 2025*
- 4 IEA, *Electricity 2025*
- 5 The State Council Information Office of the People's Republic of China 2024, *China's energy transition*
- 6 Cambridge Econometrics, *Modelling the socioeconomic impacts of zero carbon housing in Europe*, February 2023
- 7 IEA, *Global EV Outlook 2025*
- 8 Eurostat, *Energy imports dependency*, July 2025
- 9 Tikehau Capital analysis based on IEA, *World Energy Outlook 2024*
- 10 IEA, *Energy and AI*, April 2025
- 11 United Nations. *Seizing the moment of opportunity: Supercharging the new energy era of renewables, efficiency, and electrification*, July 2025
- 12 World Meteorological Organization, *Global climate predictions show temperatures expected to remain at or near record levels in coming 5 years*, May 2025

Disclaimer

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



Pierre Abadie

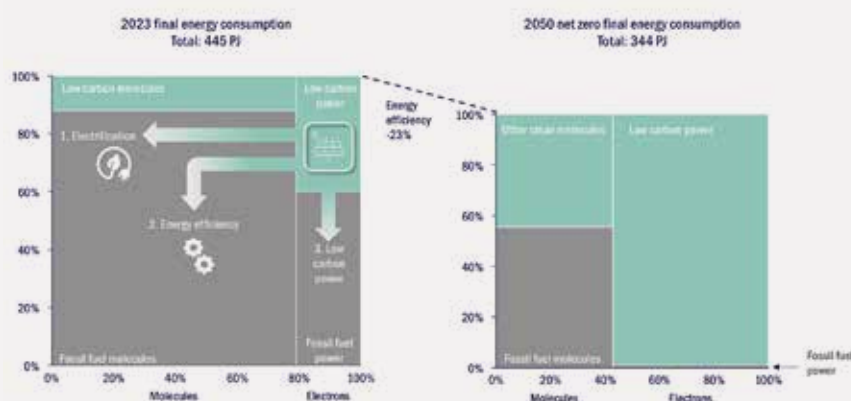
Climate Director and
Co-Head of the Private Equity
Decarbonisation Strategy,
Tikehau Capital



Lindee Wong

Director of Climate and
Biodiversity, Tikehau Capital

FIGURE 2: ELECTRIFICATION ENHANCES ENERGY EFFICIENCY AND ENABLES THE INTEGRATION OF ZERO-EMISSIONS ENERGY SOURCES⁹



Source: Tikehau Capital analysis based on IEA, *World Energy Outlook 2024*

SUMMARY

The energy transition is a large-scale, long-term transformation, comparable in scope to the industrial revolution.

It involves a shift from dependence on fossil fuels to a future powered by electricity.

Clear tipping points in the transition are becoming visible, driven by rising electricity demand, and supported by falling costs of renewable energy sources.

There is a growing emphasis on building more resilient energy systems.

Wie impact wil, moet durven investeren in onzekerheid

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Groene infrastructuur wint snel terrein als beleggings-categorie. Het is tastbaar, schaalbaar en rijk aan potentie. Tijdens een paneldiscussie gingen experts in op de vraag hoe beleggers hiermee niet alleen financieel rendement kunnen realiseren, maar ook maatschappelijke impact – juist nu de energietransitie om versnelling vraagt.

Tijdens de afsluitende paneldiscussie op het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Green Infrastructure & Sustainable Real Estate' nemen Marco van der Geugten van MN, Sjoerd Berkhout van a.s.r. real assets investment partners en Tijmen Janssen van Ortec Finance plaats op het podium. Dagvoorzitter Vincent van Bijleveld van Finance Ideas schakelt al bij opening van het debat snel door naar de kernvraag: hoe maak je impact met investeringen in groene infrastructuur? Een pasklaar antwoord volgt niet direct. Wél ontstaat een prikkelend debat over kansen, valkuilen en noodzakelijke keuzes. Want dat er kansen zijn, is helder. Maar hoe weeg je rendement, duurzaamheid en systeemrisico's tegen elkaar af in een wereld waarin zelfs de 1,5 graad-doelstelling uit het zicht raakt? En hoe geef je als belegger richting aan een strategie die toekomstbestendig is én maatschappelijk waarde toevoegt?

Van niche naar bouwsteen

Groene infrastructuur is niet langer een randverschijnsel, maar sluit naadloos aan op megatrends als klimaatverandering, technologische vooruitgang en maatschappelijke verwachtingen. Dat maakt het tot een logische kernbouwsteen in steeds meer institutionele portefeuilles, zo blijkt volgens Berkhout en Van der Geugten uit de praktijk. De schaalbaarheid, de zichtbaarheid en het tastbare karakter van de onderliggende projecten maken groene infrastructuur bovendien aantrekkelijk voor bestuurders die hun duurzame ambities concreet willen invullen. Volgens Berkhout draait het om brede waardecreatie. 'We kijken naar infrastructuur vanuit megatrends als ESG, klimaatverandering en

digitalisering. Groene infrastructuur speelt daar een sleutelrol. Naast hernieuwbare energie kun je denken aan categorieën als nutsvoorzieningen, slimme meters, waterinfrastructuur en datacenters.'

Van der Geugten ziet dat met name wind- en zonne-energie volwassen zijn geworden: 'Zon en wind zijn stabiele sectoren geworden met voorspelbare rendementen. Daarnaast zie je opkomende domeinen zoals batterijtechnologie en EV-laadinfrastructuur, waar het risicoprofiel hoger ligt, maar waar óók de groeipotentie groter is.' De investeerbaarheid neemt daar volgens Van der Geugten toe. Maar om zulke kansen te verzilveren, moet je volgens hem het technologische en regelgevende ecosysteem goed begrijpen. Die aantrekkelijkheid is bovendien niet uitsluitend afhankelijk van stimulerend beleid, voegt Janssen daaraan toe. 'Zelfs zonder verdere beleidsmaatregelen zullen groene technologieën blijven groeien, simpelweg omdat ze kostenefficiënter zijn dan fossiele alternatieven.' Janssen geeft de dalende kosten van batterijen en de totale levensduur van elektrische voertuigen, oftewel EV's, als voorbeeld. 'Je ziet daardoor ook in markten zonder strakke wet- en regelgeving een duidelijke voorkeur ontstaan voor duurzaam.'

Impact begint bij additionaliteit

Toch is niet elke investering met een groen label automatisch impactvol. Vooral het begrip 'additionaliteit' blijkt in de paneldiscussie een terugkerend toetsingskader: voeg je als belegger daadwerkelijk iets toe, of koop je iets dat toch wel zou zijn gerealiseerd? Van der Geugten: 'De grootste impact maak je in de ontwikkelen bouwfase. Daar wordt kapitaal het hardst gemist. Toch kiezen pensioenfondsen vaak voor operationele assets met stabiele cashflows. Wij zien onszelf als kapitaalprovider: door bestaande assets te financieren, stellen we ontwikkelaars in staat nieuwe projecten op te starten. Zo ontstaat er alsnog een vliegwieleffect.' Berkhout deelt die visie, maar waarschuwt voor gemakzucht: 'Voor zon en wind is inmiddels voldoende kapitaal beschikbaar. De echte additionaliteit zit in technologieën die nog in ontwikkeling zijn. Daar is het risico hoger, maar de impact potentieel ook. Wie daar instapt, moet overtuigd zijn van de richting van de >



VOORZITTER

Vincent van Bijleveld

Managing Director, Global Real Estate Engagement Network (GREEN), Managing Consultant Sustainable Investing, Finance Ideas



Sjoerd Berkhout

Portfolio Manager, a.s.r. real assets investment partners



Marco van der Geugten

Senior Portfolio Manager Infrastructure, MN



Tijmen Janssen

Climate Risk Analyst, Ortec Finance

‘De echte additionaliteit zit in technologieën die nog in ontwikkeling zijn. Daar is het risico hoger, maar de impact potentieel ook.’

transitie en bereid zijn af te wijken van de gebaande paden.’

Janssen onderstreept dat overtuiging hierbij inderdaad een grote rol speelt: ‘Beleggers moeten geloven in de transitie. Wie dat doet, positioneert zijn portefeuille actief in opkomende sectoren, ook als die nog niet bewezen zijn. In Noord-Amerika zien we die bereidheid vaker dan in Europa. Daar stappen partijen al in bij technologieën als carbon capture of geavanceerde opslagoplossingen.’ Ook governance speelt een rol. Projecten die in een vroege fase gefinancierd worden, brengen immers niet alleen technologisch, maar ook juridisch-institutioneel meer risico met zich mee. ‘Daar moet je als belegger dus echt capabel voor zijn’, aldus Berkhout. ‘Maar dat maakt het tegelijkertijd ook het terrein waar je als institutionele partij het verschil kunt maken.’

Brown to green: reguliere strategie of extra impact?

Een prikkelende vraag uit de zaal leidt vervolgens een tussendebatje in over ‘brown to green’-transformaties. Is het verduurzamen van bestaande infrastructuur een impactvolle investering, of simpelweg een onderdeel van regulier ESG-beleid? Berkhout is daar duidelijk over: ‘Iedere subsector binnen infrastructuur moet bijdragen aan klimaatdoelen. Dat maakt decarbonisatie een vanzelfsprekend onderdeel van je reguliere strategie. Maar alleen als een fonds zich daar expliciet op

richt, kun je het ook als impact bestempelen.’ Van der Geugten bevestigt dat gespecialiseerde fondsmanagers zich hierop toeleggen, maar dat decarbonisatie ook bij bestaande infrastructuurinvesteringen moet worden toegepast. ‘In een wereld met strengere regelgeving en CO₂-beprijzing zal dit bovendien steeds belangrijker worden voor het behouden van waarde. Ook kan decarbonisatie onderdeel zijn van bredere energietransitiefondsen. Energie-opwekking vormt dan de stabiele basis, decarbonisatie het ambitieuze element.’

En wat als duurzaamheid vooral voortkomt uit marktwerking? Janssen plaatst die vraag centraal in zijn beschouwing over groene infrastructuur. ‘Groene infra levert impact op zich. Maar als vergroening het logische gevolg is van kostenoptimalisatie – en we verwachten dat deze trend zich zal doorzetten – dan is het op zichzelf een aantrekkelijke beleggingscategorie.’

Klimaatrisico’s vragen om robuuste modellering

Waar de risico-rendementsverhouding van groene infrastructuur relatief gunstig is, ligt dat anders bij de bijbehorende klimaatrisico’s. Die zijn complex, locatiegebonden en moeilijk kwantificeerbaar. Toch moeten beleggers hier volgens Janssen steeds explicieter mee omgaan. ‘Wij modelleren klimaatscenario’s top-down. Daarbij kijk je naar macro-economische impact en doorvertalingen naar sectoren en beleggingscategorieën. Zo identificeer je systemische risico’s, zoals gevoeligheid van energiesectoren voor fysieke klimaatrisico’s.’ Overstromingen in Taiwan vormen volgens Janssen een goed voorbeeld vanwege de hoge concentratie van chipproductie. ‘Zulke scenarioanalyses zijn dus nodig om stressbestendigheid in te bouwen.’ Fysieke risico’s zijn bij uitstek relevant voor infrastructuurprojecten, benadrukt ook Berkhout: ‘Het effect van klimaatverandering op bijvoorbeeld waterkrachtcentrales wordt vaak onderschat. Als neerslagpatronen veranderen, kan de opbrengst onvoorspelbaar worden. Zulke risico’s zijn nog lang niet altijd ingeprijsd.’

Modellen en dataleveranciers verschillen overigens sterk in hun uitkomsten. Daarom adviseren de debatdeelnemers unaniem een case-by-case benadering. ‘Betrek fondsmanagers bij de risico-

‘Zelfs zonder verdere beleidsmaatregelen zullen groene technologieën blijven groeien, simpelweg omdat ze kostenefficiënter zijn dan fossiele alternatieven.’

analyse die je zelf uitvoert, vanaf de selectiefase tot in de monitoring', voegt Berkhout toe. 'Bij elk project moet je kritisch kijken: hoe is klimaatweerbaarheid meegenomen in het ontwerp en hoe flexibel is de infrastructuur in veranderende omstandigheden?' Ook is het van belang om transparantie te eisen van ontwikkelaars en exploitanten, vult Van der Geugten aan. 'Zonder degelijke rapportage over klimaatrisico's blijft het gissen. Je moet als belegger de juiste vragen stellen én bereid zijn om op basis daarvan keuzes te maken.'

Meetlat en missie

Hoewel impact een centraal doel is, worstelen veel beleggers met de meetbaarheid ervan. Anders dan bij vastgoed ontbreekt in infrastructuur vaak een gestandaardiseerd kader. GRESB biedt een infrastructuurmodule, maar die is beperkt van opzet. Fondsvergelijking is daardoor lastig. Berkhout: 'Sommige fondsen gebruiken eigen methoden, al dan niet gebaseerd op frameworks als SBTi, het Science Based Targets initiative. Maar eenduidigheid ontbreekt. Wat wél helpt: kijken naar het aantal megawatt of gigawatt dat een project opwekt. Dat geeft in elk geval een directe indicatie van impact. Maar voor sociale en ecologische dimensies is meer verfijning nodig.'

Ook vanuit de zaal wordt actief geparticipeerd. Een deelnemer haalt het voorbeeld aan van green bonds: in theorie zouden die impact maken, maar zonder duidelijke intentie blijft het vaak bij labels. Toyota wordt als sprekend voorbeeld aangevoerd: daar werd jaren geleden 20% van de investeringen als groen gelabeld, zonder dat er daadwerkelijk iets extra's gebeurde. Zonder doelgerichte kapitaalinzet wordt er met andere woorden geen echte verandering in gang gezet. De toehoorder concludeert dan ook dat er zonder intentie nooit sprake kan zijn van echte impact.

Groene infrastructuur: niet of-of, maar én-én

Een opvallend slotakkoord van het panel is dat niemand de tegenstelling tussen rendement en impact onderschrijft. Integendeel: wie het goed aanpakt, hoeft geen concessies te doen. Van der Geugten: 'Hernieuwbare energie biedt een mooi profiel: de risico-rendementsverhouding is vergelijk-

'Zonder degelijke rapportage over klimaatrisico's blijft het gissen. Je moet als belegger de juiste vragen stellen én bereid zijn om op basis daarvan keuzes te maken.'

baar met core vastgoed, maar met iets meer rendement en veel meer maatschappelijke waarde. Het is dus niet langer een keuze tussen rendement of impact. Het is de kunst om beide te combineren.'

Berkhout ziet een verschuiving in mindset: 'Steeds meer beleggers willen niet alleen core-beleggingen, inflatiebescherming of diversificatie, maar ook impact. De uitdaging is om die elementen te verenigen binnen een heldere strategie. Dat vraagt niet alleen om andere beleggingscriteria, maar ook om andere gespreksvoering richting stakeholders en deelnemers.' Janssen wijst tot slot op de urgentie: 'Hoewel het 1,5°C-doel steeds moeilijker haalbaar lijkt, blijft investeren in groene infrastructuur aantrekkelijk. Zelfs zonder aanvullend beleid verwachten we groei in deze sector. Combineer je dat met impactvolle projecten, dan kun je zowel financieel rendement als maatschappelijke waarde realiseren – ook zonder verdere overheidsmaatregelen.'

Meer dan een modewoord

De discussie maakt onder meer duidelijk dat groene infrastructuur veel meer is dan een modegril. Het is een verzamelnaam voor kansen, dilemma's en verantwoordelijkheden. Investeren in hernieuwbare energie of slimme netten vraagt niet alleen om kapitaal, maar ook om visie, overtuiging en meetlatten die verder reiken dan rendement. Impact begint bij keuzes – en bij de bereidheid om vooruit te lopen, zelfs als het pad nog niet volledig is geplaveid. Of, zoals uit de discussie naar voren komt, liever een robuuste benadering dan een exacte inschatting die de plank mislaat. Groene infrastructuur biedt in een tijd van structurele verandering het fundament voor zowel financieel als maatschappelijk rendement – en de mogelijkheid om nú beslissingen te nemen die straks het verschil zullen maken. ■

IN HET KORT

Groene infrastructuur groeit van niche naar kernonderdeel van beleggingsportefeuilles.

Impact vraagt om additionaliteit, visie en durf om in onvolwassen technologieën te stappen.

'Brown to green'-projecten bieden impact mits ze expliciet zijn ingebed in strategie.

Klimaatrisico's zijn moeilijk te modelleren, maar cruciaal voor robuuste portefeuilles.

Standaarden voor impactmeting ontbreken; transparantie en maatwerk zijn essentieel.

Rendement en impact hoeven elkaar niet uit te sluiten: het kan én-én.

Impactbeleggen draait om daden, niet om definities

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



Private markten bieden vruchtbare grond voor impactbeleggers die verandering willen aanjagen, of het nu gaat om toegang tot zorg of het stimuleren van de energietransitie. In private equity en venture capital is de transparantie echter vaak beperkter dan op de beurs, wat de deur openzet naar impactwashing. De uitdagingen zijn groot, maar dat geldt ook voor de impact- en rendementskansen.

Impact investing heeft in private markten een flinke groei doorgemaakt. Institutionele beleggers zoeken steeds vaker naar manieren om tastbare maatschappelijke of ecologische waarde te creëren, terwijl ze tegelijkertijd een goed financieel rendement behalen. Maar wat maakt een investering écht impactvol? In welke private segmenten beleg je en in welke niet? Hoe pas je impact toe in private equity (PE) en venture capital (VC)? Hoe voorkom je dat het slechts bij goede bedoelingen blijft? En helpt de regelgeving, of werkt deze juist contraproductief?

Deze vragen kwamen aan de orde tijdens een rondetafelgesprek over impact in private markten, georganiseerd door Financial Investigator. Zes experts van institutionele beleggers en vermogensbeheerders bogen zich over definities, uitvoering, meetbaarheid, impactambities en uitdagingen. Karin Bouwmeester, ESG Lead Private Equity bij PGGM, trad op als vragensteller en discussieleider.

Alvast één conclusie: de deelnemers waren over de pijlers van impact investing redelijk eensgezind. Zij omschreven impact als een combinatie van intentie, meetbare maatschappelijke of ecologische verandering, geloofwaardige uitvoering, en financieel rendement. Maar ze gaven ook de waarschuwing om niet al te veel nadruk te leggen op definities, maar werk te maken van het behalen van daadwerkelijke impact.

Beleggers gebruiken termen als ESG-integratie, duurzaam beleggen en impactbeleggen door elkaar, met SFDR-artikel 9 vaak als synoniem voor impact. Hoe kijken jullie hiertegenaan?

Jennifer Signori: 'Wij maken een duidelijk onderscheid. ESG-integratie is voor ons de basis: financiële en materiële ESG-factoren zijn standaard onderdeel van de analyse. Duurzaam beleggen is thematischer, denk aan een focus op zorg of duurzame bosbouw. Impact investing heeft duidelijk een dubbel doel: impact én financieel rendement. Er is ook een verplichting om de impact te meten.'

Emanuel Eftimiu: 'Daar ben ik het volledig mee eens. Wij beschouwen ESG vooral als een instrument om neerwaarts risico te beperken. Duurzaam beleggen krijgt steeds meer vorm door de SFDR, met name de Artikelen 8 en 9. Dit betekent dat het vooral bezien wordt vanuit een regelgevend perspectief. Impactbeleggen gaat echter verder en draait om intentionaliteit en meetbare resultaten, maar moet ook samengaan met financieel rendement. Anders ga je richting filantropie.'

Ralph Engelchor: 'Ik denk dat we voorzichtig moeten zijn met labels. We hebben bijvoorbeeld gemerkt dat Artikel 8-strategieën in de praktijk impactvoller kunnen zijn dan sommige Artikel 9-fondsen. De classificatie zegt dus niet alles. Je moet als belegger je eigen analyse maken en zelf bepalen wat écht impactvol is.'

Alex Neve: 'De SFDR is vooral geschreven met liquide, publieke markten in gedachten. Artikel 9 is best lastig toepasbaar in private markten. Je krijgt niet altijd de benodigde data. Ik denk niet dat er een private market-fonds is dat echt aan Artikel 9 kan voldoen.'

Erik Jan van Bergen: 'Wil je vooroplopen, dan moet je accepteren dat je niet altijd alle impact kunt meten of vangen in definities of raamwerken. Tastbare resultaten voor onze leden zijn in die situaties belangrijker. Als het eruitziet als impact, werkt als impact, en aanvoelt als impact – dan is het dat waarschijnlijk ook.'

Andrew Carnwath: 'Impact investing gaat verder dan Artikel 9. Impact draait om >

Voorzitter:

Karin Bouwmeester,
PGGM

Deelnemers:

Erik Jan van Bergen,
Coöperatie VGZ
Andrew Carnwath,
Columbia Threadneedle Investments
Emanuel Eftimiu,
Amundi Alpha Associates
Ralph Engelchor,
Achmea Investment Management
Alex Neve,
Onafhankelijk Consultant & Interim Manager
Jennifer Signori,
Neuberger Berman



VOORZITTER

Karin Bouwmeester

Karin Bouwmeester is ESG and Sustainability Specialist in het private equity-team van PGGM en werkt al bijna 20 jaar in de financiële sector. Zij begon als Investment Officer Infrastructuurenergie bij de Nederlandse en Franse ontwikkelingsbanken, FMO en Proparco. Daarna was Bouwmeester ESG Specialist bij de private banking-divisie van ABN AMRO, met een focus op publieke markten.



**Erik Jan
van Bergen**

Erik Jan van Bergen is Directeur Health Impact Investeren bij Coöperatie VGZ, waar hij in 2020 in dienst trad. VGZ draagt via het investeren en ondersteunen van jonge bedrijven in de (Nederlandse) zorg bij aan de noodzakelijke innovatie in deze sector. Eerder werkte Van Bergen onder meer bij AXA IM, Actiam, Citigroup en ING Investment Management.



**Andrew
Carnwath**

Andrew Carnwath is sinds 2004 actief in de financiële dienstverlening en heeft bijna twintig jaar ervaring in private equity. Hij is hoofdbeheerder van verschillende commanditaire vennootschapsfondsen en Plaatsvervangend Manager van CT Private Equity Trust PLC, een op de Londense effectenbeurs genoteerd investment trust. Carnwath is register-accountant, CFA Charterholder en afgestudeerd aan de University of Edinburgh.



**Emanuel
Eftimiu**

Emanuel Eftimiu houdt als Head of ESG & Impact bij Amundi Alpha Associates toezicht op alle ESG-gerelateerde zaken binnen de private equity-, private debt- en infrastructuur fund-of-funds en -mandaten. Daarnaast is hij verantwoordelijk voor het impact due diligence- en beoordelingskader voor de private equity-impactstrategie. Eftimiu sloot zich in november 2011 aan bij het team vanuit de Britse financiële uitgeverij Incisive Media.

doelbewustheid, additionaliteit en vooral meetbaarheid. Wat ESG betreft, denk ik dat we op het punt zijn beland dat elke private equity-manager dit in zijn beleggingsbeleid moet meenemen. Dat is onderdeel van hun fiduciare plicht, het is het absolute minimum.'

Hoe belangrijk vinden jullie additionaliteit bij impact investing?

Neve: 'Niet heel relevant. Veel klanten, vooral in Nederland, zien additionaliteit echter als een essentiële toets. Ze willen weten: zou deze impact ook zijn gerealiseerd zonder onze investering? Maar op publieke markten ben je één van de vele beleggers en heb je weinig invloed. In private markten heb je meer invloed en is je kans op additionaliteit groter, maar blijft die lastig te bewijzen.'

Carnwath: 'Wij vinden het zeker belangrijk: additionaliteit zou onderdeel moeten uitmaken van de totale impactbeoordeling. Je kunt het opsplitsen in twee niveaus: additionaliteit op bedrijfsniveau en additionaliteit op investeerdersniveau. Op bedrijfsniveau: doet dit bedrijf iets unieks? Levert het producten of diensten die echte verandering teweegbrengen? Op investeerdersniveau: wat voegen wij toe, bijvoorbeeld met engagement en impactmetingen, wat anderen niet doen? In een strikte interpretatie is additionaliteit op investeerdersniveau lastig hard te maken, zeker als je ook streeft naar een marktconform rendement. Als jij niet investeert, doet iemand anders het immers wel. Ben je bereid genoeg te nemen met wat minder rendement, dan ben je sneller additioneel bezig. Je kunt dan daar investeren waar anderen het nalaten.'



**Ralph
Engelchor**

Ralph Engelchor is sinds juli 2024 Impactportfoliomanager bij Achmea Investment Management met een focus op private equity, waaronder venture capital, private debt en infrastructuur. Zijn thematische aandachtsgebieden zijn klimaat, gezondheid en kansengelijkheid. Engelchor begon zijn carrière als Beleggingsadviseur bij ABN AMRO en werkte vervolgens 11 jaar als Portefeuillemanager bij Kempens Capital Management, waarvan de laatste 5 jaar bij Kempens Global Impact Pool.



**Alex
Neve**

Alex Neve is een onafhankelijk consultant die zich richt op business development van alternatieve strategieën (hedge funds, alternative credits, bosbouw, insurance linked, impact PE en RE) voor institutionele partijen. Zijn bedrijf Hyferion Asset Management werd 21 jaar geleden opgericht om hedge fund-strategieën te promoten en ontwikkelen. Neve werkte eerder bij onder meer APG Asset Management, Univest Company, Robeco, ING en ABN AMRO Asset Management.



**Jennifer
Signori**

Jennifer Signori is Managing Director en Hoofd Private Markets Sustainable Investments bij Neuberger Berman, waar ze sinds 2017 werkzaam is. Ze is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en het beheren van private equity impact investing-strategieën en is senior lid van het private equity investment-team. Eerder was ze Director bij Bridges Fund Management en werkte ze bij J.P. Morgan in investment banking.

'In private markten heb je meer invloed en is je kans op additionaliteit groter, maar blijft die lastig te bewijzen.'

Van Bergen: ‘Ons gaat het met name om echte impact in de leefwereld van onze vier miljoen leden. We zijn agnostisch over de bron van additionaliteit – bedrijf of belegger – zolang het resultaat onze leden maar ten goede komt. Impactbeleggen moet aansluiten bij de waarden en behoeften van je achterban, niet alleen bij regelgeving of theoretische kaders.’

Engelchor: ‘Wij benaderen additionaliteit vanuit het perspectief van investeerders-contributie: als je als investeerder de juiste dingen doet, bijvoorbeeld door een bedrijf te helpen zich voor te bereiden op vervolginvesteringen en op te schalen, dan kan dat een zeer positief effect hebben op toekomstige impact- en financieel rendement. Een sterke additionaliteit gaat goed samen met marktconforme rendementen.’

Eftimiou: ‘In onze rol als multi-manager selecteren we fondsbeheerders. Wat is dan onze additionaliteit? Voor mij ligt die vooral in het versterken van de impact-aanpak van onze GP's. Wij vergelijken hun impactstrategieën en hun processen en kunnen daardoor constructieve feedback leveren, waarbij we aangeven waar er ruimte is voor verbetering.’

Signori: ‘Wij zijn met name gericht op additionaliteit op bedrijfsniveau. We zoeken marktleiders, bedrijven met een concurrentievoordeel, die echt onderscheidend zijn. Dat gaat vaak ook hand in hand met hun potentieel voor een positief financieel rendement. Voor wat additionaliteit als investeerder betreft: als LP in honderden fondsen geven we stevast aan wat wij qua impact belangrijk vinden.’

In Nederland beginnen steeds meer institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, met impactbeleggen. Waar moeten ze op letten?

Van Bergen: ‘Voor ons begon het met de vraag: wat willen onze leden? Wij kozen voor drie impactthema's die passen bij ons DNA: zorg, biodiversiteit en energietransitie. Daarbij is het belangrijk dat je durft te kiezen. Je kunt niet op alle thema's of SDG's focussen. Blijf ook kijken naar je hele portefeuille. We hebben uiteindelijk 10% van ons vermogen gealloceerd naar wat wij 'high impact' noemen, maar de

‘Ben je bereid genoeg te nemen met wat minder rendement, dan ben je sneller additioneel bezig. Je kunt dan daar investeren waar anderen het nalaten.’

andere 90% telt natuurlijk ook mee. Ook daar kun je stappen zetten, via bijvoorbeeld positieve inclusie, engagement of uitsluitingen.’

Carnwath: ‘Een goede impactstrategie bouw je op drie fundamenten: welk rendement wil je? Op welk thema wil je impact hebben? En hoe ga je meten wat het oplevert? Die drie bepalen samen de effectiviteit van je aanpak.’

Engelchor: ‘Het begint met het stellen van doelen. Daarbij is het cruciaal om ook goed naar de markt te kijken: kun je de doelen bereiken met de bestaande investeringsmogelijkheden? Ten slotte is er de implementatie. Hoe wil je impact in je portefeuille toepassen? Sommige fondsen proberen impact te integreren binnen bestaande asset allocaties, maar die aanpak mist mogelijk de flexibiliteit die nodig is voor het realiseren van de eigen impactdoelstellingen. Een categorie als landbouwgrond speelt niet altijd een rol binnen een asset allocatie, maar kan zeer effectief zijn bij het realiseren van impactdoelstellingen voor biodiversiteit. Een alternatief is om op basis van impactdoelen een aparte allocatie te creëren.’

Neve: ‘Veel Nederlandse pensioenfondsen willen meer doen met impact, maar hebben geen allocatie naar private equity. En laat dat nu net zijn waar de meeste impactkansen zitten, zeker in VC en infrastructuur. Hoe moeten ze daarmee omgaan? Waar past het in de allocatie? Is er een goedgekeurde investeringscase voor? Dat is ook een vereiste van de toezichthouder.’

>

Pensioenfondsen hebben een fiduciaire plicht. Hoe verhoudt die zich tot de ambitie om maatschappelijke en ecologische impact te realiseren?

Eftimiu: 'Onze impactbeleggingen moeten altijd in lijn zijn met het leveren van voor risico-gecorrigeerde rendementen. Steeds meer studies tonen aan dat je met impactbeleggen marktconforme of zelfs bovengemiddelde rendementen kunt behalen, vooral in bepaalde groeisectoren binnen thematisch impactbeleggen, zoals hernieuwbare energie, duurzame landbouw, gezondheidstechnologie en fintech. Impactbeleggen is daarmee volledig verenigbaar met de fiduciaire plicht.'

Engelchor: 'Fiduciaire verantwoordelijkheid gaat verder dan alleen risico en rendement. Het omvat ook niet-financiële uitkomsten. Als je kunt achterhalen wat jouw deelnemers belangrijk vinden, naast financieel rendement, en je kunt die waarden koppelen aan hun beleggingsportefeuille, dan is dat een perfect voorbeeld van hoe fiduciaire plicht en impactbeleggen heel mooi op elkaar aansluiten.'

Kunnen lagere rendementen of hogere risico's acceptabel zijn in ruil voor hoge impact?

Signori: 'Dat ligt lastig bij onze klanten. Een aantal is soms bereid meer verondersteld risico te accepteren, maar dan wél met het vooruitzicht op een hoger rendement. Bijvoorbeeld bij nieuwe strategieën van ervaren teams, of in opkomende markten. Maar lagere rendementen accepteren in ruil voor impact? Nee, dat zien we zelden.'

Eftimiu: 'We bouwen portefeuilles afgestemd op de doelen van de klant, inclusief hoeveel milieu- of sociale impact

ze willen bereiken. Binnen dat kader behouden we een goede risico-rendementsverhouding. We accepteren geen lagere rendementen in ruil voor impact. Onze impactstrategie richt zich op technologische oplossingen in West-Europa en Noord-Amerika die klimaatverandering en maatschappelijke problemen aanpakken. Venture capital speelt daarbij een belangrijke rol. We mijden opkomende markten overigens niet vanwege een lager impactpotentieel, maar meer omdat governance, lokale regelgeving en valutarisico's daar doorgaans minder voorspelbaar zijn.'

Neve: 'Ik zie bij Nederlandse fondsen die in bijvoorbeeld betaalbare woningen investeren dat lagere rendementen onvermijdelijk zijn. Ook als je via duurzame landbouw of bosbouw in biodiversiteit wilt investeren, moet je bereid zijn om rendement in te leveren. Grondprijzen hier in Nederland zijn veel hoger dan in bijvoorbeeld de VS of Australië. De oplossing zit in spreiding. Neem zo'n investering op in een bredere allocatie met exposure naar hogere rendementen in bijvoorbeeld de VS of Azië. Maar impact kost soms rendement.'

Carnwath: 'En dat is prima, zolang het een bewuste keuze is.'

Welke uitdagingen komen institutionele beleggers tegen bij de implementatie van PE- of VC-impactstrategieën?

Engelchor: 'Onze klanten, vooral pensioenfondsen, werken met strak afgebakende portefeuilles: beperkt in kosten, regio en risico. Dat strookt niet altijd met waar impactkansen liggen. Je hebt flexibiliteit en overleg nodig om dat te overbruggen. Een voorbeeld: de meeste pensioenfondsen die in private equity beleggen, richten zich op buy-outs. Daar zijn best impactkansen, maar in groei- en venturesegmenten liggen er veel meer. Het toegankelijk maken van deze categorieën vraagt om duidelijke kaders, afstemming en tijd. Hetzelfde geldt geografisch: opkomende markten bieden grote impactpotentie, maar pensioenfondsen zijn daar terughoudend, vooral vanwege risico en rendement, en minder vanwege impact.'

'Impactbeleggen moet aansluiten bij de waarden en behoeften van je achterban, niet alleen bij regelgeving of theoretische kaders.'

Carnwath: ‘Een punt dat vaak vergeten wordt, is de concurrentie van niet-impactspelers. Bedrijven die maatschappelijke behoeften bedienen en sterke groeikansen hebben, zijn aantrekkelijk voor iedereen. In het mid-marketsegment zien bedrijven zichzelf echter zelden als impactbedrijf. Ze zoeken daarom vaak kapitaal bij sector-specialisten, niet bij impactfondsen. Dat maakt het voor impactbeleggers moeilijk om toegang te krijgen tot zulke deals. Daarom werken en investeren wij samen met sector- en regiopartners. Zij brengen kennis van de sector aan tafel, wij brengen de impact-skills: meting, evaluatie en sturing.’

Van Bergen: ‘Voor ons waren er twee grote uitdagingen. Ten eerste: neem je impactbeleggen op in een aparte ‘bucket’, of integreer je ze in elk mandaat? Ten tweede: de kennis moet breder gedragen worden. Niet alleen bij de initiatiefnemers, maar in alle geledingen van de organisatie, ook bij risicobeheer en compliance. Dat vergt tijd en een goede planning.’

Venture capital is, net als opkomende markten, een segment waar pensioenfondsen terughoudend zijn. Waarom zouden ze VC toch moeten overwegen?

Van Bergen: ‘Ik zeg niet dat elke institutionele partij VC moet opnemen in de portefeuille, maar voor ons was het logisch. VGZ heeft veel kennis van de zorgsector: 1.700 collega’s, vier miljoen leden. We kunnen jonge zorgbedrijven helpen met hun innovaties. Niet alleen financieel, maar juist ook met inhoudelijke ondersteuning. Zo creëren we waarde voor onze leden, op langere termijn, zowel financieel als maatschappelijk. In andere sectoren, zoals energie of biodiversiteit, hebben we die operationele expertise niet, en dan stappen we ook niet in VC. Maar als je VC slim inzet, kun je impact en rendement combineren.’

Neve: ‘Precies. Het moet aansluiten bij wat je deelnemers belangrijk vinden. Die afstemming met de achterban is cruciaal.’

Engelchor: ‘Pensioenfondsen willen vaak meer doen in private equity buy-out, maar die markt is nog relatief klein en in

‘Er is veel potentieel in small- en midcapbedrijven. Via co-investeringen kunnen beleggers bedrijven individueel beoordelen.’

ontwikkeling. Je moet dat ecosysteem mee helpen opbouwen. VC is daarbij essentieel. Het biedt veelbelovende kansen en helpt om een markt te creëren waarin je later opgeschaalde, minder risicovolle PE-investeringen kunt doen.’

Carnwath: ‘Klopt. Als we een duurzaam impact-ecosysteem willen, moeten we de hele keten financieren. Nu gaat het meeste geld naar grote buy-outs, terwijl er maar zo’n 300 van zulke deals per jaar plaatsvinden in Europa en Noord-Amerika, en slechts een klein deel betekenisvolle impact oplevert. In het mid-marketsegment zijn er echter jaarlijks 8.500 deals, die veelal wel impactvol zijn. Slechts een fractie van het kapitaal stroomt echter naar kleinere fondsen. Dat moet anders. Die fondsen investeren in de kampioenen van morgen én voeden uiteindelijk de grote fondsen. Als dat niet gebeurt, raakt het hele impactbeleggingsuniversum uit balans.’

Signori: ‘Er is inderdaad veel potentieel in small- en midcapbedrijven. Via co-investeringen kunnen beleggers bedrijven individueel beoordelen, zonder het ‘blind pool’-risico van een fonds te lopen. Ook waarderen we dat kleinere bedrijven vaak meerdere exit-mogelijkheden hebben, zoals andere financiële kopers, strategische overnames, buy-and-build, enzovoort. Dat is in deze markt, met druk op exits en liquiditeit, echt een voordeel.’

Carnwath: ‘Wij investeren niet in VC. Ook omdat de impactrisico’s daar hoger liggen. Een startup kan bijvoorbeeld beginnen aan een zorgoplossing, maar onderweg het verdienmodel compleet bijsturen. Als minderheidsinvesteerder kun je dat nauwelijks beïnvloeden. De impact kan enorm zijn, maar de uitkomst is minder voorspelbaar dan bij een volwassen bedrijf met een bewezen verdienmodel. Hetzelfde geldt voor bedrijven die in een transitie >

zitten, bijvoorbeeld van olie en gas naar hernieuwbare energie. Grote impact is mogelijk, maar als de omstandigheden onderweg veranderen, kan dit leiden tot een mismatch tussen rendement en beoogde impact. De resultaten kunnen dan afwijken van de verwachtingen. Dat vraagt om een andere aanpak. Wij gaan die risico's niet aan, maar het is wel degelijk een legitieme strategie.'

We hebben het gehad over implementatie, laten we het nu hebben over het meten van impact. Hoe pakken jullie dat aan?

Signori: 'We bouwen voort op bestaande marktstandaarden zoals de SDG's en de Impact Management Project-raamwerken. Die gebruiken we tijdens de due diligence, de monitoring én de rapportage. We richten ons op een paar kern-KPI's die relevant zijn voor het specifieke bedrijf. Dat verschilt per sector: impact in onderwijs of zorg vraagt om andere meetmodellen dan klimaat of natuurbewoud. We koppelen KPI's aan meetbare uitkomsten, via een 'theory of change' en indien mogelijk onderbouwd met academisch onderzoek. We combineren kwantitatieve en kwalitatieve informatie tot een geheel dat voor beleggers begrijpelijk is.'

Eftimiu: 'We hebben een intern software-systeem ontwikkeld dat is afgestemd op internationaal erkende standaarden zoals de SDG's en IRIS+, om systematisch KPI's te verzamelen van onderliggende fondsen en co-investeringen, doorgaans op kwartaal- of jaarbasis. Als multi-manager hebben we geen directe toegang tot bedrijven zelf en elke fondsbeheerder rapporteert gegevens op een andere manier. Onze grootste uitdaging was daarom het opzetten van een gestandaardiseerd verzamel- en meetsysteem dat ons niet alleen in staat stelt de impact in onze portefeuille nauwkeurig te volgen, maar ook zorgt voor consistente en transparante rapportage aan onze beleggers.'

Carnwath: 'Onze aanpak is anders. Wij helpen het management van bedrijven om de KPI's zelf te ontwikkelen. Zo krijgen we echte betrokkenheid op bestuursniveau. Die KPI's worden dan in de dagelijkse bedrijfsvoering toegepast om rendement en tastbare impact te behalen. Omdat wij in een beperkt aantal bedrijven investeren, kunnen we dit proces intensief begeleiden. Dit zorgt ervoor dat impactdenken onderdeel wordt van het DNA van het bedrijf, ook ná ons vertrek.'

Van Bergen: 'Dat is precies het punt: je moet bedrijven laten inzien dat het geen kostenpost is, maar een investering in de bedrijfsvoering. En als een bedrijf bij een kapitaalronde of exit kan aantonen dat ze goed over impact rapporteren, maakt dat ze aantrekkelijker.'

Carnwath: 'Veel van deze bedrijven zijn opgericht met een maatschappelijk doel, maar hebben nog niet nagedacht over hoe je dat meet. Als je ze daarbij helpt, versnelt dat hun groei én vergroot je inderdaad de exitwaarde.'

Van Bergen: 'Je moet bedrijven daarbij niet overbelasten. Veel jonge bedrijven hebben kleine teams en hebben geen tijd voor zeven verschillende rapportages voor zeven investeerders. Daarom zijn we in Nederland met enkele institutionele partijen bezig met een standaard voor de zorgsector, zodat bedrijven uniform kunnen rapporteren en geen onnodige bureaucratie ervaren.'

Jullie benadrukken het belang van maatwerk en een sectorspecifieke benadering, maar tegelijkertijd willen veel beleggers impact ook benchmarken. Is dat mogelijk?

Eftimiu: 'Ja, maar in beperkte mate. We maken onderscheid tussen primaire en secundaire KPI's, waarbij de primaire doorgaans vrij concreet en nauw gerelateerd zijn aan de SDG's, zoals de beperking van CO₂-uitstoot. Dat maakt het gemakkelijker om ze over meerdere fondsen heen te vergelijken. Echter, omdat elke sector en elke investering een eigen context heeft, is het lastig om impact universeel te benchmarken. We gebruiken benchmarking vooral intern om te beoordelen hoe onze managers presteren

'Omdat elke sector en investering een eigen context heeft, is het lastig om impact universeel te benchmarken.'

op specifieke KPI's en impactdoelstellingen. Zo kunnen we best practices en verbeterpunten identificeren.'

Neve: 'Waarom zou je willen benchmarken? De enige benchmark die ertoe doet, is een performance benchmark voor het rendement. Wanneer een bedrijf doet wat is afgesproken: aantoonbare impact leveren, geen significante schade veroorzaken (de 'do no significant harm'-test van SFDR 9) en binnen de beleidskaders vallen, wat is dan nog de toegevoegde waarde van een impact benchmark?'

Hoe meet je dat rendement dan?

Neve: 'Met een gewone marktbenchmark. Pensioenfondsen kunnen wereldwijd beleggen, dus je vergelijkt met de bredere markt. Private markt benchmarks bestaan wel, maar zijn vaak beperkt. Uiteindelijk gaat het mij hierom: doet een fonds wat het belooft?'

Van Bergen: 'In nieuwe markten zijn benchmarks zelden beschikbaar. Je begint met fondsvergelijkingen binnen dezelfde sector of strategie. Gaandeweg ontstaat er een situatie van meer data en referentie. Wij meten daarom vooral tegen onze eigen verwachtingen en kopiëren best practices waar mogelijk. Benchmarking om het benchmarken heeft geen zin, het moet dienen om te leren en te verbeteren.'

Neve: 'Precies. Best practices delen is nuttig, maar dat is iets anders dan benchmarken. Impact is vaak contextafhankelijk. Wat werkt voor het ene bedrijf, is irrelevant voor het andere.'

Engelchor: 'Peer review kan wel waardevol zijn, bijvoorbeeld binnen hernieuwbare energie. Dan wil je weten: hoeveel impact krijg ik per geïnvesteerde euro? Dat proberen we te achterhalen op GP-niveau, door portefeuilles te vergelijken.'

Van Bergen: 'CO₂ is een goed voorbeeld waarop we inmiddels goed kunnen vergelijken. Daarop kun je goed benchmarken. Daartoe hebben we tien jaar geleden met andere Nederlandse instellingen het Partnership for Carbon Accounting Financials, het PCAF, opgezet. Maar op sociaal vlak? Daar zijn we nog lang niet.'

'We kijken naar de effectiviteit van een fondsbeheerder binnen zijn markt. Het doel is om beter geïnformeerde keuzes te maken voor toekomstige allocaties.'

Neve: 'En dan is de vraag: wat doe je met de uitkomst? Ga je niet meer investeren in een bedrijf dat volgens je benchmark 'minder' impact maakt? Impact is zelden zwart-wit.'

Engelchor: 'Wij vergelijken op GP-niveau, niet per project of bedrijf. We kijken naar de effectiviteit van een fondsbeheerder binnen zijn markt. Het doel is om beter geïnformeerde keuzes te maken voor toekomstige allocaties.'

Carnwath: 'Dat onderschrijf ik volledig. Het is echter eerder kunst dan wetenschap. Je kunt alleen zinvol vergelijken tussen managers met dezelfde strategie, vintage en regio. Impact is ook persoonlijk; iedereen heeft zo zijn eigen impactvoorkeuren. Beoordeel managers daarom uiteindelijk op wat ze beloofden te doen versus wat ze daadwerkelijk hebben gedaan.'

Signori: 'Echte benchmarking binnen dit segment ligt nog ver weg. Belangrijk is nu meer transparantie over aannames en berekeningen. Dat is wat mij betreft de volgende stap waar LP's en GP's mee bezig zijn. Er zijn zoveel verschillende bedrijfstypes, modellen en groeistadia dat één uniforme aanpak een flinke uitdaging kan zijn. Wel kun je binnen private equity in alle transparantie toewerken naar praktische richtlijnen: wat is 'best practice' in de praktijk, wat academisch gezien de 'gouden standaard' zou zijn.'

We zijn het erover eens dat meetbare impact essentieel is. Zou de vergoeding van fondsbeheerders, de carry, aan behaalde impact gekoppeld moeten worden?

Signori: 'Wij vinden het geen vereiste. Eerst moeten de basisvoorwaarden kloppen: het vermogen om rendement te leveren, een bewezen trackrecord en een geloofwaardige aanpak. Anders dreigt het >

een afleidende vorm van window dressing te worden. We staan open voor impact-linked carry als een manager het echt ambitieus en goed onderbouwd hanteert. Maar zonder rendement zal impact-financiering niet kunnen blijven groeien – daar begint het mee.’

Van Bergen: ‘Wij pakken het iets anders aan. In de publieke markten zijn we een aantal jaren geleden begonnen met duurzaamheidsafhankelijke prestatie-vergoedingen voor externe managers. We beoordelen dat zelf op basis van een scorecard, met elk kwartaal een gesprek en een jaarlijkse uitbetaling. Dit helpt enorm om ESG ‘top of mind’ te houden bij managers. In private markten ligt het iets anders, maar wij zijn zeker voorstander van impact-linked carry. Vooral omdat je daar vaak 10 tot 15 jaar vastzit. Dan is het belangrijk om vooraf duidelijke afspraken te maken.’

Neve: ‘Bij grote buy-outs zou het eigenlijk vanzelfsprekend moeten zijn om duurzame KPI's te integreren. Dat is gewoon goed ondernemingsbestuur. Bij VC en kleinere groeibedrijven ligt dat anders. Daar is het moeilijker te structureren, zeker in de beginfase. Daarom moet je het echt afstemmen op het type belegging.’

Laten we afsluiten met een blik op de toekomst. Wat zijn de belangrijkste knelpunten en kansen?

Carnwath: ‘Het grootste risico is dat het kapitaal niet overal doordringt, vooral niet bij kleinere en jonge bedrijven. Juist daar zit de voedingsbodem voor latere impact. Grote beleggers moeten lef tonen en helpen het impact-ecosysteem op te bouwen, bijvoorbeeld door grotere bedragen te investeren in kleinere fondsen en op te treden als hoeksteeninvesteerder. De exit-mogelijkheden zijn er. De kansen zijn enorm. Impactbedrijven bieden vaak betere, goedkopere en schonere oplossingen. Ze profiteren van wereldwijde megatrends en hebben de wind in de rug. Dat zien we terug in de rendementen: onze impactportefeuille presteert momenteel beter dan onze reguliere beleggingen.’

Eftimiu: ‘Kapitaalallocatie blijft een van de belangrijkste bottlenecks. In Nederland

hebben jullie geluk met institutionele beleggers die significant kapitaal toewijzen aan impact. In andere regio's is er nog veel scepsis, vaak door het ontbreken van een universele definitie van impact.’

Engelchor: ‘De sector moet nu vooral bewijzen dat hij kan leveren: marktconforme rendementen én impact. Alleen dan blijven beleggers vertrouwen houden. Eén grote misser kan het draagvlak aantasten, ook in Nederland.’

Signori: ‘Wat ik erg positief vind, is dat er zoveel onderlinge samenwerking is in de beleggingsindustrie. Iedereen wil dat de ander erin slaagt om impactbeleggen te laten groeien. Negatieve krantenkoppen kunnen de hele industrie afremmen.’

Neve: ‘Ik zie veel kansen. In Europa groeit bijvoorbeeld de markt voor duurzame energie erg hard. Veel bedrijven zijn uit de VC-fase en hebben groeikapitaal nodig. De waarderingen zijn nog aantrekkelijk en de seculaire trends – AI, blockchain, energieonafhankelijkheid – zijn sterk. Vergeet ook Afrika niet: daar liggen enorme groeikansen aan de sociale kant van impact.’

Van Bergen: ‘We moeten impactbeleggen niet alleen kunnen en willen uitleggen aan toezichthouders, maar ook aan onze kinderen. Impact investing raakt grote maatschappelijke thema's: gezondheid, klimaat, polarisatie, energiezekerheid. Wij praten vaak in technische termen, maar we vergeten soms het bredere verhaal – het waarom.’

Eftimiu: ‘Misschien moeten we de boodschap inderdaad emotioneler maken. De urgentie is er: hittegolven, droogtes en sociale ongelijkheid zorgen toenemend voor problemen. Tegelijkertijd horen we dat de PE-allocaties bij beleggers ‘vol’ zijn, waardoor impact investing soms niet de prioriteit krijgt die het verdient.’

Signori: ‘Overal ter wereld zie je extreme weersomstandigheden. Het is geen toekomstverhaal meer, het gebeurt nu.’ ■

IN HET KORT

Door de lange horizon en directe invloed van institutionele beleggers zijn private markten ideaal om maatschappelijke en ecologische verandering te realiseren.

Impact vereist maatwerk, vaak per sector. Eén uniforme standaard voor impactbeleggen is erg lastig te bereiken. Het gaat bovendien niet om harde definities, maar om tastbare impact.

Zonder duidelijke KPI's en transparante verantwoording verliest impactbeleggen aan geloofwaardigheid.

Institutionele beleggers tonen een groeiende impactambitie, maar ze worstelen met de vertaling naar allocatie en uitvoering.

Veel impactfondsen laten zien dat maatschappelijk resultaat en marktconform rendement hand in hand kunnen gaan.

Venture capital speelt een sleutelrol in het bouwen van een gezond impact-ecosysteem in private markten.

Is een duurzame goed gediversifieerde aandelenportefeuille mogelijk?

Column van CFA Society Netherlands

Variance en Black-Litterman.

In een tijd waarin duurzaamheidskeuzes en transparantie volop ter discussie staan, heroverwegen beleggers hun strategieën, zoals uitsluitingen of engagement. Steeds vaker kiezen beleggers ook voor inclusie: portefeuilles met uitsluitend duurzame bedrijven.

Tijdens het CFA Society Netherlands seminar 'Redefining Diversification in the ESG Era' op 3 juli presenteerde Mathijs van Dijk, Professor Financial Markets aan de Rotterdam School of Management, zijn onderzoek¹ naar diversificatie van aandelenportefeuilles en ESG-integratie. Drie sprekers belichtten dit onderwerp elk vanuit hun eigen perspectief, onder leiding van dagvoorzitter Jeroen Roskam van Achmea Investment Management.



Door **Mark Voermans**, Lead Portfolio Manager Aandelen bij Achmea Investment Management en Lid van de Commissie Quantitative van CFA Society Netherlands, en **Ita Demyttenaere**, Director Sustainable & Transition Solutions bij BlackRock en Lid van de Commissie Verantwoord Beleggen van CFA Society Netherlands

Mathijs toonde aan dat 30-40 aandelen, zoals traditionele theorieën voorstellen, onvoldoende zijn voor een goed gediversifieerde aandelenportefeuille.² Afhankelijk van de selectiemethode zijn er minimaal 100-250 nodig. Diversificatie gaat echter verder dan alleen het beperken van volatiliteit. Mathijs introduceerde een minder bekende, maar minstens zo relevante risicodimensie van geconcentreerde portefeuilles: FOMO ('Fear of Missing Out'). Slechts een klein deel van alle aandelen draagt bij aan het totale rendement op wereldwijde aandelenmarkten.³ Zo heeft Apple maar liefst 3,8% van alle waardecreatie van duizenden aandelen over de afgelopen 40 jaar voor z'n rekening genomen. NVIDIA is een prominent recent voorbeeld van het potentiële belang van een enkel bedrijf. Geconcentreerde portefeuilles lopen meer risico's deze bedrijven te missen. Dit FOMO-risico is nog steeds aanzienlijk bij portefeuilles die enkele honderden aandelen bevatten.

Het onderzoek laat ook zien dat het rendement van een portefeuille verbetert wanneer voor geavanceerdere wegingstechnieken wordt gekozen, die risico en correlatie van aandelen integreren, zoals Minimum

Marcel Jeucken van SustFin plaatste de concentratie in een bredere context. Hij betoogde dat een geconcentreerde portefeuille juist kansen biedt: beter ESG-beheer, minder reputatierisico's en geloofwaardig 'stewardship'. Maar dat vraagt wel om een duidelijke visie, passende governance en een lange adem. 'Van transactie-gedreven naar relationeel beleggen,' vat hij samen.

Anne Kock van Pensioenfonds PGB onderstreepte dat brede spreiding en duurzaamheid goed samengaan. PGB kiest bewust voor een beleggingsaanpak waarbij duurzaamheid de enige drijfveer van actieve beslissingen is, met een enhanced index-benadering met uitsluitingen en tilts naar duurzaamheidsthema's. Deze aanpak sluit het beste aan bij de diversiteit van voorkeuren van de deelnemers van het pensioenfonds.

De drie sprekers concludeerden dat er geen one-size-fits-all-aanpak bestaat. Wie kiest voor concentratie, moet zich bewust zijn van de bijbehorende risico's. 'Know what you own' klinkt aantrekkelijk, maar reputatierisico's worden niet uitgesloten en zijn mogelijk schadelijker wanneer men belooft ze te vermijden. Kiezen voor brede spreiding vereist zorgvuldige reflectie op geschikte en passende manieren om duurzaamheidsdoelstellingen via ESG-integratie een plek te geven, en op welke benchmark wordt gebruikt om de performance te meten.

Concentratie is geen zonde, maar ook niet zaligmakend, volgens de sprekers. De vraag blijft wat het beste past bij de financiële en duurzaamheidsvoorkeuren van de deelnemers. Het seminar gaf een interessante blik op het spanningsveld tussen focus en spreiding. ■

¹ 'FOMO in equity markets? Concentration risk in sustainable investing', June 2025, Andreas Brøgger, Joren Koëter and Mathijs van Dijk, Rotterdam School of Management, Erasmus University. Onderzoek in opdracht van CFA Society Netherlands. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5302515>

² Zvi Bodie, Alex Kane, and Alan J. Marcus (BKM), 2023, Investments, 13th international student edition, McGraw-Hill, p. 203 – update of Statman (1987 JFQA): NYSE backtest 2008-2017

³ Bessembinder (2018) & Bessembinder et al. (2023) show most stocks underperform risk-free rate + equity premium stems from just 2-4% of stocks!

Impactbeleggen met private equity onder de Wtp

Impactbeleggen staat steeds vaker op de agenda van Nederlandse pensioenfondsen. Daarbij wordt private equity regelmatig genoemd als instrument om maatschappelijke impact te combineren met een aantrekkelijk financieel rendement. Actief eigenaarschap in ondernemingen biedt bovendien mogelijkheden om hier nog gericht op te sturen. Over deze ontwikkeling en de verwachte effecten van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) sprak Financial Investigator met Ralph Engelchor, Coen van de Laar en Mark Leeijen van Achmea Investment Management.

Door Esther Waal

Wat is de rol van private equity in het nieuwe pensioenstelsel?

Mark Leeijen: 'Private equity is een beleggingscategorie met een hoog rendementspotentieel. Het is daarmee een waardevolle toevoeging aan de rendementsportefeuille. Binnen het nieuwe pensioencontract ligt de nadruk meer op absoluut rendement, waardoor private equity extra relevant wordt. Vooral voor jongere deelnemers, die een lange beleggingshorizon hebben, is private equity bijzonder geschikt. Daarnaast biedt de asset class de mogelijkheid om invulling te geven aan hun voorkeur voor duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord beleggen.'

Ondanks het illiquide karakter van private equity zien wij mogelijkheden voor een extra allocatie naar deze beleggingscategorie binnen het nieuwe pensioencontract. De beleggingscategorie past vooral goed bij de collectieve portefeuille van de solidaire premieregeling, de SPR. Maar ook de FPR, de flexibele premieregeling, biedt ruimte om private equity op te nemen in de rendementsportefeuille, mits er rekening wordt gehouden met de illiquiditeit.

Impactbeleggen via private equity wordt steeds volwassen. Er zijn steeds meer gespecialiseerde managers en fondsen beschikbaar, waardoor het aantrekkelijker wordt voor pensioenfondsen om hierin te investeren.'

Wordt impactbeleggen belangrijker onder de Wtp?

Coen van de Laar: 'Onder de Wtp geldt een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Om de risicohouding van de deelnemers te bepalen vragen pensioenfondsen de risicopreferentie uit. Wij zien dat pensioenfondsen dit moment aangrijpen om ook de duurzaamheidsvoorkeuren onder deelnemers uit te vragen. Bovendien worden transparantie en communicatie onder de Wtp nog belangrijker. Dit zorgt ervoor dat deelnemers zich bewuster worden van de bedrijven waarin ze beleggen. Hierdoor ontstaat vaak de wens bij deelnemers om met hun pensioengeld niet alleen een goed financieel rendement te halen, maar daarnaast ook een positieve bijdrage te leveren aan een duurzame wereld.'

Wat zijn de impactmogelijkheden van private equity?

Ralph Engelchor: 'Private equity leent zich bijzonder goed voor het maken van positieve impact dankzij het actieve eigenaarschap en de langetermijnfocus. Pensioenfondsen kunnen bedrijven via gespecialiseerde managers strategisch sturen op thema's zoals verduurzaming, sociale inclusie en technologische innovatie.'

Het ruime beleggingsuniversum van private equity maakt het mogelijk om in verschillende fases van bedrijfsontwikkeling impact te realiseren, van start-ups tot volwassen bedrijven.

Er is een breed scala aan impactthema's toegankelijk, waaronder gezondheid, klimaat, voedselzekerheid en circulaire economie (zie Figuur 1). De groei van impactfondsen vergroot de investeringsmogelijkheden aanzienlijk. Dit zorgt ervoor dat met private equity steeds beter een goed gespreide impactportefeuille kan worden opgebouwd.'

Zijn financieel en maatschappelijk rendement te combineren?

Engelchor: 'Financieel en maatschappelijk rendement zijn goed te combineren, maar dit vereist een zorgvuldige aanpak. Private equity-impactfondsen hanteren vaak dezelfde hoge absolute rendements-

doelstellingen als reguliere private equity. Ook wij handhaven voor private equity-impactbeleggingen onze langetermijn-verwachtingen van 3% excessrendement ten opzichte van beursgenoteerde aandelen.

Durfkapitaal (venture capital), groei-kapitaal en buy-outs zijn private equity-categorieën die zich goed lenen voor impactbeleggen. Impactmogelijkheden in de categorie durfkapitaal zijn vaak te kenmerken als zeer innovatief en risicovol. Over het algemeen gaat de voorkeur van pensioenfondsen uit naar groeikapitaal en buy-outs. Die bieden een relatief stabiel risicoprofiel en goede mogelijkheden voor impactrealisatie. Thema's zoals gezondheid en duurzame energie zijn vanuit risico-rendementsoogpunt interessant vanwege hun volwassen markten en sterke commerciële modellen. Succesvolle impact-beleggingen vragen om duidelijke afspraken over doelstellingen, transparante impact-meting en een goede spreiding over fondsen, regio's en jaargangen.

Hoe mitigeer je risico's en wat zijn praktische aandachtspunten voor pensioenfondsen?

Van de Laar: 'Spreiding over fondsen, regio's, sectoren en vintages is essentieel om waarderings- en concentratierisico's te beperken. Verder is een zorgvuldig selectie-proces van fondsmanagers cruciaal. Er moet aandacht zijn voor ervaring, impactstrategie en transparantie, zeker in een markt met beperkte historische data. Heldere afspraken over impactdoelstellingen, monitoring en

evaluatie zorgen voor verantwoording en maken het mogelijk om de balans tussen rendement en impact te bewaken.'

Engelchor: 'Beleggen in private equity onder de Wtp brengt een aantal praktische aandachtspunten met zich mee. Zo gaan illiquide beleggingen gepaard met hogere kosten. Pensioenfondsen moeten kritisch afwegen of de verwachte meerwaarde opweegt tegen deze kosten. Wij zien dat pensioenfondsen steeds vaker bereid zijn om iets hogere kosten te maken en private equity meenemen in het beschikbare beleggingsuniversum vanwege de wens om impact te maken en vanwege het rendementspotentieel. Open-end fondsen en co-investeringen kunnen daarbij kosten-efficiënte alternatieven bieden.'

Leeijen: 'Inzicht op cohortniveau is belangrijk om de ruimte voor illiquide beleggingen zoals private equity te bepalen. Bij een jong deelnemersbestand is de beleggingshorizon van het pensioenfonds lang. Dit biedt veel mogelijkheden voor private equity. Tot slot is het bewaken van illiquiditeit binnen de Wtp belangrijk. Binnen de FPR is een liquide buffer essentieel om dagelijkse transacties en uitkeringen soepel te kunnen uitvoeren zonder gedwongen verkoop van illiquide beleggingen.' ■

Disclaimer

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



Ralph Engelchor

Impactportfoliomanager,
Achmea Investment
Management



Coen van de Laar

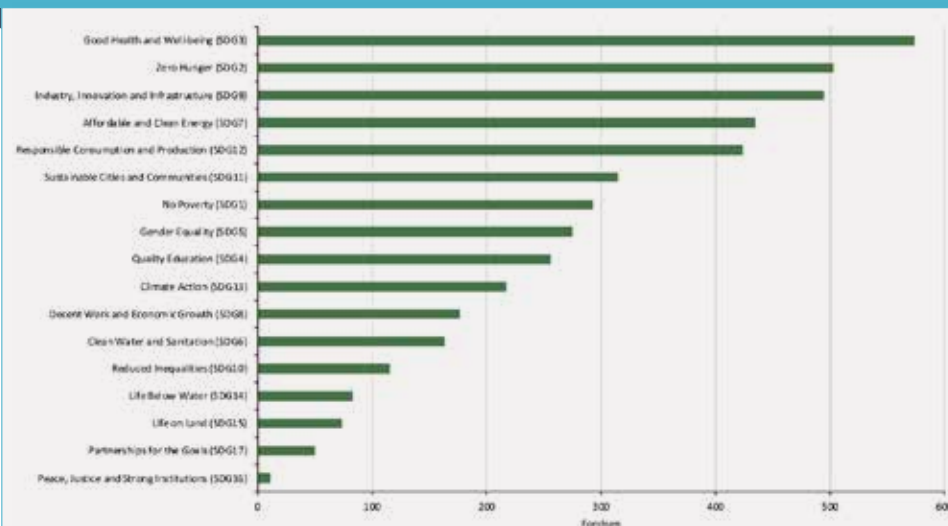
Senior Investment Strategist,
Achmea Investment
Management



Mark Leeijen

Senior Fiduciair Adviseur,
Achmea Investment
Management

FIGUUR 1: POPULARITEIT VAN PE IMPACTFONDSEN GERANGSCHIKT NAAR SDG'S



Bron: Phenix, Achmea IM, opmerking: impactfondsen richten zich vaak op meerdere thema's

IN HET KORT

Onder de Wtp ligt de nadruk meer op absoluut rendement, waardoor private equity extra relevant wordt, met name voor jongeren.

De groei van goed-gemanageerde impact-fondsen vergroot de investeringsmogelijkheden.

Spreiding over fondsen, regio's, sectoren en vintages is essentieel om waarderings- en concentratierisico's te beperken.

Lower mid-market: resilient growth, long-term returns

In today's private equity market, the lower mid-market is gaining traction among institutional investors. Financial Investigator sat down with Christian Mankiewicz from Federated Hermes Private Equity to explore why.

By Esther Waal

What makes the lower mid-market currently attractive?

'The lower mid-market offers a compelling opportunity for institutional investors seeking resilient, growth-oriented opportunities, especially in today's environment of restrictive monetary policy. Unlike large-cap buyouts, which often rely heavily on leverage, smaller companies – with enterprise values of less than \$ 250 million or those raising their first institutional capital – typically generate returns through operational improvements, professionalisation, and targeted M&A. These growth levers are more resilient in volatile macro conditions, which matters given the economic landscape of the last five years has seen shocks and challenges, from Covid-19 to recent tariff tensions. In such conditions, growth-driven strategies – without excessive debt – make companies more adaptable and less exposed to shifts in monetary policy.

Moreover, the fundraising landscape has bifurcated: while mega-funds continue to attract capital, small buyout funds have seen a significant decline. This capital scarcity creates a favourable supply-demand dynamic for co-investors who can access high-quality deal flow. We have reviewed over 800 deals in the past 12 months, underscoring the depth of opportunity in this segment. This is not a new focus for us. We are currently raising the sixth vintage of our global co-investment fund.

As uncertainty persists, the lower mid-market stands out as a strategic fit for

investors looking for long-term, sustainable returns.'

To what extent are 'next generation' managers able to provide access to smaller, high-potential companies?

'Next-gen GPs play a vital role in accessing high-potential, under-the-radar companies in the lower mid-market. These managers are often spin-outs from established firms, bringing deep sector expertise and entrepreneurial drive. Their leaner structures and hands-on approach allow them to source proprietary deals and engage closely with portfolio companies, reducing risk and enhancing value creation.

Several factors underpin this outperformance potential:

- High motivation: without legacy track records, next-gen GPs must outperform to survive and build credibility.
- Alignment: many invest significant personal capital, ensuring strong 'skin-in-the-game.'
- Hands-on involvement: their proximity to portfolio companies enables faster interventions and better governance.
- Agility: smaller teams and flatter decision-making structures allow for rapid responses to market dynamics.

We've built a global platform to identify and support these managers. Many of our best risk-adjusted investments come from this segment. In a market dominated by mega-funds, backing next-gen GPs offers differentiated access, strong alignment, and a pathway to long-term alpha.'

What are the risks?

'The lower mid-market is not without risks. Smaller companies may face operational fragility and limited access to capital and resources. Next-gen GPs, while often highly motivated, may lack institutional infrastructure or track records. However, these risks are manageable, and with the right approach, they can create a compelling alpha opportunity.

We mitigate risk through rigorous due diligence and active portfolio management. We track managers over time, validate individual performance from prior teams, and leverage our broad industry network for referencing. Investors in the lower mid-market must dig to uncover a strong and verifiable track record. Being able to

lean on a strong industry network to reference new GPs is key to sustainable success in next-gen manager investing.

Our platform enables us to evaluate hundreds of deals annually, allowing for high selectivity and strong alignment. We also construct portfolios to mitigate manager-specific risks – not only through geographic and sector diversification, but also by consciously diversifying across thematic growth trends.

This thematic lens is especially relevant in the next-gen space, where managers are often highly specialised and forward-looking. In addition, managers operating in the lower mid-market often need to adopt a more ‘hands on’ approach when supporting smaller, often founder-led businesses through their growth journey. Investors should assess a manager’s sector expertise as well as their value-creation abilities, ranging from leadership upgrades to process improvements and strategic repositioning. The best managers bring proven growth-oriented playbooks, deep talent networks and a disciplined approach to strategic planning and exits.’

How should investors interpret the role of Distributions to Paid-In in today’s private equity portfolio construction?

‘DPI is a critical metric in today’s private equity landscape, especially amid a challenging exit environment. With exit rates at their lowest in over 30 years, DPI provides a tangible measure of realised returns and liquidity. It reflects a manager’s ability to return capital to investors – an increasingly important consideration as fundraising cycles lengthen and holding periods extend.

Research shows that the Total Value to Paid-In, TVPI, tends to plateau around years 9–10 and often declines after year 12. This means that unrealised value can persist on paper, but actual returns may deteriorate over time. As a result, TVPI in older funds is not necessarily a reliable indicator of final performance.

Our in-house secondaries team plays a key role in unlocking liquidity, helping us maintain one of the industry’s leading DPI ratios and ensuring capital is returned to investors in a timely and disciplined manner.

In portfolio construction, DPI complements TVPI and IRR by grounding performance in realised outcomes and supporting reinvestment and fundraising cycles.’

How does investing in smaller companies contribute to exit optionality and liquidity?

‘Smaller companies offer unique exit optionality due to their strategic appeal to a wide range of buyers. Unlike large-cap assets, which often rely on financial sponsors or IPOs for exits, lower mid-market companies can attract interest from corporates, family offices, and regional players seeking growth through acquisition. This broad buyer universe enhances liquidity potential.

We can see this in historical performance data, where smaller funds typically outperform larger funds on DPI. In our own portfolio, next-gen GPs, in particular, have consistently generated DPI faster than more established managers. This is driven by their high alignment on crystallising performance, with many of them having significant personal capital invested. We believe this alignment is a key driver of outperformance in the next-gen segment.

Additionally, smaller companies are more adaptable, allowing for tailored exit strategies, whether through trade sales, secondary buyouts, or structured liquidity solutions. Our integrated secondaries capability enables us to unlock liquidity in mature assets, even when traditional exit markets are constrained.

Exit optionality is further supported by the value creation strategies employed in the lower mid-market. Professionalisation, digital transformation, and targeted M&A can significantly enhance a company’s attractiveness to buyers. In today’s environment, where the valuation gap between buyers and sellers remains wide, having flexible exit pathways is essential.’ ■

Disclaimer

The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested. This is a marketing communication. The views and opinions contained herein are as of the date indicated above, are those of author(s) noted above, and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications, strategies or products. These views are as of the date indicated above and are subject to change based on market conditions and other factors. This article is not intended to provide and should not be relied on for accounting, legal or tax advice, or investment recommendations. This document has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. This document is published solely for informational purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities, related financial instruments or advisory services. Issued and approved by HFMI, which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered address: 7/8 Upper Mount Street, Dublin 2, Ireland, D02 FT59.



Christian Mankiewicz

Principal and Head of Portfolio Management, Federated Hermes Private Equity

SUMMARY

Lower mid-market companies rely on growth, not excessive leverage, making them resilient in volatile conditions.

Capital scarcity creates attractive supply-demand dynamics for investors.

Next-gen GPs offer specialised expertise, strong alignment, and a hands-on approach that enhances value creation.

Key risks include operational fragility and limited track records, mitigated by rigorous due diligence and diversification.

DPI is vital in today’s exit environment, with smaller companies offering greater exit optionality and faster realisations.

Impactbeleggen: zo gaan financieel en duurzaam rendement hand in hand

Bij impactbeleggen draait het om intentionaliteit, meetbaarheid, het vermijden van negatieve neveneffecten en een marktconform rendement. Mies Ligtenberg en Ko van Nieuwenhuijzen vertellen hoe a.s.r. vermogensbeheer de vertaalslag maakt van thema's als biodiversiteit naar belegbare thema's met meetbare impact en waarom additionaliteit ook een belangrijk criterium is bij impactbeleggen.

Door Michiel Pekelharing

Wat verstaan jullie onder impactbeleggen, en hoe kaderen jullie dat binnen a.s.r.?

Mies Ligtenberg: 'Wij sluiten aan bij de definitie van het Global Impact Investing Network, oftewel impactbeleggen is beleggen met de intentie om positieve en meetbare effecten op mens, maatschappij en milieu te hebben. Bij a.s.r. richten we ons duurzaam beleggingsbeleid op drie pijlers. De eerste is 'reduce harm' en gaat over uitsluiting van schadelijke activiteiten. Daarnaast willen we met ons stemgedrag en via een dialoog met bedrijven verandering in gang zetten. Deze tweede pijler noemen we 'drive change'. De derde pijler heet 'create positive impact'. Dat is het domein van impact investing. Bij deze beleggingen werken we met criteria als intentionaliteit, meetbaarheid, het vermijden van negatieve neveneffecten en marktconform rendement.

Wat we daar steeds nadrukkelijker bij noemen is het concept additionaliteit, wat eigenlijk een verfijning is van intentionaliteit. Het gaat niet alleen om de intentie, maar ook om de specifieke bijdrage die wij als belegger leveren aan het realiseren van impact.

Additionaliteit betekent dat er door onze investering iets gebeurt wat anders niet had plaatsgevonden. Die bijdrage kan financieel zijn, bijvoorbeeld omdat wij bereid zijn meer risico te nemen, te investeren in onderbediende regio's of thema's, of kapitaal te verstrekken aan start-ups, maar het kan ook niet-financieel zijn, bijvoorbeeld door onze actieve betrokkenheid of engagement met bedrijven. Als er geen sprake is van additionaliteit vanuit de investeerder, lever je als het ware alleen kapitaal. Dit kan wel impactdoelstellingen ondersteunen. Daarom kunnen die beleggingen gezien worden als 'impact-aligned'. Je kunt onderscheid maken tussen 'impact generating'-investeringen en 'impact aligned'-investeringen. De eerste creëren daadwerkelijk nieuwe impact, terwijl de tweede de bestaande impactdoelstellingen ondersteunen. Bij a.s.r. hebben we beide typen in portefeuille. Dat geldt voor zowel private als publieke markten.

Hoe vertalen jullie brede thema's als 'biodiversiteit' naar concrete beleggingskeuzes?

Ligtenberg: 'Begrippen als biodiversiteit en natuurlijke hulpbronnen klinken vrij abstract. We proberen die thema's heel concreet te maken door focusgebieden per thema te formuleren en te kijken naar activiteiten of projecten die daar direct aan bijdragen. Denk bijvoorbeeld aan waterzuivering, duurzame voedselketens, circulariteit, duurzaam bosbeheer – dat soort zaken. Zo maken we het tastbaar. Dus een belegging binnen dat thema moet zich bijvoorbeeld bezighouden met technologieën om water te zuiveren, voedselverspilling tegen te gaan of regeneratief landgebruik mogelijk te maken. Op die manier proberen we het brede concept van biodiversiteit op te knippen in belegbare thema's met meetbare impact.'

Kunnen jullie een concreet voorbeeld geven van zo'n belegging met impact?

Ko van Nieuwenhuijzen: 'Zeker. We hebben bijvoorbeeld geïnvesteerd in een Nederlands bedrijf dat zich richt op land-based aquacultuur, oftewel vissen kweken op land in gesloten watersystemen. Dat bedrijf gebruikt duurzame energiebronnen zoals wind en zon, filtert en hergebruikt water, en voorkomt de negatieve effecten van traditionele visserij zoals overbevissing, ziektes en antibiotica-gebruik. Het is in essentie een technologiebedrijf dat een duurzame manier van viskweek mogelijk

'We willen geen opgepoetste claims, maar tastbare en controleerbare resultaten.'

maakt, en zo kan bijdragen aan de voedselvoorziening zonder schade aan ecosystemen. Zo'n investering ondersteunt impactdoelstellingen als 'leven onder water', en kan ook een aantrekkelijk financieel rendement genereren als het bedrijf opschaaft en winstgevend wordt.'

Hoe gaan jullie om met greenwashing of impact washing in de sector?

Van Nieuwenhuijzen: 'Dat blijft een belangrijk aandachtspunt. Kijk, artikel 9 van de SFDR is bedoeld voor impactfondsen. Maar je ziet dat er nog steeds fondsen zijn die deze status claimen zonder echt aan de inhoudelijke eisen te voldoen. Sommige fondsen zetten gewoon een mooi label op hun strategie. Als je dan kijkt naar wat er daadwerkelijk in zit, kun je je afvragen of dat werkelijk impact is. Voor het ASR Wereldwijd Impact Aandelen Fonds doen wij de selectie van de (impact)aandelen, de portefeuilleconstructie en het beheer bewust met een eigen team. Wij kruipen in de bedrijven zelf, lezen de duurzaamheidsverslagen, halen daar de relevante impactdata uit en toetsen dat binnen ons eigen framework. Dat wordt vervolgens gecontroleerd door een onafhankelijk performance measurement-team en ons ESG-comité. Zo weten we zeker dat wat wij impact noemen, wat ons betreft ook echt impact is.'

Binnen het ASR Wereldwijd Impact Aandelen Fonds bestaat 10% van de portefeuille uit impact-genererende beleggingen. Dat zijn bedrijven waarbij ons kapitaal de kans op positieve impact mogelijk maakt. Maar ook de meer gevestigde bedrijven, ondersteunen we via impact aligned-beleggingen. Beide zijn waardevol – zolang je maar goed weet wat je doet, en waarom. Jaarlijks meten we drie zaken die rechtstreeks uit de duurzaamheidsverslagen komen: de output, de outcome en de impact. Als een bedrijf bijvoorbeeld windmolens plaatst, is dat de output. De

geproduceerde groene stroom is de outcome en de vermeden CO₂-uitstoot is de impact. Dat proces wordt gecontroleerd door ons performance measurement-team en goedgekeurd door ons ESG-comité. Zo houden we het zuiver. We willen geen opgepoetste claims, maar tastbare en controleerbare resultaten. Dat is ook belangrijk voor klanten die willen weten waar ze nu echt in investeren.'

Ligtenberg: 'Voor labelled bonds maken we wel gebruik van een externe impact bond dataleverancier en voor private equity en private debt werken we samen met externe managers om tot de juiste meetbare data te komen.'

Wat zijn jullie concrete doelstellingen op impactgebied en hoe ver zijn jullie daarmee?

Ligtenberg: 'We hebben sinds juni vorig jaar een nieuwe impactdoelstelling. In 2027 moet minimaal 10% van het totaal beheerde vermogen van a.s.r. gealloceerd zijn naar impact. Het gaat dan om zo'n € 10 miljard. Momenteel zitten we op 8,7% per Q1 en in Q2 is het percentage gelijk gebleven, dus we liggen op koers maar we zijn er nog niet. Daarbij hebben we twee subdoelen. Niet meer dan de helft van die 10% mag uit labelled bonds bestaan – dus green, social of sustainable bonds – en minimaal € 2 miljard moet naar sociale impact gaan. Daarbij kun je denken aan thema's als gezondheid, welzijn en mensenrechten. Het doel is ambitieus, maar haalbaar. En het dwingt ons ook om in alle asset classes impact te blijven maken, niet alleen op de makkelijkste plekken.'

Hoe kijken jullie naar de recente anti-ESG beweging en politieke kritiek?

Ligtenberg: 'De wind is inderdaad aan het draaien rondom ESG, maar wat wij doen is geen modieuze keuze. Wij investeren in maatschappelijke transitie. Klimaat, biodiversiteit, gezondheid, en mensenrechten zijn geen kortetermijntrends, dat zijn fundamentele ontwikkelingen die bepalend zijn voor de toekomst. En dus ook voor langetermijnrendement. Bedrijven hebben betrouwbare energie en toegang tot water nodig. Samenlevingen hebben goede gezondheidszorg nodig. Dat verandert niet door politieke sentimenten. Onze overtuiging is dat als langetermijnbelegger je juist nú koers moet houden.' ■



Mies Ligtenberg

Impact Lead,
a.s.r. vermogensbeheer



Ko van Nieuwenhuijzen

Senior Portfoliomanager Equities,
Portefeuillebeheerder
a.s.r. Wereldwijd Impact
Aandelenfonds

IN HET KORT

Meetbare impact is essentieel: a.s.r. investeert alleen als de positieve bijdrage aan mens of milieu concreet en controleerbaar is.

Investeringen moeten passen binnen de focusgebieden klimaatverandering & energietransitie, biodiversiteit & natuurlijke hulpbronnen, gezondheid & welzijn en mensenrechten.

Langetermijnaanpak: met een geconcentreerde aandelenportefeuille van 30 bedrijven stuurt het ASR Wereldwijd Impact Aandelen Fonds actief op duurzame waarde en structurele verandering.



Van beleid naar bewijs

Al sinds 2006 beoordeelt de VBDO in hoeverre Nederlandse pensioenfondsen maatschappelijk verantwoord beleggen. De ‘VBDO Benchmark Verantwoord Beleggen door Pensioenfondsen’ is inmiddels een begrip in de pensioenwereld. Toch vonden de onderzoekers het tijd om de beoordelingsmethode aan te passen. Financial Investigator sprak hierover met Project Manager Sara Heinsbroek.

Door Esther Waal

Waarom publiceren jullie een benchmark voor pensioenfondsen?

‘De Nederlandse pensioensector is relatief duurzaam vergeleken met de rest van de wereld. Toch valt er nog enorm veel te winnen, bijvoorbeeld als het gaat om actief aandeelhouderschap en samenwerking met NGO’s. Door de fondsen met elkaar te vergelijken, pushen we ze iedere keer weer om zichzelf te verbeteren en iets beter hun best te doen dan hun peers om hoger op de lijst te komen.’

Heeft de benchmark zichtbaar effect op de sector?

‘Zonder twijfel. Dat krijgen we ook regelmatig terug vanuit de sector. We zien niet alleen dat de prestaties jaarlijks verbeteren, maar ook dat organisaties het benchmarkonderzoek gebruiken als leidraad om sterke punten en verbeterpunten te identificeren. Ook dwingt de vragenlijst bestuurders, duurzaamheids- en beleggingsexperts om op een andere manier met elkaar in gesprek te gaan. Het onderzoek is dus een belangrijk middel dat de sector kan gebruiken om zich verder te blijven ontwikkelen.’

Waarom hebben jullie de benchmark herzien?

‘Juist omdat de sector zich doorontwikkelt, zijn periodieke updates nodig die ervoor zorgen dat duurzaam beleggen voldoende gestimuleerd wordt en dat het onderzoek uitdagend blijft. Er zijn in het laatste decennium grote stappen gezet en daarmee groeide ook de vraag om pensioenfondsen en verzekeraars verder aan te jagen.’

‘Dialogen met bedrijven en overheden kunnen ambitieuzer, zowel qua inhoud als qua druk die uitgeoefend wordt bij onvoldoende voortgang.’

‘De focus is verschoven van zo duurzaam mogelijk beleggen naar het realiseren van duurzaamheid.’

Ook constateerden we dat er steeds duurzamer wordt belegd, maar dat de wereld om ons heen maar mondjesmaat verduurzaamt. De focus is daarom verschoven van zo duurzaam mogelijk beleggen naar het realiseren van duurzaamheid. Verder ligt er meer nadruk op het ‘know your portfolio’-principe: weet wat je doet, waarom en hoe.

De herziening heeft plaatsgevonden in overleg met de sector. Er is bijvoorbeeld meer ruimte gemaakt voor de focus-thema's van de verschillende partijen ten aanzien van duurzaamheid. Dit stond al een tijdje zowel op onze wensenlijst, als op die van pensioenfondsen en verzekeraars.

Hoe viel deze verandering bij de fondsen?

‘Bij grote veranderingen is er natuurlijk altijd wat weerstand, dus ook voor dit traject. Het vraagt natuurlijk ook het nodige aanpassingsvermogen van pensioenfondsen en verzekeraars.

Niet iedereen was het altijd eens met de voorgestelde wijzigingen. Duurzaam beleggen is an sich nu eenmaal minder homogeen dan pakweg tien of zelfs vijf jaar geleden. Soms matcht een individuele aanpak dan minder goed met onze focuspunten. We begrijpen heel goed dat dit frustraties op kan leveren, zeker als het invloed heeft op de uiteindelijke score. Het gegeven vertrouwen om de herziening door te voeren, waarderen we dus des te meer.

Gelukkig zijn de reacties vanuit de deelnemende partijen over het algemeen positief. De sector is intensief geconsulteerd en er was natuurlijk ook echt behoefte aan vernieuwing vanuit de deelnemende partijen zelf.’

Waar ligt op dit moment de grootste kloof tussen duurzaam beleid en positieve impact op het gebied van duurzaamheid?

‘In het beleggingsbeleid wordt vaak al een verband gelegd tussen de portefeuille en wat men wil bereiken in de wereld. Natuurlijk zou er meer concreet beleid kunnen worden ontwikkeld op impact en hoe dit concreet te bewerkstelligen, maar het is niet zo dat er niets gebeurt. Daadwerkelijke impactmetingen blijven echter lastig. Dit betekent niet dat je geen impact hebt; je kan alleen nog niet volledig inzichtelijk maken wat die impact precies is. Ook het verleggen van geldstromen naar die investeringen die een aantoonbare, positieve impact hebben, kan soms lastig zijn.’

Welke belangrijke ontwikkelingen moet de sector nog doormaken?

‘Er valt nog veel te halen op die impactmetingen en het verleggen van geldstromen. Daarnaast kunnen dialogen met bedrijven en overheden ambitieuzer, zowel qua inhoud als qua druk die uitgeoefend wordt bij onvoldoende voortgang. Daarbij wil ik wel vermelden dat zowel de pensioensector als de financiële sector in zijn geheel al een enorme ontwikkeling hebben doorgemaakt. We zijn veel verder en ambitieuzer dan we bijvoorbeeld vijftien jaar geleden waren. Ik kan me niet voorstellen dat er nu nog ergens een bestuur is dat weigert om duurzaamheid te agenderen. Die periode ligt, ondanks alle huidige politieke tegenstroom, gelukkig wel achter ons.’

Welke rol zien jullie voor de vereniging in het verder versnellen van duurzame impact in de financiële sector?

‘Wij blijven de komende jaren de pensioen- en financiële sector in brede zin aanjagen en stimuleren tot meer duurzame impact. Dit doen we door benchmarks aan te scherpen, gezamenlijke engagementtrajecten te organiseren en kennis te delen via themastudies en seminars. Daarbij zien we een rol voor onszelf als onafhankelijke partij die zowel leden met elkaar verbindt als ondersteunt in hun verdere duurzame ontwikkeling. We zijn gecommiteerd aan onze rol als onafhankelijke motivator en katalysator. Ons doel is de sector uit te dagen om niet alleen te voldoen aan regelgeving, maar om stappen te zetten richting reële en meetbare duurzame verandering.’ ■



Sara Heinsbroek

Project Manager
Sustainability & Responsible
Investment, Vereniging van
Beleggers voor Duurzame
Ontwikkeling (VBDO)

IN HET KORT

Het VBDO Verantwoord Beleggen Benchmark-onderzoek kan helpen de eigen sterke en ontwikkelpunten te identificeren.

Duurzaam beleggen heeft een enorme ontwikkeling doorgemaakt, wat ook betekent dat aanpakken onderling erg kunnen verschillen.

Het verleggen van geldstromen naar het maken van daadwerkelijke impact, en het meten daarvan, is complex.

Nordic credits als slimme matching-bouwsteen onder de Wtp

Onder de Wtp is een lage tracking error, in combinatie met een toereikend rendement, belangrijker dan ooit voor de matchingportefeuille. Nordic credits kunnen hierin uitkomst bieden dankzij hun hogere spread en lagere spread duration.

Door Jan Willem van Stuijvenberg en Marco Granskog

De meeste pensioenfondsen kiezen onder de Wtp voor de solidaire premieregeling en de theoretische matchingvariant, waarbij toekomstige pensioenuitkeringen worden geprognostiseerd op basis van het beschikbare vermogen en de DNB rentetermijnstructuur (DNB RTS). De matchingportefeuille dekt collectief een gedeelte van de uitkeringen af, waarbij het rendement vervolgens wordt toebedeeld naar de deelnemers. Voor jongeren is het afdekkingspercentage laag en naarmate de leeftijd stijgt neemt die toe. Dit sluit aan bij het lifecycle-principe. Jongeren hebben vooral exposure naar de returnportefeuille, ouderen naar de matchingportefeuille.

Met de theoretische variant ontvangen deelnemers niet het feitelijke, maar een theoretisch matchingrendement, berekend op basis van de DNB RTS. Verschillen tussen 'feitelijk' en 'theoretisch' worden opgevangen door de returnportefeuille. Jonge deelnemers ontvangen vooral het overrendement, dat resteert nadat de returnportefeuille mee- en tegenvallers in de matchingportefeuille heeft opgevangen, en oudere deelnemers hoofdzakelijk beschermingsrendement. Het is daarom van groot belang dat de matchingportefeuille accuraat en toereikend is. Wanneer dit niet zo is, ontstaat er intergenerationele herverdeling. Matchingfouten gaan immers direct ten koste van het overrendement. Jongeren zijn in zekere zin een total return swap aangegaan met ouderen. Zij betalen periodiek het theoretische matchingrendement aan de ouderen en krijgen daar het feitelijke matchingrendement voor terug. Vanuit dit perspectief dient de matchingportefeuille een lage tracking error te hebben en – als risicovergoeding – een verwacht rendement dat iets boven het theoretische ligt.

Een matchingportefeuille op basis van cash en swaps lijkt voor de hand te liggen, maar voldoet helaas niet aan de doelstelling. Zo'n opzet heeft een minimale tracking error, maar komt rendement tekort, omdat de DNB RTS-curve een Euribor-curve is en pensioenfondsen over cash en swaps niet de Euribor-risicopremie ontvangen. De lage tracking error gaat hier dus samen met een ontoereikend rendement, hetgeen een structurele herverdeling van jong naar oud zou impliceren.

Om het theoretische rendement wel te verslaan, kiezen pensioenfondsen doorgaans voor hypotheek (spread van ongeveer 120bps) en staatsobligaties (spread van ongeveer 30bps). Een matchingportefeuille voor een typisch Nederlands pensioenfonds bestaande uit 10% cash, 70% staatsobligaties, 20% hypotheek en swaps (om het resterende renterisico dicht te zetten), heeft een verwacht rendement van 2,90% tegenover 2,58% theoretisch. De ex ante tracking error bedraagt in deze setup 1,69%. Jongeren gaan in deze setup dus 32bps 'outperformance' ontvangen voor het lopen van een risico van 1,69%. Dit lijkt een prima deal, maar is het niet. De informatieratio (IR, outperformance / tracking error) is hier immers slechts 0,19, terwijl normaal gesproken een minimum van 0,5 wordt gehanteerd.

FIGUUR 1: EFFECT VERSCHUIVING ALLOCATIE VAN LANGE STAATSOBLIGATIES NAAR NORDIC CREDITS



De zwakke IR komt vooral door de lange staatsobligaties. Een 30-jarige staatsobligatie heeft een duration van ongeveer 20. Dit impliceert dat wanneer de DNB RTS-curve blijft liggen en de treasurycurve 1bp omhoog gaat, er meteen 20 bps underperformance is. De hoge spread duration van 20 in combinatie met de lage spread van 30bps maken dat lange staatsobligaties relatief veel bijdragen aan de tracking error, terwijl de bijdrage aan de outperformance beperkt is. Hypotheken doen het met een typische spread van 120bps tegenover een spread duration van 6 al een stuk beter. Een evident nadeel van hypotheken is de beperkte liquiditeit.

Investment grade credits zijn – met 90bps spread en een spread duration van ongeveer 4.5 – een logischere keuze voor de matchingportefeuille. Zij hebben een spread / spread duration ratio die aanzienlijk hoger ligt dan staatsobligaties en vergelijkbaar is met hypotheken terwijl credits wel liquide zijn. Nog interessanter zijn Nordic credits. Die kennen in vergelijking met de brede Europese credit benchmark een wat hogere spread (≈ 200 bps) en een wat lagere spread duration (≈ 2.5). Deze eigenschappen maken dat de ratio spread / spread duration bijzonder gunstig is voor de matchingportefeuille.

Omdat een allocatie naar hypotheken niet snel kan worden afgebouwd en lange staatsobligaties de minst gunstige spread / spread duration ratio hebben, is het interessant om te zien hoe een allocatie naar Nordic credits uitpakt onder Wtp. Voor een rekenvoorbeeld gaan we uit van een matchingportefeuille (met 10% cash, 70% staatsobligaties, 20% hypotheken en swaps), waarbij de helft van de staatsobligaties een looptijd heeft van 20 jaar of meer. Stel dat die lange staatsobligaties worden ingewisseld voor Nordic credits en de swap portefeuille hierop wordt aangepast. De outperformance stijgt dan van 32bps naar 74bps, terwijl de tracking error daalt van 1,69% naar 0,99%. De IR van 0.75 is zeer acceptabel en significant beter dan de oorspronkelijke 0,19. Figuur 1 laat zien hoe outperformance en tracking error veranderen naarmate men meer lange staatsobligaties vervangt door Nordic Credits.

Nordic credits zijn een zeer bruikbare matchingbouwsteen onder de Wtp vanwege de gunstige spread / spread duration verhouding. De hogere spread wordt vooral veroorzaakt doordat de meeste uitgiftes geen officiële rating hebben. Dit vormt een barrière voor investeerders die enkel in rated

credits kunnen beleggen, terwijl beleggers zonder deze beperking een extra premie van 50 tot 150 bps ontvangen. Dit is een win-win voor de Nordic beleggingsgemeenschap. Lokale, professionele beleggers profiteren van hogere rendementen van emittenten die ze goed kennen. Emittenten zijn op hun beurt bereid om een hogere coupon te betalen als ze daarmee de hoge kosten van een kredietrating én indirecte kosten van het onderhouden ervan kunnen vermijden. Deze situatie bestaat al sinds de Nordic kredietmarkt zich begon te ontwikkelen na de Global Financial Crisis. Voordien waren ondernemingen in de Nordics voornamelijk afhankelijk van bankfinanciering.

De kortere looptijd van Nordic credits komt voornamelijk voort uit lokale marktgewoonten. Emittenten hanteren traditioneel een looptijd van circa vijf jaar. Deze praktijk bestaat al decennia en is nog steeds de standaard. Hierdoor zijn de duration en de spread duration lager. De lagere spread duration pakt bijzonder goed uit in de matchingportefeuille onder Wtp.

De hogere spread / spread duration verhouding maakt Nordic credits bijzonder interessant voor toepassing in de matchingportefeuille onder Wtp. Nordic credits dragen bij aan het rendement en laten de tracking error afnemen. Een bijkomend voordeel is dat Nordic credits voor een aanzienlijk deel zijn uitgegeven tegen een variabele korte rente in combinatie met een vaste spread. Vanuit cashflowmanagementperspectief is dit gunstig omdat het pensioenfonds in de swap overlay de korte rente moet betalen.

De Nordic bedrijfsobligatiemarkt is ongeveer even groot als de Europese high yieldmarkt en telt meer dan 500 uitgevende ondernemingen. Ongeveer de helft heeft geen kredietrating, waarmee de Nordics tot de grootste markten in Europa behoren voor bedrijfsobligaties zonder rating. De kansen zijn vandaag groter dan ooit. En toch, in veel opzichten is de reis nog maar net begonnen. ■

Evli is al 40 jaar actief op de Nordic kapitaalmarkt. Omdat deze markt geen benchmarks kent, is de implementatie altijd actief. Het bedrijf is meegegroeid met de Nordic obligatiemarkt die halverwege de jaren '90 ontstond en explosief groeide na de financiële crisis van 2008. In de vroege jaren 2020 ontwikkelde deze markt zich tot de volwaardige Europese vastrentende beleggingscategorie die het vandaag de dag is.



Jan Willem van Stuijvenberg

Investment Consultant en
eigenaar, Van Stuijvenberg
Financial Services



Marco Granskog

Director, International Business
Development, Evli

IN HET KORT

Onder de Wtp is een lage tracking error met een toereikend rendement cruciaal voor de matchingportefeuille.

Lange staatsobligaties hebben een ongunstige verhouding tussen spread en spread duration, wat de IR verlaagt.

Hypotheken kennen een sterkere informatieratio maar hebben een beperkte liquiditeit.

Voor Nordic credits gelden een relatief hoge spread (~ 200 bps) en een lage spread duration (~ 2.5), wat een relatief gunstige IR oplevert.

Vervanging van lange staatsobligaties door Nordic credits verhoogt de outperformance van de matchingportefeuille en verlaagt de tracking error.

Hoe schaal, maatwerk en technologie de beleggers van morgen bedienen

De financiële markten zijn groter en veelzijdiger dan ooit. Beleggers krijgen te maken met schaalvergroting, duurzaamheidseisen en technologische innovaties. Roel Thijssen en Jolien Brouwer van Invesco delen hun visie op efficiëntie, maatwerkoplossingen en onafhankelijkheid. Ze belichten de kracht van lokale aanwezigheid, samenwerking tussen disciplines en een langetermijnvisie in een steeds complexere beleggingswereld.

Door Harry Geels

In de asset managementindustrie vliegen de miljarden je tegenwoordig om de oren. Alles lijkt groter en complexer geworden.

Roel Thijssen: 'Ja, de schaalvergroting van zowel beheerders als institutionele beleggers is erg snel gegaan. Wij hebben zelf inmiddels ook al \$ 2 biljoen onder beheer, van zowel institutionele, discretionaire, advisory wholesale- en particuliere beleggers. Ongelooflijk hoe hard dat gegroeid is, zowel door autonome groei als door overnames. Die schaalgrootte is nodig om beleggingsprocessen en -structuren efficiënt en kosteneffectief te kunnen inrichten. Gamechangers van de laatste jaren zijn indexbeleggen, duurzaamheid en private markten, en die trend zet door. De financiële wereld is snel gedemocratiseerd. Maar het vak van vermogensbeheer is daardoor inderdaad wel complexer geworden. Lokaal afwijkende regelkaders en wetgeving kunnen ook nog extra complexiteit toevoegen, zoals in Nederland met de Wtp. We kunnen nu eigenlijk bijna alle beleggingsoplossingen efficiënt aanbieden voor elk

type markt en belegger. Het afgelopen jaar zagen we een sterke nadruk op Invesco's ETFs, quantitative strategies, private credit- en vastgoedoplossingen, en die trend zet door. Daarnaast blijven emerging markets een belangrijk aandachtspunt.'

Jolien Brouwer: 'Wat de complexiteit voor al heeft vergroot, is duurzaamheid. Iedere grote belegger heeft hier zijn eigen investment beliefs, en die komen regelmatig tot uiting in een op maat gemaakte benchmark. Wat ik zo leuk vind aan ons bedrijf, is dat we de schaalgrootte hebben om voor iedere belegger een passende oplossing te bieden. We zien ook steeds meer overlap tussen disciplines. Ons vak is dus multidisciplinair geworden. We moeten verstand hebben van nieuwe wereldwijde trends, regelgeving, portefeuillemanagement, politieke gevoelheden, de techniek achter de oplossingen en, specifiek bij ETFs, de samenwerking met market makers die het product kunnen maken of breken. De klant begrijpen is belangrijker dan ooit. Complexer? Ja, maar ook veelzijdiger.'

Thijssen: 'De complexiteit kunnen we bij Invesco goed opvangen. Wat namelijk kenmerkend is voor onze organisatie is de rol van zogenaamde Client Portfolio Managers (CPMs). Dat model, waarbij de CPMs tussen de klant en de portfolio-managers in staan, stelt ons in staat om klanten heel specialistisch te bedienen. Elke productgroep heeft een CPM-team. Dat biedt klanten veel meer waar voor de tijd die ze aan ons willen besteden.'

Hoe navigeren jullie in die complexere financiële wereld?

Thijssen: 'Onze cultuur, ons DNA, is dat we alles heel goed willen begrijpen en veelvuldig checken voordat we een product naar de markt brengen. Daardoor maken we gedegen en betrouwbare producten. We zijn innovatief, maar innoveren niet om te innoveren. En we kloppen onszelf niet snel op de borst voor de kwaliteit van onze producten. Intern zeg ik weleens dat we wat meer 'swagger' moeten hebben. We zijn een onafhankelijke beheerder, met lokale aanwezigheid wereldwijd, die beleggingsoplossingen biedt over het hele spectrum: van actief tot passief, van publieke tot private markten. Voor ETFs zijn we de nummer vier in de wereld en in private markets beheren we meer dan \$ 130 miljard. We zijn ook een grote quant-belegger, wat ons helpt bij het inrichten van mandaten en het maken van benchmarks.'

‘Ieder land heeft zijn eigen regels en gewoontes, zoals opvattingen over provisies, dus lokale aanwezigheid is écht belangrijk.’

Met ESG zijn we al dertig jaar geleden begonnen, toen de markt er nog helemaal niet naar vroeg. Ook dat is niet algemeen bekend. Klanten zijn vaak positief verrast als we kunnen meepraten over duurzame oplossingen.’

Brouwer: ‘Specifiek voor ETFs wordt nog weleens gezegd dat ‘the winner takes all’. Dat is slechts deels waar. Maatwerkoplossingen vragen vooral om de juiste balans tussen voldoende schaalgrootte en goede samenwerking tussen de eerdergenoemde disciplines. Ik durf te stellen dat wij die balans hebben. Het gaat er ook om dat de taart groter wordt, zodat iedere aanbieder kan groeien. De totale kosten van een oplossing zijn belangrijk, maar ook de hele constructie: de tracking error, trading costs, dividendbelasting, risicomitigering, market making, rapportages, het achterliggende management, op maat gemaakte benchmarks, et cetera. Kijk bijvoorbeeld naar ons securities lending-programma voor ETFs, waar 90% van de opbrengsten teruggaat in het fonds en 10% naar de security lender. Voor institutionele beleggers moeten alle onderdelen kloppen. Dat we met bijna alle Nederlandse instituten zakendoen, geeft mij het vertrouwen dat we goede oplossingen hebben.’

Zijn CPMs onderscheidende schakels in jullie dienstverlening en klantcontact? En zo ja, wat nog meer?

Thijssen: ‘Ja, zij zijn in staat om de meest ingewikkelde vragen van onze klanten te beantwoorden, niet alleen over portefeuille-constructie en risicomanagement. We kunnen ook bij hen terecht voor macro-economische duiding en lokale trends, in welke beleggingscategorie dan ook. Terzijde: ik vind het prettig dat we een onafhankelijke beheerder zijn, niet onderdeel van een bank of verzekeraar, waardoor we niet jaarlijks ten prooi vallen aan het schuiven

van budgetten tussen afdelingen. Alles in ons bedrijf richt zich op het realiseren van zo goed mogelijke beleggingsresultaten en dienstverlening voor onze klanten. We merken dat die onafhankelijkheid bij tenders een grote plus is voor potentiële klanten. Ook belangrijk: we investeren al jarenlang veel in technologie en tegenwoordig ook in AI. Je zou kunnen stellen dat wij bijna een IT-bedrijf zijn geworden. We beheren zeer specialistische mandaten, ook van diverse Nederlandse institutionele klanten. En ook AI wordt op diverse manieren toegepast binnen de organisatie. Daarnaast heb ik ervaren hoe enorm belangrijk schaal is in deze industrie; aan het begin van mijn carrière waren veel asset managers erg overtuigd van het specialiseren in een specifieke beleggingsstijl, bijvoorbeeld een aandelenstrategie alleen gericht op groei-aandelen. Afgelopen tientallen jaren zijn vooral de internationale asset managers marktleiders geworden die veel verschillende strategieën aanbieden. Dat heeft veel voordelen, zowel vanuit het perspectief van de klant als vanuit de aanbieder.’

Brouwer: ‘We hebben, zoals gezegd, een groot lokaal team met tien actieve medewerkers in de Benelux, waardoor we erg benaderbaar zijn. Die lokale aanwezigheid is écht belangrijk. Er zijn taalbarrières te slechten en ieder land heeft zijn eigen regels en gewoontes, zoals opvattingen over provisies. Je kunt een grote beheerder niet puur vanuit de VS aansturen; dan worden er te veel details gemist. Gelukkig leeft dit besef bij onze directie. Verder werken we – best uniek in onze sector – met team-targets, waardoor we ook echt als team opereren. Omdat we voor iedere deelmarkt een beleggingsoplossing hebben, kunnen we overal met klanten over meepraten en -denken. We kunnen zowel productinhoudelijk als op strategisch niveau visie bieden, allemaal onder één vlag: die van Invesco. Niet in een boetiekstructuur, die de benaderbaarheid van bepaalde teams of expertise kan bemoeilijken. Overigens zijn we op bepaalde deelmarkten heel sterk, zoals actief opkomende markten (specifiek Global en Asian Equity), de eerdergenoemde private markets en quantoplossingen, en natuurlijk onze solide indexoplossingen.’

Thijssen: ‘Kortom, wat Invesco uniek maakt, is onze toewijding aan maatwerk en diepgaand klantinzicht. We combineren expertise, diversiteit in strategieën en innovatie om onze klanten te ondersteunen in een steeds veranderende beleggingswereld.’ ■



Roel Thijssen

Head of Benelux, Invesco



Jolien Brouwer

Sales Manager ETF & Wholesale Funds, Invesco

IN HET KORT

De asset management-industrie groeit snel en wordt steeds complexer.

Belangrijke trends zijn index-beleggen, duurzaamheid, private markten en ETFs.

Schaalgrootte is nodig om beleggingsprocessen efficiënt te kunnen inrichten en maatwerk te kunnen bieden.

Door de rol van Client Portfolio Managers, die tussen de klant en de portfoliomanagers in staan, kunnen klanten heel specialistisch worden bediend.

Lokale aanwezigheid als asset manager is cruciaal.

Funds-of-funds and SFDR Article 9: a question of credibility

In a fragmented data environment, funds-of-funds must reconcile structural complexity with regulatory ambition. Can a fund-of-funds credibly meet the requirements of SFDR Article 9?

By *Natasha Franks* and *Emanuel Eftimiu*

The Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) seeks to regulate what qualifies as a sustainable investment. SFDR Article 9 funds are required to have sustainable investment as their core objective, supported by a tangible framework for measuring and demonstrating impact. At first glance, this appears incompatible with the reality of funds-of-funds investing in private markets, where data flows are often delayed, incomplete, or non-standardised. Yet with private equity representing the largest share of impact assets globally – 43% of all impact AUM, according to the Global Impact Investing Network – it is essential to offer investors multiple avenues for accessing impact investments, consistent with the range of options available across the broader private equity landscape.

A fund-of-funds structure sits at least two layers

removed from the underlying portfolio companies that generate impact. Rather than investing directly, the fund-of-funds manager selects external funds managed by general partners (GPs), who in turn deploy capital into portfolio companies. While this model offers diversification and additional protection from downside risk, it presents inherent challenges for impact monitoring and reporting. Each GP may use different definitions of materiality, apply divergent reporting frameworks, or operate in jurisdictions with limited regulatory pressure for disclosure. In case of the secondary market, older funds were not launched with regulatory sustainability requirements in mind and may not have the ability to provide the granular data required to align with today's standards.

Navigating the challenge of impact measurement and reporting

The lack of standardisation across impact measurement and reporting compounds the difficulty. According to PitchBook's 2024 Sustainable Investment Survey, only 22% of asset managers use a recognised external framework for ESG or impact reporting.

The rest rely on custom-built or hybrid frameworks, many of which are not designed with comparability in mind. Over half even use bespoke templates, developed to suit internal needs or local markets rather than to facilitate downstream reporting. This fragmentation makes it difficult to aggregate metrics or assess performance or coverage rates against uniform benchmarks, even when Principal Adverse Impact (PAI) indicators are involved. Collecting, harmonising, and interpreting these indicators across hundreds of underlying portfolio companies is no small task for a fund-of-funds manager.

And yet, some private equity funds-of-funds have been classified as Article 9 under the SFDR. This raises a more important question than whether a fund-of-funds is merely aligned with the regulation: is it operationally credible? A credible SFDR Article 9 classification cannot rely solely on downstream managers designating their funds as such. It requires active oversight, comprehensive monitoring, and a structured investment process that incorporates sustainability at every stage - from due diligence to reporting.

FIGURE 1: FRAMEWORKS USED FOR ESG OR IMPACT REPORTING



Source: Pitchbook

‘Funds-of-funds can meet the SFDR Article 9 standard, but only by moving beyond mere checkbox compliance and fully committing to rigorous look-through monitoring.’

One promising approach lies in the use of both direct and proxy data. In the absence of granular company-level data, managers can work with portfolio-level indicators, supplemented by modelled estimates. For example, calculating weighted emissions based on management company data and assets under management can provide directional insight into carbon intensity. ESG scores, policy assessments, and diversity metrics at the manager level can serve as useful, if imperfect, signals when fund-level transparency is unavailable. Proxy data should not replace proper measurement, but when combined with pressure for deeper disclosures and manager engagement, it can help close the gap.

Crucially, fund-of-funds managers must demonstrate a structured approach to impact monitoring. This does not mean flawless ‘look-through’ data received on a monthly basis. It means evidence that sustainability objectives are built into the investment process, that efforts are being made to collect relevant KPIs, and that results are reviewed, interpreted, and acted upon. The process matters as much as the outcome. Perhaps even more so at

this stage of the market’s development, it is important to recognise the importance of progress over perfection.

By carefully selecting underlying funds based on their impact capabilities, commitment to disclosure, and alignment with sustainability objectives, fund-of-funds managers can build portfolios that meet the spirit – as well as the letter – of SFDR Article 9. This may mean enacting more robust side letter clauses with GPs to ensure the data will be provided. It may require multi-year engagement to bring legacy funds closer to current standards. And it may involve reliance on estimated or proxy data while more advanced systems are developed. But it is possible.

Progress over perfection

As impact investing matures, data shows that funds excelling financially often also outperform on impact. This link reflects shared drivers: sourcing, selection, and execution. According to Impact Capital Managers, 72% of impact managers cite access to the right opportunities as key to achieving both financial and impact goals¹ – a crucial point for funds-of-funds, where manager

selection is the primary lever for driving performance.

The SFDR regulation represents an important step forward for sustainable finance in Europe, yet regulation will always move faster than corporate infrastructure. For funds-of-funds, this means proving that despite their structural distance from the assets, they can still meaningfully influence, aggregate, and report on impact in a transparent and credible way that satisfies both regulators and investors.

SFDR Article 9 is not about perfection. It is about intentionality, transparency, and credibility. Funds-of-funds can meet this standard, but only by moving beyond mere checkbox compliance and fully committing to rigorous look-through monitoring. This requires a robust selection framework that integrates sustainability as a core investment principle rather than a reporting afterthought. It means embedding ESG and impact considerations into due diligence, systematically assessing manager practices, and developing internal systems that are capable of aggregating and interpreting the available data through a regulatory lens. By embracing this deeper commitment, funds-of-funds can credibly meet the expectations of SFDR Article 9 and provide investors with a diversified impact solution. ■

¹ Impact Capital Managers report, Alpha in Impact: Strengthening Outcomes, May 2023

Disclaimer

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Alpha Associates AG as at the date of original publication. The views expressed are those of the authors and are subject to change at any time.



Natasha Franks

Head of Marketing,
Amundi Alpha Associates



Emanuel Eftimiu

Head of ESG & Impact,
Amundi Alpha Associates

SUMMARY

SFDR Article 9 sets high standards for sustainable investment classification.

Private equity impact funds-of-funds face structural challenges in order to meet the demands of this classification.

Most fund managers use non-standardised, custom impact reporting frameworks.

Proxy data, modelled estimates, and manager-level metrics can help bridge gaps in transparency while processes improve.

Rigorous selection, monitoring, and engagement make SFDR Article 9 status achievable for a committed fund-of-funds, even in a fragmented reporting landscape.

Rethinking the global private credit universe

As private credit continues its rapid ascent across institutional portfolios, asset owners are being called to look beyond familiar geographies and structures. In this conversation with Financial Investigator, Johnny Brom, CIO and Founder of SAIL Investments, challenges the orthodoxy of 'Private Credit 1.0' and explores what's next: overlooked global markets, strategic lending to non-sponsored mid-market corporates, and integrating physical risk mitigation and sustainability as tools for value creation and portfolio resilience.

By our editorial team

Various asset managers such as Apollo and BlackRock are forecasting continued expansive growth in private credit. Beyond US and European sponsor-driven deals, where do you expect this growth to come from? And how relevant is this next phase of growth to institutional portfolio asset allocation?

'This may be the central question in private credit today. If private credit has space to double or triple in scale over the coming years, where is this growth going to materialize?

Most allocations today still reflect 'private credit 1.0.' – concentrated in the US and

to a lesser extent Europe, structured around sponsor-backed transactions, broadly syndicated loans, and CLOs. But that model covers a very narrow slice of the global corporate landscape. At least 80% of mid-market businesses worldwide are privately owned and de facto non-sponsored. They rarely intersect with traditional leveraged buyouts and have long depended on local or regional bank financing.

The potential for private credit expansion lies in this overlooked global middle. A staple sector for banks, but one crying out for more innovative and strategic lending solutions. A large group of these corporates are enterprises operating in core industries which need to transition to sustainable modes of production. They often cannot yet access capital markets, but they are central to real-world supply chains. They are too mature to stay bank-financed, too complex to be commoditized, and too strategic to ignore. If the next phase of private credit is about scale in order to match institutional asset owners' portfolio fit, then perhaps we need to look further afield. Not just geographically, but also structurally.'

Most institutional asset owners are also navigating growing pressure to align their portfolios with sustainability goals in order to manage material physical and transition risks. Can private credit serve both needs?

'Let's consider what is at stake. Over half of global GDP is moderate-to-highly dependent on nature and the services it provides. At the same time, climate volatility and ecosystem degradation are already disrupting core asset classes, from agriculture to infrastructure to insurance liabilities.

When one overlays this with regulatory developments, from IFRS and IAS to the stress-testing exercises of central banks, a clear imperative emerges: physical risks can no longer just be considered an externality. They must be priced, mitigated, or at the very least, properly understood.

Yet, as you asked, how much of today's private credit pipeline would be able to actively address this? If portfolios are to grow in this asset class, allocators may

'80% of mid-market businesses worldwide are privately owned and de facto non-sponsored. The potential for private credit expansion lies in this overlooked global middle.'

need to ask not just where they can find yield, but also where they can find resilience. This reframes the opportunity. In segments of the global economy where physical systems – land use, water, biodiversity, and climate-sensitive supply chains – are critical, credit serves not just as an efficient financing tool but as a structuring mechanism for mitigation and adaptation. Through strategic design of the lending itself, rather than relying merely on labels or overlays, credit can fully incorporate physical risk management of the underlying borrower's business. In effect, this approach can materially derisk credit exposure, driving alpha in these portfolios.'

So why hasn't more of the asset management industry moved into this space? If the opportunity is compelling and the need is evident, what's holding things back?

'Asset managers tend to scale where industry infrastructure already exists: credit ratings, syndication pathways, consultant buy-in. Many emerging opportunities, by contrast, require more ground-up work. They involve self-origination capabilities, longer timelines to embed value creation plans into borrower's growth plans and link them to clear covenants, deep due diligence pre-loan disbursement, and sector-specific academic knowledge that doesn't always sit within traditional investment teams.

Moreover, the industry has often treated sustainability as a marketing feature, not a financial lever. When strategies are built around retrofitting frameworks like SFDR or ticking ESG boxes ex-post, the unlocking of real economic value drivers for the underlying borrowers – things like market optionality, margin optimization, resilience built in combination with emerging trade rules – is overlooked.

What if we flipped the lens? What if sustainability wasn't a screening tool, but a proxy for unlocking economic value captured in core industry sectors? The opportunity isn't about being more virtuous – it's about looking where others are not, applying real economic logic, and thinking on a medium- to long-term scale, matching the majority of the institutional asset owners' timelines. It's about structuring credit strategically and aligning with long-term operational



CV

Johnny Brom

Johnny Brom is founder and Chief Investment Officer of SAIL Investments, where he also leads the Investment Committee. Brom has a diverse background in business development and investment strategy for companies across South Africa, North America, and Europe. He started his career at JP Morgan Securities and held a role at a Cape Town-based boutique asset manager, accumulating over 17 years of investment experience in developed, emerging, and frontier markets. Brom holds a Master's degree in Finance from SOAS University of London, a PE specialisation from London Business School, and a Business Science degree from the University of Cape Town.

resilience, particularly in sectors undergoing transition or exposed to external shocks.'

For an asset owner managing billions in liabilities and cashflow matching, what does this mean in practice? How does this translate into portfolio-level requirements?

'Here's where it gets interesting. Across geographies that produce much of the world's physical commodities – agriculture, forestry, food systems, and mining assets – many of the borrowers are exporting in USD, but are based in jurisdictions dominated nearly entirely by bank lending. That creates a gap in medium- to long-term growth finance. Most of these family-owned companies are not looking to sell all or part of their business, but they are looking for strategic, long-term financing. An international direct lender delivering real strategic value has a huge opportunity to access these attractive companies. Loans can be structured in hard currency, senior secured, and underwritten to heavy financial maintenance covenants. Family-owned business are looking for a strategic partner and smartly structured private credit is the answer.

More importantly, their economics can be strengthened by embedding forward-looking sustainability criteria. Not only because it's increasingly required by regulators around the world, but also because it directly affects their economic resilience, and thus their success.

As asset owners will need to keep pace with the growing private credit market by reflecting allocation growth in their private credit sleeves, the question to answer will be how much more concentration of the traditional senior loans they can add and whether meaningful diversification can make their private credit allocations more efficient. We believe that longer-dated, senior, secured, non-sponsor-driven global private credit can provide the solution here.

At the same time, asset owners need to step up in finding solutions to the impending physical and transition risks threatening their assets and reputation. Sustainable global private credit when embedding value creation plans in borrower's growth plans, pre loan disbursement, is probably better placed than any other asset class to address these challenges. The scalability of credit to all corners of the world is just that much more significant compared to all other asset classes.'

Is this not already being solved by carbon markets, nature-based credits, or thematic ESG debt?

'Those are important tools, but they are mainly fragmented, small in scale, and regulatory oversight remains patchy. More importantly, many of these treat climate change and nature as an externality to be compensated for, rather than as a source of alpha, or hidden economic value to be unlocked.

What if we treated nature and climate risk as core to enterprise value?

In sectors like land-use and food production, this is no longer hypothetical. For example, companies that can verify deforestation-free supply chains or meet traceability mandates, are increasingly favored by global buyers. Their products command price premiums. Their access to regulated markets improves. Their operational stability in the face of climate risk increases.

These are not offsets. They are embedded improvements in business and hence credit quality.

'What if we treated nature and climate risk as core to enterprise value? In sectors like land-use and food production, this is no longer hypothetical.'

When lending is designed to reinforce these dynamics – tracking hectares of protected forest, emissions reductions, supplier traceability, or smallholder integration – what we are really tracking is resilience. That resilience can reduce credit risk. It can increase enterprise value. And it can unlock growth paths – such as public listings or international bond issuance – that would otherwise remain closed. This is what we mean by sustainability as a financial alpha play.'

In a world of rising capital flows into private credit, how should asset owners think about this type of exposure alongside traditional allocations?

'Start by asking: what's missing? If the bulk of current private credit sits in the same jurisdictions, the same sectors, and often the same risk factors, where is the improved diversification actually coming from?

The answer may lie in parts of the global economy that have been strategic-capital-starved. Not because they are riskier, but because they are harder to reach, model, or scale by international non-bank lenders. But that is changing.

As institutional standards – on data, documentation, verification – move into these sectors, the ability to construct robust, long-duration, risk-adjusted credit portfolios beyond the core markets becomes increasingly tangible.

The challenge for allocators is no longer about willingness. It's about readiness: finding partners who can execute.

But the upside is clear. When you can access credit that is structurally de-risked, fundamentally resilient, and economically essential – you're not just allocating differently. You are future-proofing the very role private credit plays in your portfolio.' ■

SUMMARY

Growth in private credit lies beyond US/Europe sponsor deals, especially in underserved, non-sponsored mid-market firms globally.

These companies are strategic, mature, and need financing for sustainable transitions.

Private credit can embed resilience and alpha by structurally addressing physical and climate risk.

Scaling requires deep due diligence, sector knowledge, and long-term structuring.

Sustainability should be viewed as value creation, not just compliance.

Asset owners must seek diversified, resilient, and forward-looking private credit to future-proof portfolios.

Noodzakelijke revisie: economische politiek 2.0

Westerse economieën ervaren telkens opnieuw dat de wereld geen spreadsheet is. De financiële crisis, de pandemie, de energie-schok, geopolitieke breuken – elke keer worden we weer verrast. Waarom?

Economen gebruiken modellen die uitgaan van gladde verdelingen, gemiddelden en kleine aanpassingen. Een wereld waarin risico's netjes rondom gemiddelden bewegen. In de werkelijkheid wordt onze wereld echter geregeerd door extremen: één oorlog, één virus, één bankfaillissement bepaalt meer dan decennia aan gemiddelden. Je kunt de werkelijkheid eenvoudigweg niet voldoende vangen in statistische modellen.

Economische modellen: een goede gids voor economische politiek?

Door zich vast te klampen aan statistische variantie onderschatten economen én politici stelselmatig zeldzame maar verwoestende gebeurtenissen. Onze economie lijkt in de modellen sterk totdat een gebeurtenis in de werkelijke wereld de fragiliteit laat zien. Een toeleveringsketen ingericht op 'just in time' is kwetsbaar. Een met schulden opgeblazen balans oogt optimaal – totdat hij ontploft. Deze ontwerpen zijn niet efficiënt maar broos. Deze broosheid blijft verborgen omdat economen én beleidsmakers de meest waarschijnlijke uitkomst als dé werkelijkheid willen zien.

De tirannie van het meetbare

De obsessie met cijfers veroorzaakt een tweede vertekening. Wat niet te kwantificeren valt, wordt afgedaan als 'soft'. Bbp-groei, inflatie en productiviteit domineren het debat omdat ze cijfers opleveren. Ondertussen blijven de, voor een samenleving, belangrijkste overlevingsfactoren – vertrouwen, institutionele kracht, sociale samenhang, aanpassingsvermogen – buiten beeld. Echter, juist deze 'immateriële' factoren bepalen bij schokken wie breekt en wie buigt. Waarom konden sommige landen tijdens COVID improviseren en sterker uit de crisis komen, terwijl andere struikelden? Niet door hun bbp per hoofd, maar door hun 'onzichtbare' reserve aan veerkracht. Deze verborgen reserve, gebaseerd op kwalitatieve, niet-meetbare grootheden, wordt stelselmatig door economen, beleggers en politici over het hoofd gezien. Met alle risico's van dien.

Het hedendaagse Westerse dilemma

Het Westen heeft zich geoptimaliseerd tot fragiliteit. Ketenstructuren zonder enige buffer, economieën gebouwd op schuld, regeringen, bedrijven én beleggers die gehypnotiseerd zijn door kwartaalcijfers. Tegelijkertijd brokkelen de niet-meetbare fundamenteën af: afnemend vertrouwen in instituties, gepolariseerde politiek, broze sociale contracten, splitsing in de samenleving.

We meten wat makkelijk te meten is, niet wat belangrijk is, en verwarren statistische precisie met kennis. Een model dat een minieme kans op een systeemcrisis geeft, levert een gevaarlijke illusie op, maar niet meer inzicht. Nassim Taleb waarschuwt hiervoor: hoe preciezer de meting, hoe minder je haar moet vertrouwen zodra zij beweert onzekerheid te bevatten.

Van fragiel naar robuust

Het alternatief is niet: betere modellen, maar het loslaten van de illusie dat complexe systemen te beheersen zijn met metingen. Systemen moeten slack, buffers en optimaliteit bevatten. Ze moeten schokbestendig zijn in plaats van eraan ten onder te gaan.

Voor bedrijven betekent dit: meerdere leveranciers, een gezonde balans en strategieën die ook bescherming bieden tegen ondergang. Voor samenlevingen betekent het: investeren in 'onzichtbare' activa zoals vertrouwen, legitimiteit en aanpassingsvermogen. Dit zijn geen 'soft skills' maar noodzakelijke bestanddelen van een infrastructuur voor overleven.

De strategische noodzaak

Het grootste risico van vandaag is geen tekort aan kapitaal of trage technologieadoptie, maar het overheersende, naïeve geloof in goed meetbare risico's. De volgende schok zal wederom uit een onverwachte hoek komen en kwetsbare systemen die voor efficiëntie zijn geoptimaliseerd, weer verwoesten.

Politieke leiders moeten niet voornamelijk sturen op zichtbare cijfers, maar veel meer oog hebben voor het belang van kwalitatieve fundamenteën voor de samenleving. De robuustheid van een economie én een samenleving is veel meer dan de cijfermatige uitkomst van welk economisch model dan ook. ■



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

De gereedschapskist van de risicomanager

In een wereld vol onzekerheden en risico's combineert kwantitatief risicomanagement traditionele modellen en innovatieve AI-technieken. De sleutel tot succes? De juiste techniek op het juiste moment.

Door Antoon Pelsser en Erik Winands

De wereld draait sneller dan ooit. Onder andere geopolitieke spanningen, cyberdreigingen en klimaatveranderingen zorgen voor een complexer en onvoorspelbaarder speelveld. In deze wereld vol onzekerheden is risicomanagement uitgegroeid tot een strategische pijler voor financiële instellingen. Om grip te houden op alle ontwikkelingen, breiden risicomangers hun kwantitatieve gereedschapskist steeds verder uit. Naast de beproefde modellen vinden ook nieuwe technologieën hun plek hierin, met artificiële intelligentie (AI) als laatste toevoeging. Kwantitatief risicomanagement is het vakgebied waarin deze technieken samenkomen met als doel om alle risico's te identificeren, te kwantificeren en te beheersen: van krediet- en marktrisico's tot liquiditeit en operationele risico's.¹ Hoewel AI ongekende nieuwe mogelijkheden biedt, hebben de vertrouwde technieken absoluut nog niet hun waarde verloren. In dit artikel illustreren we dit aan de hand van twee casus-

sen. De eerste casus behandelt een model voor verhuisoporties binnen een hypotheekportefeuille, de tweede studies naar portfolioselectie.

Casus 1 Nederlandse hypotheek: de les van de verhuisoctie

Embedded opties in Nederlandse woninghypotheek, zoals de verhuisoctie (ook wel 'meeneemoptie' genoemd), vormen een interessante uitdaging voor het risicomanagement van een hypotheekportefeuille. Deze optie stelt huizenbezitters in staat hun bestaande hypotheek mee te nemen naar een nieuwe woning, wat vooral gunstig is wanneer de marktrente is gestegen. Historisch gezien werd hier echter weinig gebruik van gemaakt: tussen 2002 en 2022 daalden de rentes vrijwel continu, waardoor de meeneemoptie zelden voordelig was.

Een puur data-gedreven model, bijvoorbeeld gebaseerd op machine learning, zou in zo'n periode tot een misleidende conclusie

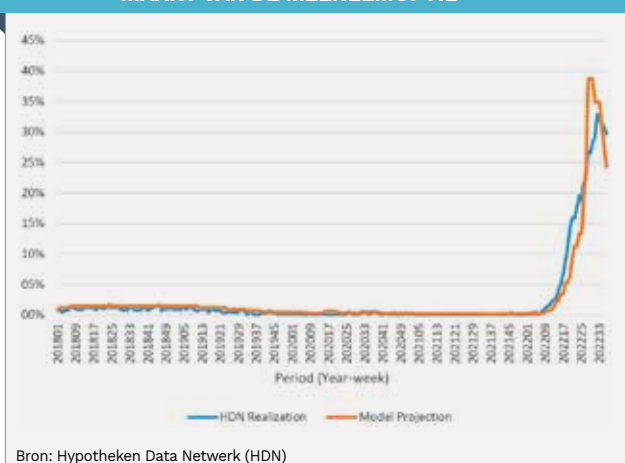


komen: 'Niemand neemt ooit zijn hypotheek mee.' Immers, als de rente alleen maar daalt, is het voordeliger om een nieuwe hypotheek af te sluiten tegen de lagere rente en is de meeneemoptie niet interessant. Maar medio 2022 veranderde de situatie radicaal. Binnen een jaar tijd steeg de rente aanzienlijk, waardoor bij verhuizing de oude (lagere) rentes van bestaande hypotheek wel aantrekkelijk werden. In Figuur 1 is goed zichtbaar dat binnen de klantgroep doorstromers

(aanvragers die een woning kopen en van wie de huidige woning ook een koopwoning is) het gebruik van de meeneemhypotheek in korte tijd steeg van vrijwel 0% naar ongeveer 30%, en dat ons model dit goed kan voorspellen.

Dit benadrukt het gevaar van modellen die louter op historische data leunen zonder de onderliggende rationale keuzes van klanten te begrijpen. Gelukkig was onze modellering niet puur empirisch, maar gebaseerd

FIGUUR 1: PERCENTAGE AANVRAGEN DAT GEBRUIK MAAKT VAN DE MEENEEMOPTIE



'Data-gedreven methoden hebben hun waarde, maar zonder theoretisch kader kunnen ze falen op het moment dat het er écht toe doet.'

op een gedragseconomisch raamwerk dat huishoudens op het moment van verhuizing als rationele beslissers beschouwt. Hierdoor konden we de sterke toename in meeneemgedrag correct voorspellen, zelfs zonder precedent in de data.

De les is duidelijk: voor embedded opties is een fundamentele benadering, gebaseerd op prikkels en keuzegedrag, essentieel. Zeker in een wereld waar financiële condities snel kunnen omslaan, biedt alleen zo'n model robuuste inzichten. Data-gedreven methoden hebben hun waarde, maar zonder theoretisch kader kunnen ze falen op het moment dat het er écht toe doet.

Casus 2 Portfolio-selectie: de les van de simpele benchmark

De tweede casus die we bespreken, valt binnen de context van beleggingsstrategieën, waarvoor we de academische literatuur induiken. Een invloedrijk wetenschappelijk artikel van DeMiguel et al.² uit 2009 heeft namelijk laten zien dat een eenvoudige 1/N-strategie – het gelijk verdelen van vermogen over alle beschikbare beleggingsopties – regelmatig niet significant minder presteert dan complexere strategieën, tenzij men beschikt over grote hoeveelheden historische data. De reden voor deze observatie is dat de naïeve

1/N-benchmark robuust is voor fouten in de schatting van de benodigde parameters. Deze conclusie wordt ondersteund door studies op recentere datasets³. Hoewel deze onderzoeken zeker niet aanraden om de 1/N-benchmark als beleggingsstrategie te implementeren, waarschuwen ze wel dat blind vertrouwen op geavanceerde modellen en strategieën, zonder oog voor hun beperkingen, riskant kan zijn.

In de afgelopen maanden zijn er twee artikelen verschenen in Finance Research Letters, waarin wordt onderzocht of AI-technieken zoals deep reinforcement learning⁴ en large language models⁵ wellicht wel in staat zijn om de 1/N-benchmark structureel te verslaan. Hoewel beide technieken zeer goed presteren in gecontroleerde omgevingen, kunnen ze in praktische toepassingen tegen hun grenzen aanlopen. Ze hebben namelijk grote hoeveelheden data nodig om patronen effectief te leren herkennen. Hierdoor lukt het deze AI-technieken niet om consequent beter te presteren dan de eenvoudige 1/N-strategie voor de onderzochte datasets.

In zijn algemeenheid zijn voor AI-modellen drie zaken cruciaal: data, data en data. Ook deze tweede casus illustreert dus dat in situaties waarin historische data

beperkt is en/of het verleden geen betrouwbare voorspeller van de toekomst is, het niet vanzelfsprekend is dat AI en andere geavanceerde technieken altijd de meest geschikte oplossing bieden.

Conclusie

Zonder enige vorm van twijfel is de potentie van AI binnen het kwantitatief risicomanagement zeer veelbelovend. AI biedt nieuwe mogelijkheden om afhankelijkheden, trends en early warning signals in complexe datasets te identificeren, waardoor risico's efficiënter en effectiever beheerst kunnen worden. De verleiding is dan ook groot om AI voor ieder vraagstuk te gebruiken. Onze twee casussen hebben echter laten zien dat dit misschien niet altijd de beste keuze is. De bekende psycholoog Abraham Maslow stelde al in de jaren zestig van de vorige eeuw: if all you have is a hammer, everything looks like a nail.⁶ Gelukkig beschikken we echter over een goedgevulde gereedschapskist; niet elk probleem is tenslotte een spijker. Soms werkt een traditionele aanpak beter, soms AI, en soms juist de combinatie. De kracht van effectief risicomanagement schuilt dan ook niet in de techniek zelf, maar in het vermogen om de juiste techniek op het juiste moment in te zetten. ■



Prof. dr. Antoon Pelsser

Prof. dr. A.A.J. Pelsser is werkzaam als Balance Sheet Management Specialist bij Rabobank, daarnaast is hij hoogleraar Mathematical Finance and Actuarial Science aan de Universiteit Maastricht.



Prof. dr. ir. Erik Winands

Prof. dr. ir. E.M.M. Winands is bijzonder hoogleraar Kwantitatief Risicomanagement aan de Universiteit van Amsterdam. Winands combineert zijn hoogleraarschap met zijn functie als Hoofd Capital Adequacy and Scenario Analyses bij Rabobank.

IN HET KORT

In een wereld vol onzekerheden integreert kwantitatief risicomanagement traditionele modellen en innovatieve AI-technieken om risico's te identificeren, kwantificeren en beheersen.

Hoewel AI ongekende nieuwe mogelijkheden biedt om complexe problemen aan te pakken, laten twee casussen zien dat AI niet altijd beter presteert dan klassieke technieken.

Juist in situaties met beperkte data of snel veranderende omstandigheden blijven vertrouwde methoden zeer waardevol.

Effectief risicomanagement vraagt om het kiezen van de juiste techniek op het juiste moment.

- Winands, E.M.M. (2024). Kwantitatief risicomanagement: Een wereld vol kansen. Oratie, Universiteit van Amsterdam.
- DeMiguel, V., Garlappi, L., & Uppal, R. (2009). Optimal versus naive diversification: how inefficient is the 1/N portfolio strategy? The Review of Financial Studies, 22(5), 1915–1953.
- Gelmini, M., & Uberti, P. (2024). The equally weighted portfolio still remains a challenging benchmark. International Economics, 179, 100525.
- Kruthof, G., & Müller, S. (2025). Can deep reinforcement learning beat 1/N. Finance Research Letters, 75, 106866.
- Perlin, M.S., Foguesatto, C.R., Müller, F.M., & Righi, M.B. (2025). Can AI beat a naive portfolio? An experiment with anonymized data. Finance Research Letters, 78, 107126.
- Wikipedia (2025). https://en.wikipedia.org/wiki/Abraham_Maslow. Geraadpleegd op 01-07-2025.

Wet kwaliteit incassodienstverlening: kwaliteit kent geen tijd!

De Wet kwaliteit incassodienstverlening (Wki) heeft tot doel buitengerechtelijke incassowerkzaamheden te reguleren om wanpraktijken bij het innen van vorderingen tegen te gaan. Een uitzondering voor bepaalde structured finance-structuren zou echter gepast zijn.

Vanaf 1 april 2025 moeten partijen die beroeps- of bedrijfsmatig buitengerechtelijke incassowerkzaamheden verrichten (hetzij namens een derde, hetzij na overdracht van de vordering) gericht op een in Nederland woonachtige natuurlijke persoon, zich registreren bij de Nederlandse screening-autoriteit Justis. Onder buitengerechtelijke incassowerkzaamheden vallen alle activiteiten gericht op het verkrijgen van voldoening buiten rechte van een vordering tot betaling van een geldsom. Deze activiteiten omvatten onder meer het versturen van aanmaningen, het treffen van een betalingsregeling en het in ontvangst nemen van betalingen.

Van een registratieplicht is sprake als het verrichten van incassowerkzaamheden een zelfstandig identificeerbaar onderdeel van de activiteiten van de partij in kwestie betreft en niet uitsluitend dient ter ondersteuning van de hoofdactiviteiten van de betreffende partij. Verder moet de inning van de vordering aan hem zijn uitbesteed doordat de schuldeiser deze partij daartoe een volmacht of een last tot inning heeft gegeven, of de vordering aan hem heeft overgedragen. Inning van de vordering door de (oorspronkelijke) schuldeiser valt buiten de reikwijdte van de Wki. Het gaat om vorderingen jegens natuurlijke personen. Dat zijn niet alleen consumenten, maar ook particulieren die in de uitoefening van een beroep of bedrijf handelen.

De belangrijkste bepaling van de nieuwe wet is wat mij betreft het verbod om incassowerkzaamheden in de zin van de wet te

verrichten zonder over de verplichte registratie te beschikken. Vanaf 1 oktober 2026 zijn hier ook strenge civielrechtelijke consequenties aan verbonden. Zo mag een schuldenaar weigeren om aan een ongeregistreerde incassodienstverlener te betalen, ook al is deze civielrechtelijk bevoegd tot inning. Ook stopt de wettelijke rente nadat de schuldenaar een betalingsverzoek van een ongeregistreerde incassodienstverlener heeft ontvangen en mogen er geen buitengerechtelijke incassokosten meer in rekening worden gebracht.

De Wki heeft ook consequenties voor de financieringspraktijk. Als vorderingen in het kader van een securitisatie of een covered bond-transactie zijn overgedragen aan een Special Purpose Vehicle (SPV) en door deze SPV worden geïnd, zal de Wki op deze SPV van toepassing zijn. Datzelfde geldt als vorderingen in het kader van factoring zijn overgedragen aan een factormaatschappij en door deze factormaatschappij worden geïnd. De werkzaamheden van de SPV en de factormaatschappij bestaan immers bij uitstek uit het verrichten van buitengerechtelijke incassowerkzaamheden. Onzeker is hoe het zit als bij een securitisatie of een covered bond-transactie de originator na (stille) overdracht van de vorderingen aan de SPV belast blijft met het innen daarvan. In de structured finance-praktijk is dit de meest gebruikte constructie. Betoogd zou kunnen worden dat de originator zich dan moet laten registreren als incassodienstverlener. Daar staat tegenover dat het verrichten van buitengerechtelijke incassowerkzaamheden voor de originator slechts een nevenactiviteit betreft. Registratie lijkt mij ook onnodig omdat de vordering materieel een eigen vordering van de originator betreft en onwenselijk omdat de originator de debiteuren dan omtrent de stille overdracht zou moeten informeren. Wellicht dat de wetgever voor deze structuren nog een uitzondering zou kunnen creëren. ■



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

Fleur Cornelissen

van Triodos Investment Management
naar Invesco EMEA:

‘Thuiskomen, maar dan met een frisse blik.’



2005

Master of Science –
International Business &
Project Management,
ISC Business School,
Paris

1980

Geboren in Bussum

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

‘De functie sluit goed aan bij mijn ervaring en biedt tegelijkertijd ruimte om verder te bouwen aan de ontwikkelingen binnen het institutionele klantensegment. Ik ben blij met deze stap – het voelt als thuiskomen, maar dan met een frisse blik. De combinatie van vertrouwde gezichten en nieuwe kansen maakt het een veelbelovende start.’

Welke aspecten van uw functie geven u nu al energie?

‘Wat me het meest aanspreekt, is niet alleen de omvang en slagkracht van de organisatie, maar vooral de deskundigheid van mijn collega's. Hun kennis en betrokkenheid maken het inspirerend om samen te werken en dragen bij aan de kwaliteit van wat we als team kunnen neerzetten.’

Wat was uw allereerste (vakantie)baantje en wat heeft u daar geleerd?

‘Als assistente bij een

makelaarskantoor was ik verantwoordelijk voor het benaderen van potentiële kopers met nieuw woningaanbod en het inplannen van bezichtigingen. In die rol heb ik vooral geleerd om klantgericht te denken en echt in te zoomen op wat er belangrijk is voor de persoon die je voor je hebt. Die ervaring heeft mijn gevoel voor communicatie en het afstemmen op individuele behoeften sterk gevormd.’

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Invesco EMEA?

‘Ik heb eerder bijna vijf jaar bij Invesco gewerkt, waar ik mijn loopbaan in de asset management-sector begon. In 2007 startte ik als Marketing Manager voor de Benelux en Nordics, vanuit Parijs. Een jaar later brak de financiële crisis uit, wat me veel heeft geleerd over klantcommunicatie in uitdagende tijden. Na veertien jaar bij andere asset managers werd ik benaderd door een voormalige leidinggevende die inmiddels bij Invesco werkte – en zo is de bal weer gaan rollen. Sinds mijn terugkeer zie ik dat er veel veranderd is: het ETF-aanbod is sterk gegroeid, en ook strategie, klantinzichten, interne samenwerking en digitale tools zijn merkbaar veranderd. Het voelt vertrouwd om weer bij te dragen aan een organisatie die aan de basis stond van mijn professionele ontwikkeling.’

Wat verwacht u daar als Marketing Director – Institutional EMEA te bereiken?

‘In mijn rol wil ik bijdragen aan het versterken van de verbinding tussen onze klanten en de expertise die binnen onze organisatie beschikbaar is. Dat betekent dat ik inzichten uit verschillende klantsegmenten vertaal naar een passende marketingstrategie die relevant is en aansluit bij de informatiebehoefte van onze klanten. Vanuit mijn Europese verantwoordelijkheid geloof ik dat het delen van perspectieven uit diverse landen waardevolle context en inzichten biedt – vooral voor de slagkracht om oplossingen te kunnen bieden en onze klanten zo goed mogelijk te bedienen.’

Wat is het belangrijkste dat u hebt geleerd in uw vorige baan, en hoe neemt u dat mee in deze nieuwe rol?

‘In mijn vorige rol heb ik veel geleerd op het gebied van investeringen in private markets en dat komt bij Invesco goed van pas.’

Wat zijn uw persoonlijke ambities?

‘Professioneel streef ik ernaar om een sterke en strategische leider te zijn die niet alleen richting geeft, maar ook ruimte biedt voor samenwerking, groei en eigenaarschap binnen mijn team. Ik geloof dat goed leiderschap draait om luisteren, verbinden en het stimuleren van inhoudelijke scherpte en initiatief.

Privé wil ik blijven leren, nieuwsgierig blijven, en bewust keuzes maken die bijdragen aan persoonlijke groei en welzijn. Ook wil ik ervoor zorgen genoeg tijd te hebben voor mijn gezin en voor leuke activiteiten, zoals mijn cursus edelsmeden.’ ■

Arie Gravendeel

is bij Montae & Partners begonnen als Senior Investment Consultant.

Erik den Hertog

is benoemd tot Board Member van Aegon Investment Management.

Robert-Jan Foortse

is toegetreden tot de Raad van Bestuur van INREV.

Mark van Schagen

is benoemd tot bestuurder bij SBZ Pensioen.

Christopher Novak

is bij ABN AMRO benoemd tot Investment Banking Analyst - DCM.

Marcel van de Grift

wordt Strategisch Adviseur Public Affairs & Stakeholdermanagement bij Pensioenfonds PME.

Jeroen Rijk

gaat bij PGGM Investments aan de slag als Head of Total Portfolio Management.

Sergey Pergamentsev

is toegetreden tot de RvT van Pensioenfonds Notariaat.

Bob Stoutjesdijk

gaat bij Osmosis Investment Management aan de slag als Investment Strategist en Portfolio Manager.

Jeroen Wulfse

is aangesteld als Chief Strategy Officer bij Auréus Group.

Rienk ter Braak

is benoemd tot Vice President - Institutional Client Relationship Manager bij Goldman Sachs Asset Management.

Benno Honsdrecht

is benoemd tot lid van de RvT van Pensioenfonds Gasunie.

Alex de Waal

is begonnen als Executive Adviser bij AethiQs.

Olaf Sleijpen

is aangetreden als President van De Nederlandsche Bank.

Ricky Martens

is benoemd tot Head of Client Relations - Benelux bij Capital Four.

Marlies van Boven

is bij Auréus aan de slag gegaan als Family Officer.

Stephan Langen

is toegetreden tot het bestuur en de beleggingscommissie van Pensioenfonds SNS Reaal.

Frank Meijer

is toegetreden tot de Board van Aegon Asset Management.

Martin Bakker

is begonnen als Adviseur Pensioenfondsen bij Sprenkels.

Angeli van Buren

is toegetreden tot het bestuur van Stichting Eumedion.

Seven Trinh

is bij MN benoemd tot Portfolio Manager External Fixed Income.

Anisa Salomons

gaat aan de slag als Uitvoerend Bestuurder Beleggingen bij Stichting Pensioenfonds Citigroup Netherlands.

Yulia Bondarouk

is begonnen als Manager Investment & Corporate Services bij MN.

Rob Janssens

is aangesteld als Expert Vermogensbeheer bij Achmea Investment Management.



Martijn Kuipers is benoemd tot Chief Executive Officer bij Amundi Nederland. Hij komt over van Russell Investments, waar hij meer dan 20 jaar werkte.

Jack Jonk

is begonnen als Chief Investment Officer bij Pensioenfonds Hoogovens.

Tim Derycke

is benoemd tot Head of Investment Services & KBC Focus Fund bij KBC Securities.

Victor Brands

is bij Invest-NL begonnen als Investment Manager - Fund Investments.

Yvo Schoemaker

is aangesteld als Co-Head Fixed Income Solutions bij Robeco.

Anke Cornelisse

is aangesteld als Investment Strategist bij a.s.r. vermogensbeheer.

Merijn Vegter

is benoemd tot Head of Distribution Netherlands & Belgium bij T. Rowe Price.

Felix Zwart

is bij de NVP benoemd tot Director of Research.

Roel van de Wiel

is aangesteld als Head of Sales Nordics & The Netherlands bij Citi.

Roger Coenen

gaat bij PGB Pensioendiensten aan de slag als Business Analyst Financial Regulation.

Kim Haasbroek

is toegetreden tot het Beleggingscomité van Pensioenfonds IBM Nederland.

Jevon Ong

is bij BlackRock begonnen als Fixed Income Manager Research Analyst.

Hellen Goorse

gaat aan de slag als Senior Consultant Responsible Investment Execution bij APG Asset Management.

Emke Bus

is benoemd tot Head of Investor Relations & Business Development bij NLC Health Ventures.

Laurens van Wijk

is aangesteld als Senior Adviseur Pensioenen bij Pensioenfonds ABP.

Pieter Schop

is bij Pensioenfonds Rail & OV begonnen als Team Head Equities.

Marcel Danen

is aangesteld als Head of Intermediary Client Coverage, the Netherlands bij State Street Investment Management.

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:





Laat kinderdromen uitkomen.

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

Help mee, steun Kika



Scan en steun



Who's leading,
you or the yield
curve?



Fixed Income
investing with
Natixis IM.

> IM.NATIXIS.COM