

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

KOSTEN- EFFECTIVITEIT IS STOK ACHTER DE DEUR VOOR BIG PHARMA

Prof. dr. Maarten J. Postma,
Rijksuniversiteit Groningen

RONDE TAFEL INVESTING IN CRYPTOCURRENCY


Negeren crypto is onverantwoord

CULTURAL FIT BELANGRIJKE SUCCESFACTOR VOOR OVERNAME

Caroline Muste-Merks, BSG Vermogensbeheer



OUTLOOK 2025
door 22 experts



Who's leading,
you or the yield
curve?

Fixed Income
investing with
Natixis IM.

> IM.NATIXIS.COM

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Amesz, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Michiel Pekelharing, Lies van Rijssen, Gerrie
 Spaansen 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, Salman Ahmed, Rachid Ajaja,
 Gosse Alserda, Peter Becker, Koen Bender, Effi
 Bialkowski, Roland van den Brink, Matthew
 Bullock, Marcel Burger, Emile Cardon, Flavio
 Carpenzano, Sabrina Denis, Han Dieperink, Scott
 DiMaggio, Robin Doumar, Arno Dries, Jan Dubach,
 Joost Elsenburg, Claus Fintzen, Hans Fortuyn,
 Paul van Gent, Maurice Geraets, Sander van
 Ginkel, Olaf van den Heuvel, Huub Ten Holter, Bob
 Homan, Guido Hout, Tjitsger Hulshoff, Chris Iggo,
 Sindhu Janakiram, Jonas Bjarke Jensen, Thijs
 Jochems, Karin Kaiser, René Kallestrup, Maarten
 Kiewiet de Jonge, Volkert de Klerk, Anne Kock-de
 Kreuk, Siegfried Kok, Baart Koster, Mathijs Kriek,
 Stefan Kuhn, Timothy Kurpis, Joost van Leenders,
 Frédéric Leroux, Jan Longeval, Edward Markus,
 Menno Martens, Rishma Moennasing, Daniel
 Morris, Edin Mujagić, Maurice Mureau, Caroline
 Muste-Merks, Wolfgang Münchau, David
 Newman, Jitzes Noorman, Judith Norbart, Dmitrii
 Ponomarev, Dennis Post, Maarten Postma, Jeroen
 van der Put, David Rees, Camiel van Roosmalen,
 Jill Rootsart, Roelof Salomons, Thibault Sandret,
 Rishi Santokhi, Maureen Schlejen, Bert Slagter,
 Joep Spoor, Matthew Tagliani, Jeroen Tielman,
 Robert Tipp, Pim van Vliet, Jacob Vijverberg, Peter
 van der Welle, Ralph Wessels, Wouter Weijand,
 Simon Wiersma, Marco Wilner, Bernd Wuebben
 en Wim Zwanenburg

FOTOGRAFIE

Pamela Mooij Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

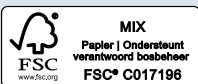
jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

Trump's dadendrang snelt hem vooruit

Het stof van de Amerikaanse verkiezingen was amper neergedaald of analisten buitelden over elkaar heen om de uitslag te duiden voor de maatschappij in het algemeen en voor de financiële markten in het bijzonder. Wat als eerste opviel, was de omvang van Trump's overwinning. Acht jaar geleden won Hillary Clinton nog duidelijk de 'popular vote'. Trump won nu stemmen vanuit alle delen van de maatschappij. Hij had een persoonlijke boodschap van verandering voor de gemiddelde Amerikaan, Harris een algemene boodschap van verzoening.

De veranderingen die Trump heeft aangekondigd, lijken op voorhand groot: belastingverlagingen, deregulering, meer productie in de VS en het stoppen van oorlogen. Al in de aanloop naar de verkiezingen stegen Amerikaanse aandelen, gevoed door de verwachting dat een presidentschap van Trump een gunstiger

klimaat voor bedrijven zou opleveren. Na zijn herverkiezing zette die stijging zich door, terwijl de rest van de financiële markten zich afwachtend opstelden, onzeker over de concrete uitvoering van Trump's beleid.



Te midden van al die onzekerheid dienen beleggers hun posities te evalueren. Welke opties zijn er? Welke kant gaan de markten op? Financial Investigator vroeg traditiegetrouw aan 22 beleggingsexperts om hun visie voor het komende jaar met ons te delen. De impact van Trump's doen en laten lijkt aanzienlijk en zorgt voor

voorzichtigheid in de uitlatingen. Dat was ook te merken in de paneldiscussies tijdens het grote Outlook-seminar dat Financial Investigator in november organiseerde. Toch waagden de panelleden zich aan enkele prikkelende uitspraken. De verslagen leest u in deze dubbeldikke december-editie.

Voorafgaand aan 'election day' anticepeerden ook crypto's op een herverkiezing van Trump. Ze namen flink in waarde toe, vooral omdat werd aangenomen dat de samenwerking van Trump met Musk zou zorgen voor minder regulatorie beperkingen. Aan de stijging na Trump's zege lijkt geen einde te komen. Dit roept de vraag op of crypto een plek in de institutionele portefeuille verdient. Financial Investigator organiseerde hier een Ronde Tafel over en stelde aanvullend ook enkele andere beleggingsexperts prangende vragen over crypto. U leest de bevindingen in deze editie.

In het coverinterview praten Caroline Muste-Merks en Maureen Schlejen over de overname van de vermogensbeheeractiviteiten van Blue Sky Group door Achmea Investment Management. Een strak projectplan met een duidelijke focus op communicatie en tijdslijnen was de basis van het overnameproces. De culturele match bleek echter de grote succesfactor.

Er valt meer te lezen in deze dikke eindejaars-editie. Neem er rustig de tijd voor en wees uzelf bewust van de zaken waar het echt om draait. Ik wens u vanaf deze plek fijne feestdagen en een gelukkig, gezond en voorspoedig nieuwjaar!

En uiteraard, veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Asset Allocation
 Outlook 2025 Seminar:
 Debat, Awards &
 Drinks Reception
 In samenwerking met
 Alpha Research**

**11 februari 2025
 van 15.30-19.00 uur
 Brussel**

**Meer informatie:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-11-02-2025](http://financialinvestigator.nl/semnar-11-02-2025)**



10 Cultural fit belangrijke succesfactor voor overname

6

Duitsland voorlopig nog niet uit de crisis



Ronde Tafel Investing in Cryptocurrency

38

COVERVERHAAL

10 Cultural fit belangrijke succesfactor voor overname, Interview met Caroline Muste-Merks, BSG Vermogensbeheer, en Maureen Schlejen, Achmea Investment Management

THEMA SUSTAINABLE ETFs

22 Ronde Tafel Sustainable ETFs

THEMA INVESTING IN CRYPTOCURRENCY

38 Ronde Tafel Investing in Cryptocurrency

48 AI agents and blockchain: unlocking new frontiers, Rachid Ajaja, Nexera

50 Zijn institutionele beleggers klaar voor crypto?

THEMA (ALTERNATIVE) FIXED INCOME

54 US returns to mid-cycle: what's next for **S bond investors?**, Capital Group

56 Seven questions for your systematic fixed income manager, AllianceBernstein

58 Credit is an 'asset-pickers' market, Park Square Capital

60 Beleggen in Nederlandse hypotheek gaat **S een mooie toekomst tegemoet**, Interview met Rishi Santokhi en Arno Dries, DMPM

62 Webinar Trade Finance: Diversificatie als fundament voor succes in Trade Finance

64 Net zero investing: best practice for leveraged finance, Capital Four

THEMA OUTLOOK 2025

78 Paneldiscussie Macro & Asset Class Outlook for 2025 and beyond: Overwinning Trump heeft grote gevolgen voor financiële markten

82 Paneldiscussie How to position your portfolio for 2025 and beyond: America First

86 Outlook 2025

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Duitsland voorlopig nog niet uit de crisis, Interview met Wolfgang Münchau, nieuwsagentschap Eurointelligence

14 Met elkaar in gesprek blijven, Interview met Anne Kock-de Kreuk, Pensioenfonds PGB

18 Extra energie door de overgang naar de Wtp, **S** Interview met Hans Fortuyn, Columbia Threadneedle Investments

S Gesponsord

32 Ongelijkheid vormt systemisch en ondernemingsrisico, Interview met Sindhu Janakiram, BNP Paribas Asset Management

36 Climate investing: myths versus realities, Tikehau Capital

66 Private markten voegen écht wat toe aan particuliere beleggingsportefeuilles, Interview met Rishma Moennasing, Rabobank, en Karin Kaiser, Schroders Greencoat

70 Real estate's resilience in a higher rate regime, VanEck

72 Small caps: ondergewaardeerd en ongeliefd, vooral nu, Interview met Matthew Bullock, Janus Henderson Investors

76 Impactbeleggen: innovatieve exploitatie van sociale risico's, Roland van den Brink

100 Kosteneffectiviteit is stok achter de deur voor Big Pharma, Interview met Maarten Postma, Rijksuniversiteit Groningen

COLUMNS

9 Jan Longeval: Big Central Bank is watching you

17 Pim van Vliet: Ontsnappen aan de benchmarkgijzeling

21 CFA Society Netherlands: Dynamisch inspelen op de vulling van de solidariteitsreserve

31 Wim Zwanenburg: MicroStrategy behoort niet in de S&P 500-index!

35 Thijs Jochems: Europa's productiviteitscrisis: hoe Nederland zichzelf kan helpen

47 Dennis Post: Crypto en fiscaliteit: de stand van zaken

69 IVBN: Zijn we STOER genoeg?

75 Han Dieperink: De toekomst van beleggen

RUBRIEKEN

4 Kort nieuws

103 On the move special: **Tjitsger Hulshoff**

104 On the move kort

EVENTS KALENDER

24/01/25 Ronde Tafel 'Fiduciair Management en de Wtp'

11/02/25 Asset Allocation Seminar on how to position your portfolio for 2025: Debate, Awards and Drinks Reception

24/03/25 Pensioenseminar Beleggen onder de Wtp



Ronde Tafel Sustainable ETFs

22



86 Outlook 2025



100

Kosteneffectiviteit is stok achter de deur voor Big Pharma

Resultaten bfinance-onderzoek onder asset owners

bfinance heeft de resultaten van haar tweejaarlijkse wereldwijde enquête onder asset owners gepubliceerd, waarin de prioriteiten van meer dan 300 senior beleggers zijn geïnventariseerd.

Een belangrijke conclusie is dat zij zich steeds meer richten op private markets. 53% van de beleggers is van plan de exposure naar private assets in de komende 18 maanden te verhogen. Infrastructure debt en private debt zijn daarbij de belangrijkste aandachtsgebieden. Met name de interesse in secondaries neemt toe, met 37% van de beleggers die hun exposure verhogen omdat ze liquiditeitsopties zoeken binnen illiquide asset classes.

34% van de beleggers verwacht in de komende een tot twee jaar meer diversificatie in hun aandelenportefeuille aan te brengen op een of meer van de volgende vier gebieden: stijl (22%), omvang (16%), geografie (16%) en aandelniveau (14%).



Vastrentende strategieën winnen aan kracht, vooral investment grade obligaties, met 22% van de beleggers die hun allocaties verhogen. In de vastgoedsector verwacht 62% van de beleggers een gematigd (59%) of aanzienlijk (3%) herstel in core real estate in de komende 12 maanden, na een ernstige verstoring. Hun prognoses voor de vastgoedmarkt

houden echter geen verband met hun allocaties in de komende 18 maanden. Op het gebied van emerging markets is er wel sprake van verandering. 18% verlaagt de allocatie naar aandelen uit opkomende markten en 11% verlaagt de allocatie naar emerging market debt.

AI blijft aantrekkelijke thematische kansen bieden, met 40% van de beleggers die het als een sterk beleggingsthema zien. Het gebruik van digitale assets en cryptocurrencies blijft laag: slechts 9% investeert hierin. In 2022 was dit 8%, en 21% verwachtte op dat moment binnen vijf jaar exposure te hebben.

Hoewel de belangstelling voor impactbeleggen toeneemt, blijft de allocatie beperkt. Op dit moment houdt 27% van de beleggers zich bezig met impactstrategieën, terwijl nog eens 26% van plan is om deze markt te betreden. 24% van de beleggers zal meer gaan impactbeleggen.

DE TIPS VAN

Huub Ten Holter

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

Ik ben nu 35 jaar actief in de wereld van asset management en heb daarbij altijd geopereerd op het snijvlak van de inhoud en commercie. De belangrijkste les die ik heb geleerd, is dat je succesvol kunt zijn door nooit op te geven en te denken en te opereren vanuit de cliënt en de cliëntvraag, zeker als het gaat om strategie, groei en business development. De aanhouder wint!

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

Ik lees graag de artikelen en strategische research van mijn collega Rupert Watson, Global Head of Economics & DAA. Zijn scherpe analyses en heldere visie zijn echt een aanrader. Je kunt zijn artikelen en analyses vinden op de MercerInsight Community. Dat is een gratis website voor research, white papers en podcasts, en waar je onder anderen van Rupert Watson veel waardevolle marktinformatie en macro research zult vinden.



Huub Ten Holter werkt al 35 jaar in de wereld van asset management. Na een lange carrière in het bankwezen in diverse (management-) rollen bij ING Bank, Achmea Staalbankiers en Van Lanschot Kempen is hij sinds 2022 actief als Investment Leader bij Mercer en verantwoordelijk voor Strategie, Business Development en OCIO.

Athora Netherlands neemt pensioen-aanspraken en -rechten Psf Yara Nederland over

Pensioenfondsen Yara Nederland brengt haar pensioenaanspraken en -rechten onder bij Zwitserleven, onderdeel van Athora Netherlands. Het gaat om circa 2.000 deelnemers en een belegd pensioenvermogen van ongeveer € 650 miljoen.

Het pensioenfonds verzorgt sinds 2000 de pensioenen van Yara Nederland, een producent van hoogwaardige meststoffen. Met de overname zal het pensioenfonds op den duur ophouden te bestaan.

Achmea, Lifetri en Sixth Street bundelen krachten

Achmea, Lifetri en Sixth Street hebben overeenstemming bereikt over een strategisch partnerschap op het gebied van pensioen- en levensverzekeringen. De joint venture, die zal opereren onder de naam Achmea Pensioen & Levensverzekeringen, wordt een pensioen- en levensverzekeraar die, gemeten naar klantaantallen, deel zal uitmaken van de top 3 van Nederland.

Sixth Street, de belangrijkste aandeelhouder van Lifetri, zal 20% van de aandelen van Achmea Pensioen & Levensverzekeringen verwerven door de inbreng van Lifetri én door een betaling van € 445 miljoen aan Achmea. Achmea krijgt 80% van de aandelen.

De transactie is onder voorbehoud van het afronden van het adviesproces met de ondernemingsraad en de goedkeuring door de toezichthouders, die in de tweede helft van 2025 wordt verwacht. Na het afronden van de transactie zullen de werknemers van Lifetri overgaan naar Achmea.

VBDO presenteert pensioenfondsbenchmark 2024

De Nederlandse Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) heeft de nieuwste editie van haar Benchmark Verantwoord beleggen door pensioenfondsen 2024 gepubliceerd. De benchmark is ontworpen voor het stimuleren van duurzame beleggingspraktijken door Nederlandse pensioenfondsen.

Jaarlijks beoordeelt de VBDO de verantwoorde beleggingsactiviteiten van de 50 grootste Nederlandse pensioenfondsen. Dit jaar voert Pensioenfonds Detailhandel de ranglijst aan als leider voor verantwoord beleggen. Het fonds laat volgens de beoordeling een sterke prestatie zien en een ambitieus intern ontwikkeld beleid. Dit vertaalt zich onder andere naar active ownership binnen verschillende duurzame thema's, zoals biodiversiteit en arbeidsrechten. Pensioenfonds TNO kwam naar voren als het best presterende fonds in de categorie kleine fondsen.

Dit jaar heeft de VBDO de methodologie herzien. Deze gaat nu verder dan naleving van regelgeving. Het model van dit jaar benadrukt actief eigenaarschap en moedigt pensioenfondsen aan tot strategischer nadenken over duurzaamheidsbijdragen.

Een van die opvallende bevindingen dit jaar is de toename van pensioenfondsen die biodiversiteit aanpakken via bedrijfsbetrokkenheid en stemactiviteiten. De benchmark laat zien dat ruim driekwart van de deelnemende fondsen biodiversiteit nu in hun RI-beleid opneemt. Daarnaast benadrukt het rapport een kleiner wordende prestatiekloof tussen pensioenfondsen, waarbij kleine en middelgrote fondsen steeds meer concurreren met grotere fondsen bij het aannemen van geavanceerde ESG-praktijken.

CARMIGNAC:

Energietransitie zal inflatie komende 10 jaar aanwakkeren

De pogingen om de temperatuurstijging tot 1,5° Celsius te beperken, kunnen de inflatie de komende tien jaar met 1,6%-punt per jaar doen stijgen. Dit blijkt uit onderzoek van Carmignac. Het alternatief van niets doen leidt volgens de Franse vermogensbeheerder overigens ook tot hogere prijzen.

Carmignac identificeert vier bronnen van inflatie als gevolg van de energietransitie: groene inflatie, fossielinflatie, vraagflatie en strandflatie.

Voor de overgang naar een groen energiesysteem zullen energieproducerende machines gebouwd moeten worden, zoals windturbines en zonnepanelen, maar ook batterijen en EV-infrastructureur. Dit leidt tot een hogere vraag naar kritieke grondstoffen. De waarschijnlijke verdubbeling van de reële prijs van metalen die nodig zijn voor de transitie de komende tien jaar kan volgens Carmignac 0,1%-punt toevoegen aan de inflatie, als 'groene inflatie'.

De overgang naar duurzame energieën zal producenten van fossiele brandstoffen ertoe aanzetten om het onderhoud en de investeringen in de exploitatie van olie en gas te vermindern of te stoppen. Gezien het natuurlijke verval van bestaande velden leidt dit tot een lagere productie, dus tot prijsstijgingen. Carmignac noemt dit 'fossieldeflatie', wat neerkomt op een extra 0,8%-punt inflatie per jaar.

'Vraagflatie' is het resultaat van de noodzakelijke onttrekking van middelen aan andere toepassingen in de economie. Voor elke toename in groene investeringen zal een vergelijkbare hoeveelheid consumptie moeten worden uitgesteld. De nodige herallocatie van productiefactoren zal faillissementen van bedrijven veroorzaken en omscholing van arbeid vergen, wat op de economie als geheel weegt.

Groene technologie kan pas op grote schaal toegepast worden wanneer ze concurrerend in kosten is of als superieur wordt beschouwd. Voor elektriciteit is dit het geval, maar voor sectoren als cement, staal en lucht- en scheepvaart is daar een groene prijspremie van 25% tot 300% voor nodig. Die leidt tot zogenaamde 'stranded assets'. Het prijsopdrijvend effect noemt de vermogensbeheerder 'strandflatie'. Vraagflatie en strandflatie zullen samen elk jaar 0,7%-punt extra bijdragen aan de nominale inflatie.

Duitsland voorlopig nog niet uit de crisis

Duitse politici hebben decennialang naar de pijpen van de zware industrie gedanst, met name de autosector, waar nu harde klappen vallen. De Duitsers weigeren echter vooralsnog de noodzakelijke maatregelen te nemen. Ze zouden flink moeten investeren in het diversifiëren van de economie, maar blijven vooral pappen en nathouden. Dat betekent dat de malaise nog jarenlang aanhoudt.

Door Joost van Mierlo

Dat stelt Wolfgang Münchau, Directeur van het Britse nieuwsagentschap Eurointelligence. In columns in *The Financial Times* en in *The New Statesman* becommentarieert hij de ontwikkelingen in met name Europa nauwgezet. In zijn recent verschenen boek *Kaput* rekent hij af met Duitse politici die in zijn ogen verantwoordelijk moeten worden gehouden voor de huidige malaise in het land.

In de afgelopen decennia is Duitsland volgens Münchau te veel afhankelijk gebleven van de industrie. Na de Tweede Wereldoorlog lag de verwevenheid van de politiek, de financiële sector en de krachtige industrie aan de basis van het Wirtschaftswunder. Het land lag toen in puin, maar herstelde razendsnel. In de ogen van Münchau was dat echter eerder geluk dan wijsheid, in ieder geval vanaf de jaren zeventig. Duitsland profiteerde van goedkoop Russisch gas, van goedkopere bevoorrading als gevolg van de globalisering, en van goedkope kredieten van Landesbanken, de regionale banken waar politici en industriëlen de dienst uitmaakten.

In een gesprek met *Financial Investigator* gaat Münchau in op de oorzaken van de huidige crisis. Maar hij kijkt ook vooruit naar de rol die Duitsland kan spelen in Europa en op de mogelijke gevolgen van een handelsoorlog met de Verenigde Staten onder Donald Trump.

Na de Tweede Wereldoorlog was er sprake van een Wirtschaftswunder, waarin West-Duitsland razendsnel weer een economische macht van betekenis werd. Waar ging het mis?

‘Waar moet ik beginnen? Ik zie de afhankelijkheid van de Duitse economie van de zware industrie als het voornaamste probleem. Het gaat dan vooral om de auto-industrie, maar ook om de chemische sector en machinewerktuigen. Begrijp me goed, het was onderdeel van een economie die fantastische producten leverde. Maar het is blijven hangen in het verleden. Duitsland is de kampioen van de technologie van de jaren tachtig. Geen land maakt zulke goede dieselmotoren als Duitsland, maar het probleem is dat niemand meer zit te wachten op dieselmotoren. De omslag naar een digitale economie is nooit echt gemaakt. Duitsland is blijven hangen in het verleden.’

In uw boek wordt vooral de vinger gewezen naar politici. Wat hebben zij fout gedaan?

‘Het grote probleem in Duitsland is dat er enorm hechte banden bestaan tussen politici, de industrie en de financiële sector. Vrijwel alle landelijke politici maken carrière via de diverse Federale Staten. Daarbij hebben ze niet alleen politieke verantwoordelijkheid, maar zitten ze vaak ook meteen in de raad van commissarissen van grote bedrijven en van de regionale banken die verantwoordelijk zijn voor de financiering van deze bedrijven.’

‘Gerhard Schröder speelde een instrumentele rol bij de manier waarop Duitsland afhankelijk werd van goedkoop Russisch gas. Zijn opvolger Angela Merkel liet dit toe.’



CV

Wolfgang Münchau

De in Mülheim in Duitsland geboren Wolfgang Münchau studeerde Internationale Journalistiek aan University College Londen. Daarna werkte hij decennialang als correspondent voor The Financial Times in Duitsland en als vermaarde wekelijkse columnist, waarbij hij commentaar gaf op ontwikkelingen binnen de EU. Hij richtte in 2009 samen met Susanne Mundschenk Eurointelligence op, een nieuwsagentschap dat zich richt op economische analyse. Münchau schreef in 2009 met The Meltdown Years, een gedegen boek over de financiële crisis. Dit najaar verscheen Kaput, een boek over de economische malaise in Duitsland.

Het bekendste voorbeeld is Gerhard Schröder, die rond de eeuwwisseling Bondskanselier was. Hij was commissaris bij Volkswagen en had een stevige vinger in de pap bij de Norddeutsche Landesbank. Toen hij bondskanselier werd, liet hij een medewerker van Volkswagen de nieuwe sociale wetgeving dicteren.

Na zijn vertrek als bondskanselier bleef Schröder via een rol als commissaris actief bij Rosneft, het Russische gasbedrijf. Schröder speelde een instrumentele rol bij de manier waarop Duitsland afhankelijk werd van goedkoop Russisch gas. Andere Duitse politici als zijn opvolger Angela Merkel lieten dit toe. Hoe kortzichtig dat was, bleek na het uitbreken van de oorlog in Oekraïne. Alle banden werden doorgesneden, maar Schröder is nog altijd de grootste fan van de Russische president Vladimir Poetin. Als je in zijn werkkamer komt, vind je Poetin op vrijwel alle foto's die er hangen.'

Maar heeft die verwevenheid niet juist tijdenlang goed gewerkt?

'Er zijn ernstige fouten gemaakt, vooral door de opvolgers van Schröder. De afhankelijkheid van Rusland heb ik al genoemd. Dat gebeurde onder Angela Merkel, maar die was meer geïnteresseerd in buitenlandse politiek dan in het economische reilen en zeilen van het land. Dat laatste liet ze aan anderen over.

Een van de grote fouten die werd gemaakt, is dat er afscheid werd genomen van kernenergie. Dat was een concessie van Schröder aan de Groenen, met wie hij een coalitie vormde. Maar Merkel versnelde het proces nog verder na de problemen met de Japanse kerncentrale in Fukushima. Het is een dramatische beslissing die onomkeerbaar is. We zijn jarenlang in slaap gesust doordat we de beschikking kregen over goedkoop Russisch gas. Sinds het opblazen van de Nordstream-gaspijpleidingen in de Oostzee zijn we afhankelijk van duur vloeibaar gas op de wereldmarkt. Dat heeft een land dat afhankelijk is van industrie extra hard geraakt.'

Maar Duitsland is de exporkampioen. Vooral richting China is het erg succesvol. Dat is toch een verdienste van het land?

'Ik zie dat anders. Het is een gevolg van een vorm van hedendaags mercantilisme waarbij het als een verdienste wordt beschouwd als er een overschot is op de handelsrekening. Dat is onzinnig voor een land met de omvang van Duitsland. De meeste andere landen met een vergelijkbare omvang zijn veel meer gediversifieerd.

Het exportoverschot is voor een belangrijk deel het gevolg van ons succes in China. Jarenlang konden ze daar geen genoeg krijgen van onze auto's. En zelfs een onderneming als BASF haalt nu het grootste deel van de omzet uit China. Het land was ook instrumenteel bij de revolutie rond de bevoorrading, waardoor ook Duitse bedrijven veel efficiënter zijn gaan produceren.

Maar Duitsland is stil blijven staan. De omslag richting elektrische wagens is veel te laat gemaakt. De voorsprong die er was, is omgeslagen in een achterstand. Chinese elektrische wagens zijn gewoonweg superieur aan die uit Duitsland. Ooit was Duitsland een kampioen als het gaat om de productie van zonnepanelen. Nu komt meer dan 95% uit China.

Het is niet alleen de industrie die problemen heeft, zelfs de vermaarde infrastructuur hapert. De treinen rijden niet meer op tijd. Autowegen worden jarenlang gesloten omdat bruggen op instorten staan. Hoe komt dat?

Het is het vanzelfsprekende gevolg van een gebrek aan investeringen. De angst voor een begrotingstekort is fenomenaal. Dat uit zich nu in de achterblijvende infrastructuur. Maar het geldt bijvoorbeeld ook voor de mobiele telefonie. Op mijn kantoor in Oxford heb ik een 5G-verbinding. Dat geldt ook voor het grootste deel van Londen. In Duitsland is dat nergens aanwezig. In China is men bezig met het ontwikkelen van 6G-techno- >

‘Lindner wilde kost wat kost vasthouden aan de begrotingsdiscipline. Dat is catastrofaal gezien de investeringen waar het land zo’n enorme behoefte aan heeft.’

logie. Dat is echt volstrekt niet aan de orde in Duitsland.

Dit heeft verregaande consequenties. Als je tegenwoordig een slimme student bent, dan kies je voor een carrière bij een digitaal bedrijf, waarschijnlijk iets dat met kunstmatige intelligentie te maken heeft. Daarvoor gaan deze slimme jongeren naar de Verenigde Staten of zelfs naar het Verenigd Koninkrijk. Het is een drama dat zich voor de ogen van politici voltrekt, maar waar niets aan wordt gedaan.’

Enkele weken geleden werd de minister van Financiën Christian Lindner ontslagen door bondskanselier Olaf Scholz. Wat betekent dit?

‘Het zijn twee voorbeelden van falende politici. Scholz is de ijdelheid zelve en Lindner een toonbeeld van gebrek aan competentie. Lindner wilde koste wat kost vasthouden aan de begrotingsdiscipline. Dat is catastrofaal gezien de investeringen waar het land zo’n enorme behoefte aan heeft. Maar Scholz had gewoon moeten wachten tot Lindner uit eigen beweging was opgestapt. Dat was een kwestie van weken. Dan had Scholz als leider van de SPD coalitiepartner FDP de schuld kunnen geven van de politieke malaise.

Er volgen nu verkiezingen, waarschijnlijk in het voorjaar. Die zullen vrijwel zeker worden gewonnen door de CDU. In de peilingen doen extreemlinkse en extreemrechtse partijen het goed, maar bij werkelijke verkiezingen vallen die meestal door de mand. Ook van de CDU is echter weinig te verwachten. Men is daar bang voor verandering. Het zal betekenen dat de economische crisis nog lang zal aanhouden. Het zal geen catastrofe worden, maar je hebt waarschijnlijk nog jarenlang last van een kwakkelende economie.’

Wat betekent dit voor de rol van Duitsland binnen de EU?

‘Het ontbreekt aan iedere vorm van serieus leiderschap. Dat geldt trouwens niet alleen voor Duitsland, maar ook voor Frankrijk, dat helemaal in zichzelf lijkt te zijn gekeerd. Ik was indertijd zeker geen voorstander van Brexit, maar ik denk dat het vertrek van de Britten nog slechter heeft uitpakkt voor de EU dan voor de Britten

zelf. Geholpen door Nederland en Scandinavische en Baltische landen zorgde het Verenigd Koninkrijk voor een krachtig tegengeluid tegen de as van Duitsland en

Frankrijk. Dit geluid lijkt te zijn verdwenen. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de manier waarop wordt omgegaan met digitalisering. Het regent decreten vanuit Brussel. Ieder initiatief lijkt te worden gesmoord met nieuwe regelgeving. Het is alsof alle mogelijke moeite wordt gedaan om te voorkomen dat er een digitale sector van betekenis ontstaat binnen de EU. Als het Verenigd Koninkrijk nog lid zou zijn geweest van de EU, zou daar paal en perk aan zijn gesteld, vermoed ik.’

Hoe kijkt u naar de toekomst van de EU?

‘De interne markt blijft natuurlijk van grote waarde, maar de bureaucratische rompslomp die gepaard gaat met de EU is een levensgroot probleem. De toekomst van de EU is niet gegarandeerd. Ik denk dat er een serieus dreigement kan komen over een vertrek uit de EU als er een land is dat een doorbraak wil forceren rondom digitale technologie.

Het zou om Zweden kunnen gaan, maar misschien ook om Spanje of Italië. Als een van deze landen zich realiseert dat het breken met de bureaucratische beperkingen die de EU oplegt aantrekkelijker is dan het lidmaatschap van de interne markt, kan dat het einde van de EU inleiden.’

De problemen voor Duitsland worden waarschijnlijk nog groter. De nieuwe Amerikaanse president Donald Trump schermt met de introductie van flinke importtarieven. Wat betekent dat?

‘Veel van wat Trump heeft gezegd was waarschijnlijk campagneretoriek, maar hij lijkt serieus van plan om ervoor te zorgen dat de Amerikaanse industrie gestimuleerd wordt. Het kan betekenen dat Duitse bedrijven een deel van de productie over zullen hevelen naar de Verenigde Staten.

Wat er ook gebeurt, het zal waarschijnlijk een negatief gevolg hebben voor Europa in het algemeen en Duitsland in het bijzonder. Maar misschien helpt dat om landen hier wakker te schudden. Dat zou ik positief vinden.’ ■

‘Duitsland is blijven hangen in het verleden. Het is de kampioen van de technologie van de jaren tachtig.’

Big Central Bank is watching you

Vorig jaar kreeg de Europese Centrale Bank groen licht om een project op het getouw te zetten rond de lancering van een Central Bank Digital Currency (CBDC). De EU wil hiermee het bancaire systeem veiliger maken.

Sinds de uitvinding van het moderne bancaire systeem in de zeventiende eeuw wordt 95% van al het geld gecreëerd door commerciële banken via kredieten. Deze magische kracht bestaat uit een eenvoudige boekhoudkundige operatie. De bank boekt het nieuwe krediet aan de actiefzijde van haar balans en – Huub, Huub, Bancatruc! – crediteert tegelijkertijd de rekening van de kredietnemer met een even groot deposito, geboekt aan de passiefzijde. Kredieten creëren met andere woorden deposito's en niet omgekeerd. Alle geld is krediet. Het geld op uw bankrekening is privaat geld uitgegeven door een commerciële bank. Het komt in gevaar wanneer de bank in gevaar komt. Centrale banken kunnen digitaal interbancair geld creëren om commerciële banken uit de liquiditeitsnood te helpen. CBDCs zijn digitaal publiek geld, uitgegeven door de overheid, dat voor het eerst rechtstreeks aan burgers en ondernemingen ter beschikking wordt gesteld. Aangezien een centrale bank niet failliet kan gaan, zou hierdoor de veiligheid van het bancaire systeem verbeteren.



Door **Jan Longeval**,
Adjunct Professor of
Finance Vlerick
Business School,
Eigenaar Kounselor
Consulting

CBDCs hebben echter een schaduwzijde. De meeste CBDCs maken gebruik van blockchaintechnologie. In het geval van een cryptomunt is het grootboek publiek en gedecentraliseerd. Kopieën van het grootboek worden simultaan aangehouden op duizenden computers die verbonden zijn via het internet. De deelnemers kunnen het grootboek zien, maar kunnen het niet 'editen'. Het grootboek achter CBDCs kan echter enkel door de centrale bank worden gezien, die het ook nog eens

kan editen. En daar wringt het schoentje. Een burger met een rekening bij de centrale bank geeft niet alleen inzage in zijn hele financiële reilen en zeilen, maar geeft ook een volmacht op zijn rekening aan de centrale bank. En wie centrale bank zegt, kan net zo goed overheid zeggen. Centrale banken worden geacht onafhankelijk te opereren van de overheid, maar dat is erg relatief. De belofte van de centrale banken om een Chinese muur op te trekken tussen de CBDC en de overheid klinkt daarom erg hol. CBDCs zullen wellicht ook de vorm aannemen van programmeerbaar geld, waardoor de overheid schier eindeloze beleidsmogelijkheden krijgt. Indien de overheid de burger wil aanzetten tot meer consumeren, kan ze bijvoorbeeld je geld zo programmeren dat een bepaald bedrag uitdooft indien je het niet uitgeeft.

Wie alle geld controleert, heeft totale controle over de burger. 'Alle' geld is ook dichterbij de waarheid dan u zou kunnen denken. CBDCs dreigen immers alle deposito's weg te zuigen uit het commerciële banksysteem richting de centrale bank in tijden van crisis. Om de cirkel rond te maken, kan de overheid tegelijkertijd contant geld afschaffen.

In Amerika zijn CBDCs onderwerp van een intense politieke controverse. Op initiatief van senator Ted Cruz werd in mei van dit jaar een wetsvoorstel ingediend, bekend als de 'CBDC Anti-Surveillance State Act'. Dit wetsvoorstel wil de Federal Reserve Act – die de activiteiten van de Amerikaanse centrale bank reguleert – aanpassen en de Federal Reserve verbieden om producten en diensten aan individuele burgers aan te bieden, om rekeningen voor individuele burgers aan te houden en om CBDCs te lanceren. CBDCs verdienen ook bij ons een publiek debat. Ze zijn het paard van Troje van de Europese Superstaat, verpakt in de digibox van Pandora. ■



Cultural fit belangrijke succesfactor voor overname

De overname van de vermogensbeheeractiviteiten van Blue Sky Group (BSG) door Achmea Investment Management (Achmea IM) is eind dit jaar voltooid. De trekkers in het overnameproces, Maureen Schlejen, Directievoorzitter van Achmea IM, en Caroline Muste-Merks, CEO van BSG Vermogensbeheer, delen hun ervaringen. ‘Deze overname is belangrijk voor het Nederlandse fiduciaire landschap.’

Door Baart Koster Fotografie Pamela Mooij

De beslissing om de vermogensbeheeractiviteiten van BSG te verkopen kwam niet van de ene op de andere dag tot stand, vertelt Caroline Muste-Merks op het hoofdkantoor van Achmea in Zeist. BSG, dat dit jaar 25 jaar bestaat, stond voor een uitdagende keuze. Want ondanks alle tevreden klanten zag de directie in dat de toenemende kosten voor wet- en regelgeving en de krapte op de arbeidsmarkt in toenemende mate een issue zouden zijn. Daarnaast vereisen productinnovaties, met name op het gebied van ESG, steeds meer investeringen. Deze ontwikkelingen zouden het voor het vermogensbeheerbedrijf van BSG moeilijk maken om de hoge kwaliteitsstandaard in de toekomst te blijven waarborgen, licht Muste-Merks toe. ‘We kwamen tot de conclusie dat BSG Vermogensbeheer onvoldoende schaalgrootte bezit om in de toekomst op het gewenste serviceniveau te kunnen blijven opereren’, aldus Muste-Merks.

Het proces dat tot deze beslissing leidde, was intensief en vond plaats in nauw overleg met aandeelhouders, de Raad van Commissarissen en de drie grootste klanten van BSG: Pensioenfonds KLM Vliegend Personeel, Pensioenfonds KLM Cabinepersoneel en Stichting Algemeen Pensioenfonds KLM voor het KLM-grondpersoneel. Muste-Merks: ‘Hierbij hebben we verschillende scenario’s verkend, waaronder strategische samenwerkingsverbanden, maar uiteindelijk zagen we de verkoop van ons vermogensbeheer als de beste optie.’ Dit traject, dat in zorgvuldige samenspraak met alle betrokken partijen werd doorlopen, zorgde voor een breed draagvlak voor de uiteindelijke beslissing. Een belangrijke succesfactor in het verkoopproces was de wijze waarop dat werd uitgevoerd. In samenwerking met Deloitte, Clifford Chance en CFF Communications ontwikkelde BSG een

strak projectplan met een duidelijke focus op communicatie en tijdslijnen in het competitieve biedingsproces. Volgens Muste-Merks was het cruciaal dat alle stakeholders op het juiste moment werden betrokken om hun feedback te kunnen geven. ‘We hebben het zo georganiseerd dat er ondanks de vele belanghebbenden geen vertraging ontstond. Zodoende wisten wij de verkoop binnen een toch wel heel strakke deadline op tijd en met een heel mooi verkoopresultaat te realiseren. Daar ben ik best trots op.’

Schaalvergroting steeds belangrijker

Achmea IM werd in maart 2024 benaderd om deel te nemen aan het biedingsproces. Maureen Schlejen legt uit dat ook Achmea IM het besluit om mee te doen zeer weloverwogen heeft genomen. De organisatie zat in de eindfase van haar strategische heroriëntatie, vertelt Schlejen, en het was belangrijk om te beoordelen of de overname überhaupt binnen de eigen strategische plannen paste. ‘We hebben daar grondig naar gekeken en de conclusie was dat deze transactie naadloos paste binnen onze strategische ambities.’ Met de overname van BSG Vermogensbeheer heeft Achmea IM een nog sterkere positie verworven in de Nederlandse pensioensector. Schlejen legt uit dat het de ambitie is om de marktleiderspositie in Nederland als multi-client fiduciair beheerder verder uit te bouwen. ‘We willen blijven groeien, zowel op het gebied van fiduciair management als op het gebied van vermogensbeheer, met impactvolle oplossingen. Deze ambitie sluit aan bij onze bredere strategie, waarin schaalvergroting steeds belangrijker wordt.’

De beslissing om het vermogensbeheer juist aan Achmea IM te verkopen, werd mede ingegeven door de culturele fit >



CV

Caroline Muste-Merks

Caroline Muste-Merks heeft ruim 25 jaar ervaring in institutioneel vermogensbeheer en is sinds 2022 lid van de directie van BSG Holding en CEO van BSG Vermogensbeheer. Daarvoor heeft zij meerdere leidinggevende posities gehad in fiduciaire advisering, private debt, asset backed securities en portfolio management.

met deze partij, vertelt Muste-Merks. 'We hebben veel tijd en aandacht besteed aan de afweging van verschillende belangen van onze stakeholders, waarbij ook de culturele aansluiting tussen de organisaties een belangrijk onderdeel was. Om dit te kunnen doen, hebben we samen met Deloitte vooraf een duidelijk en transparant beoordelingskader voor de biedingen opgezet. Daarbij zijn alle stakeholders betrokken, inclusief onze klanten en de Ondernemingsraad. Zo was voor iedereen helder op welke basis de keuzes werden gemaakt.' Daarnaast is er bewust voor gekozen om het pensioenbeheer bij BSG te houden, vertelt Muste-Merks. 'We zien daar namelijk mooie groeikansen voor ons liggen.'

Schlejen constateert dat de consolidatie in de sector extra uitdagingen met zich meebrengt. 'Onze klanten vinden de kwaliteit van dienstverlening belangrijk. Om relevant te blijven voor je klanten, moet je als vermogensbeheerder in staat zijn om continu te verbeteren en te innoveren. Datagedreven werken, digitalisering en AI zijn daarbij cruciaal. Dit vraagt om aanzienlijke investeringen in technologie en het aantrekken van nieuwe talenten die de vaardigheden hebben om deze digitale transformatie te ondersteunen. Tegelijkertijd opereren we in een krappe arbeidsmarkt, wat het aantrekken van de juiste mensen uitdagend maakt. Gelukkig biedt Achmea als werkgever uitgebreide doorgroei mogelijkheden, waardoor het een aantrekkelijke plek is voor jong talent. Met onze grote innovatiehub bij Achmea trekken we goed opgeleide en creatieve mensen aan, wat ons bij Investment Management weer helpt om de digitale transformatie te versnellen en onze klanten nog beter van dienst te zijn.'

Strakke regie blijkt belangrijke slagingsfactor

Na de gemaakte keuze voor Achmea IM en de due diligence-fase waarin de financiële en operationele situatie van BSG in kaart werd gebracht, sloten de partijen de eerste fase van het overnameproces af met de onder-

tekening van het contract in juli van dit jaar. Schlejen bevestigt het belang van de strakke sturing tijdens dit proces. 'Het was tot die tijd

een heel intensieve periode, met korte deadlines, maar door goede regie wisten we alles op schema te houden. Uiteindelijk kwam het moment van ondertekening, wat voor ons allemaal een bijzonder moment was omdat het volgde op zo'n intensieve periode. Het gaf ook best enige emotie.' Na de ondertekening van het contract brak vanaf juli een nieuwe fase aan, vertelt Muste-Merks. Want na een korte rustperiode begon de voorbereiding voor de volgende fase: de transitie van de activiteiten naar Achmea IM. Muste-Merks: 'Er werden steeds meer mensen actief bij het proces betrokken, zowel binnen BSG als binnen Achmea IM. De focus kwam in deze fase te liggen op de toekomstige samenwerking van de teams om zo de latere integratie van de teams zo soepel mogelijk te laten verlopen.'

'We hebben ervoor gezorgd dat de medewerkers van beide organisaties elkaar snel konden leren kennen,' zegt Schlejen. 'Er zijn binnen de toegestane kaders gemengde projectteams gevormd en we werken nauw samen aan de integratie, met als doel dat onze nieuwe medewerkers vanaf 1 januari kunnen werken in de Achmea-omgeving, terwijl ze hun klanten blijven bedienen vanuit dezelfde relatiebeheerstructuur. We hebben ook een kantoor in Amsterdam, dus medewerkers kunnen kiezen of ze daar of hier in Zeist gaan werken, al naar gelang de persoonlijke wensen en verkeersomstandigheden.'

'Deze overname versterkt niet alleen onze positie, maar is bovendien een goede impuls voor de Nederlandse pensioenfondsen en voor Nederland als geheel.'

Boost voor Nederlandse pensioensector

De consolidatie in de pensioenwereld is nog lang niet ten einde, denkt Schlejen. 'Ik had verwacht dat er na de eerste stappen richting de Wet toekomst pensioenen (Wtp) wat meer rust zou komen in de markt, maar het tegendeel blijkt waar. Er is nog steeds veel beweging en de consolidatie onder pensioenfondsen leidt

CV

Maureen Schlejen

Maureen Schlejen is sinds september 2023 Directievoorzitter van Achmea Investment Management. Zij was daarvoor CCO en Partner bij Cardano, en vervulde eerder diverse managementfuncties bij NN Investment Partners en Robeco.



tevens tot consolidatie onder vermogensbeheerders. Schaalvergroting blijft zodoende noodzakelijk om in dit veld relevant te blijven.

Mede in dat licht is Schlejen trots op de overname van de vermogensbeheertak van BSG: 'Het is mooi dat twee Nederlandse partijen samengekomen zijn. Deze overname versterkt niet alleen onze positie, maar is bovendien een goede impuls voor de Nederlandse pensioenfondsen en voor Nederland als geheel. We beheren immers heel veel pensioenvermogen in Nederland en als Nederlandse partij hebben wij een goed begrip van de lokale markt en wet- en regelgeving. Dat stelt ons in staat om heel goed in te spelen op de behoeften van pensioenfondsen en hen van innovatieve oplossingen te voorzien.'

'Omdat de dienstverlening aan onze klanten gewoon doorgaat, hebben we de overgang naar Achmea IM zo georganiseerd dat klanten er zo min mogelijk hinder van ondervinden,' voegt Muste-Merks toe. 'Zij zullen dezelfde aanspreekpunten behouden en de dienstverlening zal op het hoge niveau blijven dat onze klanten al van ons gewend zijn. Dankzij de schaalgrootte van Achmea IM verwachten we bovendien dat zij op termijn kunnen profiteren van nieuwe mogelijkheden en innovaties, waarmee we hen nog beter kunnen ondersteunen bij het behalen van hun beleggingsdoelen.' Muste-Merks benadrukt dat de keuze voor Achmea IM ook voortkwam uit de wens van klanten voor een brede dienstverlening in Nederland en daarmee voor toegang tot een partij die sterk verankerd is in de Nederlandse markt. 'Dat was voor ons een belangrijke factor bij het nemen van onze beslissing,' voegt ze toe.

Warm welkom

Het slagen van de overname is volgens Schlejen niet alleen van belang voor BSG en Achmea IM, maar ook voor andere partijen die mogelijk interesse hebben in toekomstige samenwerkingen. 'Day One, gepland op 1 januari 2025, is slechts het begin,' zegt ze. 'Het is onze verantwoordelijkheid om de integratie goed te laten

verlopen, zodat onze klanten tevreden blijven en we onze groeidoelstellingen kunnen realiseren.' En dan komt Schlejen nog even

terug op wat ze uiteindelijk het belangrijkste aspect van de overname vindt: de culturele klik tussen beide organisaties. 'We hebben elkaar echt gevonden in de uitgangspunten van het Rijnlandse model, met gedeelde normen en waarden die zowel voor ons als voor BSG essentieel zijn.' Desondanks blijft het altijd een uitdaging om de culturele match volledig in woorden te vatten, vindt ze. Muste-Merks herkent dat. 'Wat voor de één van groot belang is in een culturele fit, kan voor de ander minder zwaar wegen. Iedereen heeft zijn eigen gevoel daarbij, maar het gezamenlijke doel waar het ons om begonnen is, namelijk het toekomstbestendig neerzetten van onze dienstverlening, blijft uiteindelijk de belangrijkste leidraad.'

Voorlopig wil Muste-Merks zich volledig richten op de afronding van het overnametraject. 'Ik werk hier al twee jaar aan en wil ervoor zorgen dat zowel onze medewerkers als onze klanten een goed nieuw thuis vinden bij Achmea IM. Daarna zie ik wel wat er op mijn pad komt.' Net als Schlejen kijkt Muste-Merks met veel voldoening terug op het overnameproces, voor zover dat achter haar ligt. 'Het is een enorm leerzaam traject en het is leuk om te zien hoeveel professionaliteit en kennis, maar vooral ook energie, er loskomt in zo'n traject. Ik ben heel blij met de samenwerking en toewijding van alle betrokkenen.' Schlejen beaamt dit: 'De samenwerking tussen onze teams heeft het beste in ons en onze organisaties naar boven gehaald. Ik

denk dat we klaar zijn voor wat de toekomst ons brengt.' Muste-Merks spreekt tot slot nog haar persoonlijke waardering uit voor de samenwerking met Achmea IM. 'De betrokkenheid van Maureen en de directie werd door de medewerkers zeer gewaardeerd. Dat draagt eraan bij dat iedereen zich welkom voelt en zich snel onderdeel van Achmea zal voelen.' ■

'De samenwerking tussen onze teams heeft het beste in ons en onze organisaties naar boven gehaald. Ik denk dat we klaar zijn voor wat de toekomst ons brengt.'

Met elkaar in gesprek blijven

Maatschappelijke relevantie in haar werk, respectvol met elkaar omgaan en in vrijheid keuzes kunnen maken: het staat bij haar allemaal hoog in het vaandel. Financial Investigator sprak met Anne Kock-de Kreuk, bestuurder bij Pensioenfonds PGB en opleidingsdirecteur bij de Erasmus Universiteit.

Door Lies van Rijssen

‘Mijn studie Technische Wiskunde was gericht op banen op het terrein van logistiek, natuurkunde of bijvoorbeeld codering. Ik had totaal niet voor ogen dat ik iets in de financiële sector zou gaan doen. Zijdelings was ik daar wel in geïnteresseerd geraakt door wat mijn broer erover vertelde. Hij werkte als market maker op de optiebeurs. Ik kwam voor een stage in Noorwegen terecht, waar ik colleges aan de Universiteit van Trondheim ging volgen over een specifieke soort wiskunde die ik in mijn stage moest toepassen. De colleges waren bedoeld voor mensen die in de financiële sector werkten. Toen is er iets bij mij aangezet. Voor mijn afstudeerscriptie ging ik specifiek op zoek naar een onderwerp waar ik technische wiskunde kon toepassen in de financiële sector. Dat kon bij een vermogensbeheerder.

Om dat idee in Eindhoven, waar ik studeerde, goedgekeurd te krijgen, heeft me heel wat moeite gekost. Ze vonden dat mijn onderzoek bij een technisch bedrijf moest plaatsvinden. Ik zette door en kwam bij ABN AMRO Asset Management terecht. Over mijn onderzoek en het resultaat waren ze in Eindhoven uiteindelijk erg enthousiast. In de dynamiek van de financiële sector heb ik snel mijn draai gevonden. In het begin was het vooral de combinatie van inhoud en commercie die me aansprak, later werd ik steeds meer geraakt door de maatschappelijke relevantie die het werk in deze sector kan hebben. Ook bij ABN AMRO werkte ik al met klanten uit de pensioensector. Ik ben daar vervolgens nooit meer van losgekomen.

Als allerbelangrijkste ontwikkeling in de financiële sector zie ik de opkomst van duurzaamheid als centraal onderwerp. Dat heeft een regimeshift meegebracht die ons dwingt om

heel anders naar de financiële markten en naar beleggen te kijken. Oude beleggingstheorieën houden geen stand meer. Het is evident dat we op een volkomen andere manier met onze aarde, onze omgeving en de mensen om ons heen moeten omgaan.

Ook voor de pensioensector geldt dat er veel regelgeving over duurzaamheid en duurzaam beleggen is gekomen. Maar waar die regels er voornamelijk op toezien dat we transparant over onze beleggingen zijn en er eenduidig over communiceren, ontkomen wij er natuurlijk niet aan om duurzaamheid volledig te integreren in onze beleggingsbeslissingen. Anders verliezen we draagvlak en vertrouwen, en lopen we veel te grote maatschappelijke risico's, die zich later natuurlijk vertalen naar financiële risico's.

Het zal niet verbazen dat een belangrijk thema in mijn werk het integreren van duurzaamheid in het beleggingsproces van ons fonds en in onze beleggingsbeslissingen is. We zijn van oudsher gewend aan risico-rendementsdenken. Introduceer je duurzaamheid in je beleggingen, dan krijg je vanzelfsprekend ook te maken met minder kwantificeerbare zaken.

Een ander groot thema in mijn werk is uiteraard de aanstaande implementatie van de nieuwe pensioenwet. Ik ben behalve pensioenfondsbestuurder ook opleidings-

directeur van de vermogensbeheeropleiding voor pensioenexecutives aan de Erasmus Universiteit. Ook daar zijn duurzaamheid en de nieuwe pensioenwetgeving de thema's waar de meeste aandacht in het programma naar uitgaat. Mijn twee werkvelden – het besturen van een

‘Dat je openstaat voor elkaars inbreng en toegevoegde waarde, is essentieel voor alle vormen van samenwerking.’

Anne Kock-de Kreuk



Anne Kock-de Kreuk studeerde Technische Wiskunde aan de Technische Universiteit Eindhoven. Ze werd in 2023 Bestuurder bij Pensioenfonds PGB en is daarnaast, sinds begin 2024, Opleidingsdirecteur Certified Pensioenexecutive Vermogensbeheer aan de Erasmus Universiteit. Eerder was Kock-de Kreuk enkele jaren Senior Consultant Risk & Investments bij Montae & Partners en vervulde zij negen jaar lang verschillende toezichtfuncties bij De Nederlandsche Bank. In haar vrije tijd is Kock-de Kreuk lid van de beleggingsadviescommissie bij het Vfonds (Nationaal Fonds voor Vrede, Vrijheid en Veteranen).

pensioenfondsen en het universitaire onderwijs – bieden mij de afwisseling die ik nodig heb, en tussen beide vindt een mooie vorm van kruisbestuiving plaats.

Diversiteit vind ik een enorm belangrijk onderwerp. Diversiteit integreren in ons beleid is essentieel voor een goede besluitvorming. Het is noodzakelijk dat wij als bestuur van voldoende gezichtspunten kennisnemen voordat we een besluit nemen. In de besluitvorming van ons fonds stimuleer ik de diversiteit door de gezichtspunten van onze adviseurs van binnen en buiten de organisatie nadrukkelijk mee te wegen. Juist bij een onderwerp als duurzaamheid, dat op veel vlakken nog onontgonnen terrein is, is het belangrijk om uiteenlopende gezichtspunten op de besluitvormingstafel te krijgen. Alleen dan krijg je oog voor nieuwe invalshoeken. Ook wanneer er vacatures in het bestuur zijn, nemen we de nadrukkelijke wens om divers te zijn mee in de zoektocht naar nieuwe bestuurders, en dat gaat breder dan alleen genderdiversiteit.

Ook inclusie vind ik zeer belangrijk. Iedereen die in onze organisatie werkt, moet zich hier thuis kunnen voelen en zich gehoord weten. We zijn te veel geneigd om vooral te luisteren naar mensen die op ons lijken, dezelfde mening hebben als wij. Inclusie heeft ook te maken met het insluiten van mensen van verschillende culturele achtergronden in de besluitvorming. Toen ik zelf begon als bestuurder, had ik al twintig jaar ervaring in de financiële sector en al heel wat kanten ervan gezien, maar bestuurlijke ervaring had ik nog niet. Ik kon toen een beroep doen op mijn medebestuurders om uitleg te krijgen over voor mij nieuwe elementen van het werk. Van mijn kant heb ik van

het begin af aan mijn kennis en vaardigheden, die ik bijvoorbeeld in mijn tijd als toezichthouder bij DNB had opgedaan, kunnen inbrengen. Dat je openstaat voor elkaars inbreng en toegevoegde waarde is essentieel voor alle vormen van samenwerking.

Een belangrijk inzicht dat ik in mijn werk heb opgedaan, is dat we allemaal mensen blijven. Ik kwam hier binnen vanuit een zeer theoretisch gerichte omgeving, maar ook met een natuurlijke interesse in hoe het hier allemaal werkt. Gaandeweg ontdekte ik dat ik veel meer een generalist ben dan een specialist. Maar uiteindelijk staat of valt alles met menselijk gedrag en met hoe we met elkaar omgaan. Dat inzicht heeft zich vooral ontwikkeld in mijn negen jaar bij DNB. De meeste inhoudelijke issues die we daar tegenkwamen, waren uiteindelijk terug te voeren op menselijk gedrag. Dat inzicht heeft mij mede gevormd als bestuurder en het heeft me onder meer gebracht dat ik goed ben geworden in het onderscheiden van hoofd- en bijzaken. Ik denk dat ik tamelijk snel doorheb waar echte risico's zitten. Ook heb ik geleerd veel bestuursstijlen te onderscheiden, goede en minder goede. En ik heb mensenkennis opgedaan en geleerd mijn oordeel op te schorten. Ik probeer ergens uit te komen door in gesprek te gaan. Altijd. Bij DNB werd ik daar ook in getraind. Ik denk dat ik elke dag nog profijt heb van wat ik daar heb geleerd, bewust of onbewust. Ook in mijn tijd bij Montae, waar ik vaak met besturen aan tafel zat en bestuurs-

leden samen heb zien opereren, heb ik veel geleerd over menselijk gedrag.

Het belangrijkste moment in mijn loopbaan is het doordringen van het besef geweest dat mijn hart sneller gaat kloppen als ik iets kan betekenen voor >

‘De meeste inhoudelijke issues die we bij DNB tegenkwamen, waren uiteindelijk terug te voeren op menselijk gedrag.’

‘Het belangrijkste moment in mijn loopbaan is het doordringen van het besef geweest dat mijn hart sneller gaat kloppen als ik iets kan betekenen voor de samenleving.’

de samenleving, maatschappelijk relevant werk kan doen. Dat besef ontstond niet van de ene dag op de andere, maar ontwikkelde zich. Ik wist daarna dat ik bij alle volgende stappen in mijn loopbaan die maatschappelijke relevantie bovenaan zou zetten. Ik zou mezelf steeds moeten kunnen uitleggen wat de maatschappelijke relevantie van mijn handelen is. In mijn huidige functies is die relevantie volkomen duidelijk voor me.

Tijd blijft mijn grootste uitdaging: er lijken altijd te weinig uren in een dag te zitten en te weinig dagen in een jaar. Zowel privé als in mijn werk heb ik altijd veel plannen. Het is dan zaak om de juiste focus aan te brengen en keuzes te maken. Dat lukt me steeds beter. Ik merk dat ik inmiddels meer in control kom van mijn vele plannen. We leven natuurlijk ook in een tijd waarin er heel veel mogelijk is én er heel veel van ons gevraagd wordt.

Ik vind dus inspiratie in onderwerpen die maatschappelijk relevant zijn. Een deel van mijn vrije tijd besteed ik aan werk voor de beleggingsadviescommissie van het Vfonds, het fonds voor Vrede, Vrijheid en Veteranen. Deze charitatieve instelling ontwikkelt activiteiten die bijdragen aan vrijheid, democratie en erkenning en waardering van veteranen. Mijn drijfveer om dat te doen, is dat ik het heel belangrijk vind dat we in de samenleving op alle fronten in gesprek blijven met elkaar, respectvol met elkaar omgaan en er met elkaar voor zorgen dat we de democratie handhaven. Zeker in deze tijd is het in mijn ogen uiterst belangrijk om hiermee bezig te zijn.

Mijn drie kinderen – ze zijn tussen de zes en twaalf – spelen alle drie rugby, een sport waarin respectvol met elkaar omgaan ook heel belangrijk is. Ik wil graag dat mijn kinderen zelfvertrouwen krijgen bij het maken van hun eigen keuzes, dat zij hun eigen persoon kunnen zijn

en kunnen doen wat bij hen past. Dat vind ik het allerbelangrijkste wat ik ze kan meegeven. Soms is dat lastig. Ik duw ze ook wel eens een kant op waar ze zelf niet om gevraagd hebben. Als ik dat merk, corrigeer ik dat weer bij

mezelf. Hierachter zit het besef dat ik zelf verantwoordelijk ben voor mijn keuzes en dat ook met nadruk wil zijn, ook wanneer die keuzes soms afwijken van wat anderen vinden of vonden dat ik zou moeten doen. Dat ik toch steeds mijn eigen weg heb gekozen, heeft mij een fijn gevoel van werkplezier en vrijheid gegeven. Dat gun ik mijn kinderen ook zeer.

Ook lees ik graag. Op dit moment liggen op mijn nachtkastje ‘Over strategisch denken’ en van Jan Brokken ‘De rechtvaardigen’. Brokken laat daarin op een heel ander vlak zien hoe belangrijk het maken van eigen keuzes is. Verder houd ik ervan musea te bezoeken en sport ik graag.

Ja, er zijn echt te weinig uren in een dag om dit allemaal zo vaak te doen als ik zou willen. ■

DNB
inclusie
diversiteit
pensioensector
Technische Wiskunde
Erasmus Universiteit
Technische Universiteit Eindhoven
maatschappelijke relevantie
Pensioenfonds PGB
duurzaamheid
ABN AMRO
respect

Ontsnappen aan de benchmarkgijzeling

Jezelf voortdurend vergelijken met anderen, nog eens versterkt door sociale media, vormt een bron van ongeluk en is een cultuurverschijnsel dat tot ver buiten de beleggingswereld reikt. Voor beleggers zijn de gevolgen van het continue vergelijken met anderen vaak schadelijk, zoals ik in eerdere columns heb besproken. Gelukkig zijn er manieren om aan de ‘benchmarkgijzeling’ te ontsnappen.

De opkomst van duurzaam beleggen heeft het keurslijf van de benchmark opengebroken. Neem bijvoorbeeld het uitsluiten van tabaks- en kolenbedrijven, wat leidt tot afwijkingen van standaard benchmarks. Een kortetermijnoplossing is het creëren van een nieuwe benchmark, zoals de MSCI Wereld Index zonder tabak. Maar wanneer de criteria blijven veranderen, bijvoorbeeld het uitsluiten van fossiele brandstoffen, of juist de herintrede van beleggingen in wapens en kernenergie, lopen ‘duurzame’ benchmarks al snel achter de feiten aan.

Deze keuzes hebben directe gevolgen voor het risico en het rendement van een portefeuille en vergen uitleg aan klanten – zeker als de resultaten tegenvallen, zoals gebeurde in 2022 met fossiele energie. Duurzaam beleggen dwingt beleggers niet alleen anders te kijken naar risico en rendement, maar voegt ook impact toe als essentiële dimensie. Het blind volgen van een benchmark is daarmee niet langer houdbaar en dat dwingt tot bewuste keuzes.

Betere benchmarkregulering

De regelgever kan een sleutelrol spelen bij het verminderen van de verkeerde prikkels van benchmarkbeleggen. Door de nadruk te verschuiven van relatief risico naar absoluut risico, vermindert de dominantie van benchmarks in beleggingsbeslissingen. Interessant genoeg kan institutionele regelgeving, zoals Solvency II of het FTK, veel leren van de regels die gelden voor particuliere beleggers. Waarom zouden aandelen bijvoorbeeld niet net als obligaties geclassificeerd worden op basis van kredietrisico?

Naast credit ratings kan het risicoprofiel van aandelen eenvoudig worden bepaald door de volatiliteit van de portefeuille te meten, in plaats van de veelgebruikte tracking error. Dit zou beleggers stimuleren zich meer te richten op daadwerkelijke risicoreductie in plaats van blind benchmarkafwijkingen te managen.

Durf de benchmark ter discussie te stellen

Jaarlijks evalueren veel pensioenfondsen en beleggingsinstellingen hun beleggingsbeginselen. Maar hoe vaak stellen ze de benchmarks zelf kritisch ter discussie? Wat ooit een neutraal hulpmiddel was, kan een rigide standaard zijn geworden. Dit roept de vraag op of de ooit gekozen benchmarks nog wel passen bij de fiduciaire verantwoordelijkheden. Een te sterke focus op benchmarks kan namelijk verkeerde prikkels creëren voor fondsmanagers en daardoor de prestaties schaden – zeker nu de aandelenmarkten steeds meer geconcentreerd raken. Het is daarom cruciaal om ‘de zaag scherp te houden’: zet benchmarks regelmatig op de agenda en neem ze mee in het voortdurend slijpen van de beleggingsbeginselen.

De fundamentele benchmark

Loskomen van de beklemmende greep van benchmarks opent de deur naar interessante beleggingskansen. Benchmarks kunnen marktprijzen verstoren, wat leidt tot lagere prijzen en hogere verwachte rendementen. Vaak zijn juist effecten die ondervertegenwoordigd zijn in benchmarks, zoals small caps en defensieve aandelen, aantrekkelijk gewaardeerd – zeker nu, eind 2024, na jaren van toenemende marktconcentratie. Daarnaast bieden ‘fallen angels’ – bedrijfsobligaties die zijn gedegradeerd van investment grade naar high yield – structurele kansen, doordat ze vaak gedwongen verkocht worden door beleggers die vastzitten aan benchmarkrestricties.

Warren Buffett’s tijdloze regel – voorkom kapitaalverlies – blijft de ultieme richtlijn en fungeert als de fundamentele benchmark. De belegger die durft af te wijken van conventie en buiten de gebaande paden durft te denken, kan profiteren van deze anomalieën. ■



Door **Pim van Vliet**,
Head Conservative
Equities and Chief
Quant Strategist,
Robeco

Extra energie door de overgang naar de Wtp

De stelselwijziging eist momenteel veel aandacht op binnen de pensioensector. De omschakeling zorgt ook voor nieuwe energie, merkt het lokale team van Columbia Threadneedle Investments dat al ruim 65 jaar als fiduciair beheerder actief is in Nederland.

Door Michiel Pekelharing

Als fiduciair beheerder is Columbia Threadneedle Investments intensief betrokken bij de keuzes die pensioenfondsen moeten maken in de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Hans Fortuyn, Head of Fiduciary Management Nederland, vertelt over de waardevolle inzichten die in dit proces als strategisch partner van pensioenfondsen worden opgedaan. De betrouwbaarheid en tijdige beschikbaarheid van alle relevante data en grote informatiestromen is van ongekend belang. Daarom benadrukt Fortuyn dat het belangrijk is dat pensioenfondsen worden bijgestaan door een grote partij die beschikt over een stabiele IT-infrastructuur en die in staat is om noodzakelijke veranderingen snel en veilig door te voeren.

Welke ontwikkelingen zien jullie momenteel binnen de Nederlandse pensioensector? Staat alles in het teken van de nieuwe pensioenwet, of zijn er ook andere zaken die momenteel veel aandacht krijgen?
‘Er gebeuren de laatste tijd veel dingen tegelijk. Uiteraard houdt de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel al onze klanten bezig. Een daarvan is zelfs een koploper,

‘Je proeft echt extra energie binnen het team. We worden geprikkeld om vanuit een nieuw perspectief over allerlei zaken na te denken.’

die in januari 2025 al overstapt op het nieuwe pensioencontract. Het is goed om te zien dat wij daar een bijdrage aan hebben kunnen leveren door te adviseren over de inrichting van de nieuwe beleggingsportefeuille en het verzorgen van de transitie naar die portefeuille. Dat hebben we gedaan aan de hand van ons portefeuillestelsel, dat volledig gereed is voor de Wtp. Het begeleiden van onze klant in dat proces is ook voor ons fascinerend en leerzaam, omdat het ons dwingt met open vizier alle opties te onderzoeken.

Ondertussen staat de financiële wereld natuurlijk niet stil. Momenteel gaat vooral veel aandacht uit naar de impact van de herverkiezing van Donald Trump en de meerderheid die de Republikeinse partij in zowel de Senaat als het Huis van Afgevaardigden heeft behaald. Hoe zien de geopolitieke verhoudingen er straks uit? En welke invloed heeft zijn beleid op de Amerikaanse staatsfinanciën? Dichter bij huis zie je dat beleggers ook steeds meer oog hebben voor bijvoorbeeld de sterk oplopende staatsschuld van Frankrijk. Zo zijn pensioenfondsen voortdurend bezig met het inschatten van financiële risico's en het beschermen van de dekkingsgraad.’

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet uiterlijk begin 2028 worden afgerond. Het is behoorlijk ambitieus om meteen volgend jaar al de stap te zetten. Gaat dat lukken bij de klant waar je net over sprak?

‘Dat is behoorlijk spannend. Bij de uitvoeringspartijen moet veel gebeuren en daarvan zijn wij dan weer afhankelijk voor het aanleveren van allerlei informatie. Omdat dit voor iedereen nieuw is, gaat dat soms minder snel dan je zou hopen. Bovendien moet de toezichthouder ook nog de invaarschikking afgeven. Aan de inzet van onze klant en aan onze begeleiding als fiduciair beheerder ligt het in ieder geval niet als de doeldatum toch net niet gehaald wordt. Het operationele stuk hebben we samen goed geregeld en in technologisch opzicht zijn we helemaal klaar voor een grotere informatiestroom en het frequenter rapporteren of bijsturen van de portefeuille. Daarnaast is het natuurlijk een mooie uitdaging om mee te denken over de impact die de Wtp heeft op allerlei elementen van het portefeuillebeheer. Je proeft echt extra energie binnen het team. We worden geprikkeld om vanuit

een nieuw perspectief over allerlei zaken na te denken. We hebben bijvoorbeeld een nieuw model ontwikkeld om de optimale lifecycle te bepalen. Daarnaast hebben we de afdekking van het renterisico met een frisse blik onder de loep genomen. In het oude stelsel was die noodzakelijk om de dekkingsgraad te beschermen. In het nieuwe stelsel valt die noodzaak weg. Desondanks blijkt uit analyses dat afdekking toch ook voor jongeren kan bijdragen aan een beter pensioenresultaat. Daarom adviseren wij om het renterisico wel gedeeltelijk af te dekken. Met dit soort inzichten kunnen we klanten helpen om de omslag naar de nieuwe situatie wat makkelijker te maken.'

Moeten Nederlandse partijen er niet aan wennen dat juist een Amerikaanse specialist een bijdrage kan leveren aan die omschakeling?

'Columbia Threadneedle Investments is weliswaar een wereldwijde organisatie, maar wij zijn al sinds 1957 actief op de Nederlandse pensioenmarkt. Op ons kantoor in Amsterdam zetten meer dan dertig professionals zich dagelijks in om de fiduciaire dienstverlening te leveren aan onze klanten. Met sommige van onze klanten werken we al 67 jaar samen. In zekere zin hebben we onze pensioenleeftijd al gehaald. Daarmee tonen we aan dat we beschikken over continuïteit, maar ook flexibiliteit om op langere termijn een serieuze speler in de markt te zijn. Voor onze klanten biedt het bovendien duidelijke voordelen dat we onderdeel zijn van Ameriprise Financial. Ameriprise is een Fortune 500-bedrijf met een gezonde balans en biedt ons een zeer sterk platform van waaruit wij kunnen doorgroeien. We beschikken over volledig geïntegreerde IT-systemen, waarmee wij reproduceerbare uitkomsten voor onze klanten genereren. Ook hebben wij toegang tot de meest geavanceerde technologische hulpmiddelen. Als zelfstandige partij zouden we wellicht niet de financiële ruimte hebben voor dit soort noodzakelijke investeringen. Juist omdat we onderdeel zijn van zo'n grote en sterke organisatie, hebben we inzicht in alle belangrijke trends binnen de financiële wereld. Ons multi-manager team heeft een lokale vestiging in alle belangrijke financiële centra waar ook de meeste vermogensbeheerders zitten, zoals New York, Boston, Londen en Amsterdam. Dankzij die nabijheid is het makkelijk om goed



CV

Hans Fortuyn

Hans Fortuyn is als Head of Fiduciary Management Netherlands bij Columbia Threadneedle Investments verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere pensioenfondsen. Na zijn studie Bedrijfskunde aan de Rijksuniversiteit Groningen behaalde hij een MSc in Financial Management aan de Nyenrode Business Universiteit. Fortuyn startte zijn carrière in 2008 bij de voorgangers van Columbia Threadneedle (F&C en BMO GAM) als Account Associate Investment Reporting. Daar maakte hij in 2012 de overstap naar het fiduciaire team, waaraan hij sinds 2023 leiding geeft.

contact te houden met deze partijen. Zo kunnen we altijd de beste oplossing vinden voor onze klanten. Het multi-manager team opereert volledig onafhankelijk en biedt klanten een open architectuur.'

Is het niet lastig om als onderdeel van een dergelijke wereldspeler ook echt de binding te houden met de Nederlandse markt en maatwerk te leveren?

'Absoluut niet. Ons lokale team werkt vanuit Amsterdam en de voertaal op kantoor is Nederlands. Wij zijn vaak als toehoorder of als spreker aanwezig bij seminars en weten echt wat er leeft onder Nederlandse klanten. Voor Columbia Threadneedle Investments is Nederland een van de strategische markten waarin zij wil groeien. Dat is nadrukkelijk meer dan een lege kreet. Onze CEO, Ted Truscott, is een pure klantenman en schuift regelmatig aan bij klantgesprekken. Uit een strategische review kwam bovendien onlangs duidelijk naar voren dat Columbia Threadneedle Investments echt de behoefte heeft om te groeien met de fiduciaire activiteiten in Nederland. Dat is natuurlijk ook niet vreemd als je bedenkt hoe groot de pensioenindustrie in ons land is. Daar komt bij dat de sector in veel opzichten ook een van de meest vooruitstrevende ter wereld is. Op bijvoorbeeld het vlak van ESG- en impactbeleggen zijn Nederlandse pensioenfondsen echte trendsetters. De >

inzichten en ervaringen die we hier opdoen, zijn vaak heel waardevol voor onze collega's in andere landen.'

Welke ontwikkelingen zien jullie momenteel op het vlak van duurzaam beleggen?

'In tegenstelling tot een paar jaar geleden is er nu geen enkele partij die aangeeft dat duurzaamheid geen rol speelt. Door de nieuwe regelgeving is dat ook eigenlijk niet echt meer een optie. Naast klimaatverandering is er nu ook aandacht voor onder andere biodiversiteit en impactbeleggen. Het is een voordeel dat we in dit opzicht gebruik kunnen maken van de inzichten en de researchcapaciteit binnen onze brede organisatie, waar meer dan 200 analisten fundamenteel onderzoek doen naar sectoren en bedrijven. Daarnaast hebben we meer dan 50 responsible investing-specialisten. Een goed voorbeeld is de reactie van pensioenfondsen op de Russische invasie van Oekraïne. Dat was een moment waarop veel partijen hun landenbeleid onder de loep namen. Wij hebben destijds verschillende opties in kaart gebracht en toegelicht hoe deze doorwerken in het beleggingsbeleid. Op basis daarvan kozen sommige pensioenfondsen ervoor om een specifiek beleid te implementeren, terwijl andere zich beperkten tot het volgen van de sancties die de Europese Unie oplegt. In een geval hebben we zelfs een specifiek insluitingsmandaat opgezet. Zo spelen we een sleutelrol in het creëren van een portefeuille die in elk opzicht past bij de uitgangspunten van het pensioenfonds.'

Hoe gaat de Nederlandse pensioensector zich de komende jaren ontwikkelen?

'Het afgelopen decennium kenmerkte zich door een flinke consolidatieslag onder pensioenfondsen. Onder druk van nieuwe regelgeving en door de toenemende kostenfocus zijn veel kleinere partijen

'De inzichten en ervaringen die we in Nederland opdoen, zijn vaak heel waardevol voor onze collega's in andere landen.'



samengegaan. Die beweging is momenteel even stilgevallen, omdat de focus bij de meeste partijen momenteel ligt op de voorbereiding van de pensioentransitie. Ook onder het nieuwe stelsel is schaal-grootte echter nog steeds van belang, dus ik sluit niet uit dat het aantal fusies en overnames over enkele jaren weer toeneemt. Dat geldt overigens ook voor ons eigen marktsegment van fiduciair beheerders. In de wandelgangen wordt weleens gezegd dat er uiteindelijk ruimte zou zijn voor vier of vijf grote spelers binnen dit segment. Als top 5-speler is het uiteraard onze ambitie om er daar één van te zijn. Wij zijn van mening dat we beschikken over de juiste ingrediënten en de capaciteit om die ambitie waar te maken. Als je wat breder kijkt, is Nederland ook met het nieuwe stelsel in internationaal opzicht nog een vreemde eend in de bijt. Het zou me niet verbazen als de beweging van defined benefit naar defined contribution in de toekomst verder doorzet. Als ik zie hoeveel energie binnen ons team loskomt doordat de huidige omschakeling vraagt om nieuwe inzichten en ideeën, zie ik de veranderingen in het pensioenlandschap met vertrouwen tegemoet.' ■

BELANGRIJKE INFORMATIE. ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGER'S (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan derden). Voor marketingdoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd.
© 2024 Columbia Threadneedle Netherlands B.V., gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten (AFM), geregistreerd onder nummer 08068841.

IN HET KORT

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel gaat met veel uitdagingen gepaard, maar levert ook waardevolle nieuwe inzichten op.

Een grote sterke organisatie biedt de technologische slagkracht die nodig is bij het ondersteunen van pensioenfondsen, wat in combinatie met lokale nabijheid een groot pluspunt is.

Op het vlak van ESG- en impactbeleggen zijn Nederlandse pensioenfondsen echte trendsetters. De kennis hier is waardevol voor andere landen.

Het is goed mogelijk dat de beweging van defined benefit naar defined contribution in de toekomst verder doorzet.

Dynamisch inspelen op de vulling van de solidariteitsreserve

Het ALM-congres van CFA Society Netherlands stond dit jaar in het teken van de aanstaande overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Een mooi moment om eens te kijken naar verdere verdieping van het gewenste beleggingsbeleid.

De meeste pensioenfondsen hebben het beleggingsbeleid voor de nieuwe regeling op hoofdlijnen vastgesteld en zijn druk bezig met de aanstaande transitie. Tijdens het congres vertelden verschillende koplopers hoe ze hiermee omgingen. Met alle drukte rondom de transitie is er tot op heden minder aandacht geweest voor verdere verfijning van het beleggingsbeleid. Nu de eerste fondsen al bijna gaan invaren, wordt het echter de hoogste tijd om te kijken of we het beleggingsbeleid verder kunnen optimaliseren.

Een mogelijkheid voor verdere optimalisatie zit hem in dynamisch beleggingsbeleid, oftewel dynamisch inspelen op markt-omstandigheden en/of de financiële situatie van het pensioenfonds. Tijdens het congres mocht ik ons onderzoek naar dynamisch beleid gekoppeld aan de vulling van de solidariteitsreserve presenteren.

In de vaststelling van het beleggingsbeleid wordt veelal gekeken naar zowel de absolute hoogte van de pensioenuitkering in verschillende scenario's, als de jaar-op-jaar verandering van de pensioenuitkering. Het eerste gaat uit van de puur 'rationele' mens die enkel kijkt hoeveel hij kan consumeren, terwijl het tweede ook rekening houdt met 'emoties'. Een uitkering van € 1.000 per maand voelt beter als die het vorige jaar € 900 was, dan wanneer die vorig jaar € 1.100 was. Om dit laatste stuk te vangen, wordt vaak gekeken naar de kans en de mate van verlagingen, die daarmee belangrijke evaluatiecriteria blijven in het nieuwe stelsel.

Met behulp van een solidariteitsreserve kan de kans op een verlaging in de solidaire premieregeling over het algemeen klein worden gehouden. Door de reserve slim in te zetten, kan zelfs met een beperkte reserve een verlaging in de meeste situaties voorkomen worden. Enkel in zeer forse of langdurige crises zijn verlagingen onvermijdelijk. Wanneer de kans op een verlaging een belangrijk evaluatiecriterium is, kan door de inzet van de solidariteitsreserve daarom meer risico genomen worden dan zonder een reserve.

In hoeverre een reserve verlagingen kan voorkomen, is uiteraard sterk afhankelijk van de vulling van de reserve. Bij een goed gevulde reserve is de kans op een verlaging op de korte termijn vrijwel nul, terwijl de kans bij een lege reserve toeneemt. Uit onze analyses blijkt dan ook dat deelnemers meer risico willen nemen als de reserve goed gevuld is, dan wanneer die bijna leeg is.

Dit lijkt te pleiten voor een dynamisch beleid: de risicoblootstelling aanpassen aan de vulling van de reserve. Uit onze analyse komt echter naar voren dat dit ongewenst is. Bij een lege reserve zijn er veelal een aantal slechte jaren achter de rug en staat er nog een negatief effect van spreiding 'op de lat'. Zonder een positief overrendement wordt dit niet goedge maakt en is een extra verlaging meestal noodzakelijk. Om verlagingen te voorkomen moet in die scenario's dus voldoende risico worden genomen.

Hoewel een dynamisch beleid op basis van de vulling van de reserve dus niet gewenst lijkt, zijn er voldoende alternatieve vormen van dynamisch beleggingsbeleid die mogelijk wel waarde toevoegen. Dit is dan ook een belangrijke volgende stap zodra er in de agenda's weer meer tijd komt om verder in de toekomst te kijken. ■



Door **Gosse Alserda**, Senior Investment Strategist bij Aegon Asset Management en lid van de ALM-commissie van CFA Society Netherlands

Investeren in duurzame ETFs neemt toe

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Duurzaam beleggen is blijvend en moet behouden worden. Duurzame ETF-beleggingen zullen in de loop der tijd vrijwel zeker toenemen, waarbij donkergroen de voorkeur zal hebben. Met passieve, breed gespreide ETFs kan impact worden gemaakt, hoewel het vooralsnog moeilijk is de impact per belegging concreet te maken.

Waarom is het aanbod van duurzame ETFs nog steeds relatief klein terwijl de vraag toeneemt?

Stefan Kuhn: ‘De duurzame ETF-markt is nog vrij jong, dus is het niet zo gek dat het aanbod van duurzame ETFs nog relatief gering is. Maar door de evolutie van ESG en duurzaamheid in Europa is dat snel aan het veranderen. Een ETF is, denk ik, een perfecte verpakking om meer beleggers geïnteresseerd te krijgen in duurzaam investeren.’

Camiel van Roosmalen: ‘Het aanbod van duurzame ETFs blijft achter bij de grote vraag ernaar omdat het zelfs voor de vraagkant moeilijk is om te bedenken wat een duurzame ETF is. Hoe duidelijker de definities en de regelgeving worden, hoe meer de aanbodzijde zal willen investeren in duidelijk duurzame ETFs.’

Matthew Tagliani: ‘Na verloop van tijd zul je zien dat ofwel het percentage van het vermogen in ESG-producten toeneemt, ofwel het aanbod van ESG-producten. Maar het is een langzaam proces, waarbij bovendien de eigenaardigheden van verschillende markten en verschillende soorten beleggers echt een verschil maken. Dat maakt de groei van het duurzame ETF-segment zeker ingewikkelder.’

Zal de huidige diversificatie binnen het ETF-assortiment de komende jaren toenemen?

Joep Spoor: ‘Er komt zeker meer diversificatie. Er komen veel nieuwe smaken op de markt omdat de vraag nog steeds verandert. Zo zagen we in de

laatste twee jaar de vraag verschuiven van donkergroene naar lichtergroene ETFs, met de focus op het beperken van de tracking error ten opzichte van de parent-index. Veel institutionele klanten hebben hun eigen specifieke gebied waarop ze hun duurzame focus of SDGs terug willen zien komen. Dat vereist dat wij als managers nieuwe indices leveren.’

Guido Hout: ‘Institutionele klanten vragen naar een versie van ESG, maar de vraag naar het type en de kleur, zoals lichtgroen of donkergroen, varieert. Meer diversificatie in duurzame fondsen zou gedreven moeten worden vanuit een toenemende vraag naar verschillende duurzaamheidscriteria.’

We zien de trend van actieve ETFs vanuit de Verenigde Staten aankomen in Europa. Hoe ziet dit eruit voor duurzame ETFs en wat kan hun toegevoegde waarde zijn voor een belegger?

Jill Rootsaert: ‘Als er iets is waar iedereen toch vroeg of laat naar kijkt, ongeacht of je een passieve of actieve belegger bent, dan is dat duurzaamheid. En als het om duurzaamheid gaat, moeten we allemaal actief zijn: actief kijken naar de benchmark, actief bedrijven screenen, de ESG-gegevens die we krijgen van de data-leveranciers beoordelen, actief kijken naar wat de toezichthouder doet. Vanuit dat perspectief denk ik dat actieve duurzame ETFs een dubbele functie kunnen hebben door niet alleen het alpha-potentieel te verbeteren, maar ook de flexibiliteit in je positionering bij veranderende omgevingsomstandigheden die een andere ESG-impact hebben op indices en de onderliggende bedrijven.’

Effi Bialkowski: ‘Wij maken momenteel nog geen gebruik van actieve ETFs, maar onze analisten onderzoeken deze mogelijkheid wel. Amerikaanse actieve ETFs hebben belastingvoordelen die niet van toepassing zijn op Europese actieve ETFs, wat waarschijnlijk een van de redenen is waarom ze hier nog niet zo populair zijn. De intra-day liquiditeit en transparantie zien we anders wel als voordeel voor onze relaties. We maken trouwens al langer gebruik van duurzame ETFs, maar deze volgen een duurzame benchmark en >

Voorzitter:

Simon Wiersma,
ING Investment Office

Deelnemers:

Effi Bialkowski,
Van Lanschot Kempen
Guido Hout,
Index People
Stefan Kuhn,
Fidelity International
Camiel van Roosmalen,
OHV Vermogensbeheer
Jill Rootsaert,
JP Morgan Asset
Management
Joep Spoor,
BNP Paribas Asset
Management
Matthew Tagliani,
Invesco



VOORZITTER

Simon Wiersma

Simon Wiersma heeft ruim vijftientig jaar professionele beleggingservaring en is sinds 2009 Investment Manager bij het ING Investment Office. In die rol is hij medeverantwoordelijk voor het tactische beleggingsbeleid van de beleggingsstrategieën van ING Vermogensbeheer. Regelmatig deelt hij zijn visie op de economie en de financiële markten, onder meer via ‘De beurs vandaag’ en financiële media.



Effi
Bialkowski

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



Guido
Hout

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



Stefan
Kuhn

Stefan Kuhn is Head of ETF Distribution, Europe bij Fidelity International. Hij heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële dienstverlening en heeft functies bekleed bij State Street Global Advisors, Société Générale's Lyxor ETF divisie, BNP Paribas en Morgan Stanley. Kuhn begon zijn carrière in het fixed income strategieteam van JP Morgan in Londen.



Camiel
van Roosmalen

Camiel van Roosmalen is sinds begin 2015 Manager Institutioneel Vermogensbeheer bij OHV Vermogensbeheer. Hij richt zich op het ontwikkelen van institutionele oplossingen, het adviseren van beleggingscommissies, portefeuilleconstructie en het beheren van relaties met een verscheidenheid aan institutionele cliënten. In 2011 begon hij zijn carrière als consultant bij EY, gespecialiseerd in de financiële sector. Hij is opgenomen in het DSI-register en is een Register Beleggingsanalist.



Jill
Rootsaert

Jill Rootsaert is Head of ETF Distribution Benelux bij J.P. Morgan Asset Management. Sinds haar aantreden in 2019 is ze samen met het Benelux-team verantwoordelijk voor het uitbouwen van institutionele en wholesale ETF-relaties. Daarvoor werkte ze bij BlackRock met iShares EMEA ETFs aan indexbeleggingsoplossingen voor klanten. Ze begon haar carrière als Valutahandelaar bij Fortis Bank en heeft ervaring als portefeuillemanager en fondsselector.



Joep
Spoor

Joep Spoor begon zijn carrière bij ABN AMRO, waar hij diverse functies vervulde. In 2005 maakte hij na een periode bij Private Banking de overstap naar ABN AMRO Asset Management. In 2006 zette Spoor zijn carrière voort bij J.P. Morgan Asset Management en sinds 2009 is hij werkzaam bij BNP Paribas Asset Management. Per 1 november is Spoor gestart als Sales-ETF & Index Solutions-specialist.



Matthew
Tagliani

Matthew Tagliani is Head of Product and Sales Strategy voor de EMEA ETF business bij Invesco. Daarvoor werkte hij als Handels- en Productspecialist bij Morgan Stanley, Goldman Sachs en Credit Suisse in New York en Londen. Tagliani heeft een BSc en MSc in Toegepaste Wiskunde van de Universiteit van Massachusetts in Amherst en is auteur van 'The Practical Guide to Wall Street: Equities and Derivatives'.

‘Meer diversificatie in duurzame fondsen zou gedreven moeten worden vanuit een toenemende vraag naar verschillende duurzaamheidscriteria.’

kenmerken wij daarom niet als actieve ETFs.’

Spoor: ‘Dit jaar hebben we een aantal actieve ETFs gelanceerd, zowel voor vastrentende waarden als voor aandelen. Deze combineren een traditionele investeringsaanpak met een actieve integratie van onze eigen ESG-methodologie. Ze zijn ontworpen voor beleggers die een meer gerichte aanpak van duurzaamheid zoeken die snel kan worden aangepast aan veranderende regelgeving en labelcriteria, terwijl een relatief lage tracking error behouden blijft. Het aanbieden van ETFs die een erkende ESG-aanpak combineren met hoge duurzame investeringen en ambitieuze decarbonisatiedoelstellingen, terwijl ze de voordelen van indexgebaseerd beleggen bieden, inclusief een redelijke tracking error, zal voldoen aan de toenemende vraag van institutionele klanten en distributeurs om ESG-factoren in hun portefeuille te integreren.’

Kuhn: ‘Duurzaamheid is een belangrijke drijfveer voor het bestaan van actieve ETFs in Europa – in de Verenigde Staten speelt het belastingvoordeel. Als wij met klanten praten, zeggen die: we gebruiken niet echt actieve ETFs, we willen dicht bij de index blijven. Als die klanten echter naar hun portefeuille kijken, zien ze dat daar veel SRI ETFs inzitten die passief zijn, maar wel een sterke actieve tilt aan de portefeuille geven omdat zij per definitie afwijken van de standaard, niet-ESG indices. Dan is het bijna een logische volgende stap om naar een actieve manager te gaan die vooruitkijkt op het gebied van ESG, door het identificeren van bedrijven die waarschijnlijk nu nog niet als duurzaam worden beschouwd, maar wel op de goede weg zijn om dat te worden. Voor een passieve belegger die op zoek is naar duurzaamheid, kan een actieve ETF een goede oplossing zijn, want je besteedt je duurzaamheidsplicht uit aan een derde partij die je vertrouwt.’

Hoe gaan de verschillende ETF-aanbieders om met hun duurzaamheidsbeleid? Er lijken nogal wat verschillen te bestaan tussen de verschillende aanbieders.

Tagliani: ‘Onze belofte aan ETF-beleggers

‘Een ETF is een perfecte verpakking om meer beleggers geïnteresseerd te krijgen in duurzaam investeren.’

is om een bepaalde benchmark te volgen. De belegger betaalt ons niet om subjectieve beslissingen te nemen, maar juist om dat niet te doen. Beleggers willen dat wij ons aan bepaalde standaarden houden. Alle grote indexaanbieders hebben ESG-methodologieën en specifieke datasets die ze gebruiken. Het is van groot belang dat beleggers begrijpen wat de betekenis is van een indexmethodologie. Wat me heeft verbaasd, is dat ondanks de groei van passieve ETFs die ESG-benchmarks repliceren, er enkele zeer fundamentele aspecten aan de constructie van een ESG-index zijn, die over het algemeen niet goed worden begrepen door beleggers. Het eenvoudigste voorbeeld is: als je de benchmarkindex neemt en je past de gebruikelijke standaard bedrijfsuitsluitingen toe, zoals het verwijderen van tabak, controversiële wapens, of thermische kolen, is het verlagen van de algehele ESG-score van je index meestal het eerste wat er dan gebeurt. Dat komt doordat je aandelen verwijdert op basis van bedrijfsactiviteiten. Maar de ESG-score van de betreffende bedrijven is vaak gebaseerd op hoe ze werken. Dus een tabaksfabrikant die zijn werknemers heel goed behandelt, zal een hoge ESG-score hebben, ook al is zijn bedrijfsactiviteit voor veel ESG-georiënteerde beleggers misschien negatief.’

Nog niet zo lang geleden heeft MSCI de samenstelling van haar duurzame index veranderd. Hoe ga je daar als provider van passieve ETFs mee om?

Kuhn: ‘We hebben geen passieve ETFs die standaardindices van derden volgen. We zijn niet afhankelijk van een indexaanbieder die zijn duurzaamheidsmethodologie verandert. We beginnen met een niet-ESG-benchmark en leggen er dan ons eigen duurzaamheidskader overheen.’

>

Hout: ‘We zien dat fondsaanbieders hun eigen duurzaamheidsraamwerken bouwen. Dat maakt het vrij moeilijk om de verschillende passieve fondsen goed met elkaar te vergelijken. Daarom moedigen wij beleggers aan om te kijken naar breed geaccepteerde metrics. Het zou beter zijn als de overheid of de Europese Unie daar richtlijnen voor had gemaakt, maar de regelgeving blijft achter. Daarom zijn we onvermijdelijk afhankelijk van grote dataleveranciers zoals MSCI.’

Bialkowski: ‘Hoewel we veel gebruiken van MSCI-benchmarks, is ons eigen duurzaamheidsframework leidend voor ons. Wanneer MSCI de benchmarks van de ETFs die wij gebruiken, aanpast, is het essentieel dat de aangepaste benchmark nog steeds voldoet aan onze duurzaamheidsvoorkeuren. Indien dit niet het geval is, hebben we ook de mogelijkheid om samen met een fondsaanbieder en een indexprovider een nieuwe benchmark voor een nieuw fonds te creëren.’

De manier waarop ESG is geïmplementeerd in passieve fondsen is fundamenteel anders dan in actieve. Zijn er aspecten van hoe ESG-beleggen in een passieve context werkt die volgens jullie niet goed worden begrepen door beleggers?

Tagliani: ‘Beleggers gaan er vaak vanuit dat aanbieders van passieve producten een mate van flexibiliteit hebben die er gewoon niet is. Ze worden namelijk beperkt door de fondsdocumentatie. Als je een van de grote indexaanbieders goedkeurt en je op je gemak voelt bij de gegevens die ze gebruiken, dan kun je diezelfde gegevens toepassen op meerdere producten van meerdere aanbieders. De manier waarop indexaanbieders hun diensten hebben ontwikkeld, is dat het

aanvankelijk alleen maar ging om de vraag of we ESG überhaupt kunnen opnemen. Aanbieders van indices beginnen in toenemende mate snelle exitregels en frequentere gegevensupdates in hun methodologieën op te nemen. Zo krijg je een reactietijd die aantrekkelijker is voor beleggers. Er is sprake van een geleidelijke evolutie. Je kunt dingen doen op het gebied van omzetbeheer, het beheren van de grootte van de posities ten opzichte van de benchmarks: over- en onderwegingen toepassen. Daar kun je intelligent mee omgaan. We merken dat de grootste verrassingen over het algemeen komen van indices die niet zo goed ontworpen zijn. Een intelligente indexconstructie kan betrouwbaardere resultaten opleveren die consistent zijn met de verwachtingen van de gemiddelde belegger. Het is een continu proces om de indices die we hebben te evalueren, hun geschiktheid te beoordelen en te bekijken of ze nog steeds resultaten opleveren die beleggers volgens ons verwachten. We hebben een product dat probeert de brede Europese staatsobligatiemarkt te repliceren en ESG zoveel mogelijk tracht te integreren door het gebruik van groene obligaties. Dat is moeilijk om mee te nemen in een indexmethodologie omdat de groene obligatiemarkten ingewikkeld zijn. De toepassing van ESG in het fonds is actief omdat er subjectieve beslissingen worden genomen. Maar het is niet actief vanuit het perspectief van het zoeken naar alpha, het is actief vanuit het perspectief van de integratie van ESG.’

Rootsaert: ‘Communicatie is alles. Ik denk dat wij allemaal wel een situatie hebben meegemaakt waarin actief passief raakte en omgekeerd. Zo zul je actieve ETFs kunnen vinden binnen Europa die actief zijn vanuit ESG of actief vanuit alpha-potentieel of allebei. Dat zal van huis tot huis verschillen. Als marktleider zien wij het meeste succes in onze research enhanced index ETFs en daar blijkt de actieve ESG-overlay net zo belangrijk te zijn als de alfaoelstelling. Het is een en/of verhaal, afhankelijk van de investeerder.’

‘Vaak zijn duurzamere ETFs iets duurder omdat er meer onderzoek, rapportage en communicatie nodig is, wat leidt tot een extra kostenlaag.’

Hoe worden stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en engagement behandeld binnen een ETF? Is dit groepsbeleid of specifiek voor de ETF?

Spoor: ‘Als wij een request for proposal, een RFP, ontvangen voor een actieve fondsstrategie, zijn er veel vragen over voting en engagement, maar als we een RFP ontvangen voor een passief mandaat of een passieve ETF zijn daarover aanzienlijk minder vragen. Ons sustainability center zorgt voor engagement en stemt op aandeelhoudersvergaderingen. Het komt regelmatig voor dat op aandeelhoudersvergaderingen voorstellen door het ondernemingsbestuur worden gedaan waar wij het niet mee eens zijn, bijvoorbeeld over beloningen of de omgang met duurzaamheid en energietransitie. Voting en engagement zijn echt een manier om vooruit te kijken en bedrijven iets te laten doen in de toekomst. Als je een bepaalde indexmanager moet selecteren, moet je er natuurlijk rekening mee houden hoe zo’n manager engagement en stemgedrag invult. Er wordt elk jaar een verslag gemaakt van hoe stemmingen zijn verlopen en hoe onze betrokkenheid is geweest. Dat is echt transparant en deze rapportage kunnen we met onze klanten delen. De nodige informatie is er en wordt elk jaar beter.’

Hout: ‘Stemmen en engagement zijn voor ons van essentieel belang. Binnen passieve mandaten zijn stemmen en engagement geëigend om impact te maken. Iets waar we soms van schrikken, is dat duurzame fondsen gebruikmaken van securities lending en daardoor niet in het bezit zijn van een betreffend aandeel om het te gebruiken om ‘groen’ te stemmen. Voor onze duurzame indexbeleggers gebruiken we dus vooral geen fondsen die doen aan securities lending, tenzij standaardbeleid van de aanbieder voorschrijft dat aandelen worden ‘gerecalled’ om wel te kunnen stemmen. En binnen die context zien we een groot verschil tussen de verschillende ETF-aanbieders: Europese aanbieders stemmen over het algemeen groener dan Amerikaanse. Dat komt doordat in de Verenigde Staten de focus veel minder op ESG is gericht dan in Europa, waar juist sprake is van een trend naar meer ESG. Daar moet rekening mee worden gehouden.’

‘Na verloop van tijd zullen technologische vooruitgang, meer concurrentie, de groeiende schaal van ESG-investeringen en duidelijkere regelgeving bijdragen aan lagere kosten.’

Kuhn: ‘Wij maken geen onderscheid of we een bedrijf in een ETF of in een actief beleggingsfonds hebben. Dat geldt zowel voor engagement en stemmen als voor het verzamelen van informatie. We beschikken over een wereldwijd team van ongeveer vierhonderd beleggingsprofessionals die vorig jaar circa twintigduizend meetings hadden met bedrijven waarin we beleggen. Al die informatie gebruiken we om onze fundamentele en duurzame ratings te creëren en om te beslissen hoe we moeten stemmen. Communicatie en voorlichting zijn belangrijk om de belegger te laten begrijpen wat hij wil: puur de index of meer mogelijkheden om zaken rond de index te implementeren. In het laatste geval is een actieve ETF de betere oplossing.’

Rootsaert: ‘Bij stemmen en engagement zijn analisten cruciaal. Zij zijn degenen die, meestal gedurende een langere tijd, hebben gesproken of nog spreken met de verschillende bestuursleden: CIO’s, CFO’s, hoofden van duurzaamheidsbeleid. Analisten in Azië, de Verenigde Staten, China, Europa moeten allemaal dezelfde gemeenschappelijke taal gebruiken als het gaat om ESG en zich engageren. De aanwezigheid in dergelijke meetings van sustainable investment stewards en continue terugkoppeling tussen portfolio-beheerders, analisten en stewards is cruciaal voor impact. Het is natuurlijk aan de beleggers om te bepalen of ze de voorkeur geven aan het duurzame beleggingsvehikel of aan het niet-duurzame en de variaties daarop. ESG is, denk ik, het enige gebied waarin iedereen gelijk heeft en iedereen ongelijk. We hebben klanten die bijvoorbeeld van passief duurzaam beleggen zijn overgestapt naar actief duurzaam beleggen, maar we hebben ook nog steeds klanten die passief niet-duurzam beleggen en die willen >

overstappen naar ons actieve duurzame beleggingsbeleid, maar dan meer vanuit alphanpotentieel dan vanuit duurzaamheid. Alle kennis die analisten hebben verzameld, wordt gedeeld met de investeerder en juist die communicatie is heel belangrijk om inzicht te verschaffen in ons stemgedrag en engagement.’

Waarom zijn duurzame ETFs duurder dan niet duurzame?

Bialkowski: ‘Vaak zijn duurzamere ETFs iets duurder omdat er meer onderzoek, rapportage en communicatie nodig is, wat leidt tot een extra kostenlaag. Als we meer willen investeren in duurzame ETFs, moeten deze kosten worden aangepakt. Dit zou mogelijk moeten zijn, bijvoorbeeld door schaalvergroting.’

Van Roosmalen: ‘Als beleggers kiezen voor een duurzamere ETF, zijn ze over het algemeen wel bereid om daar iets meer voor te betalen. Naarmate ESG-gegevens gestandaardiseerd en toegankelijker worden, kunnen de kosten dalen. Nu moeten er vaak nog een eigen kader of eigen keuzes gemaakt worden. Als er duidelijkheid heerst, kunnen de kosten omlaag. Na verloop van tijd zouden technologische vooruitgang, grotere concurrentie, de groeiende schaal van ESG-investeringen en duidelijkere regelgeving eveneens kunnen bijdragen aan lagere kosten.’

Kuhn: ‘Wij geloven dat onze klanten bereid zijn om ongeveer 15 tot misschien 20 basispunten bovenop de prijs voor pure beta – die de afgelopen jaren is gedaald – te betalen om toegang te krijgen tot onze duurzame actieve expertise. De meeste klanten kijken naar de output, naar wat ze uit het fonds willen halen. Dat heeft in zoverre met duurzaamheid te maken, dat die zo’n vijf jaar geleden alom werd gezien als een generator van alpha:

duurzame bedrijven zullen op de lange termijn beter presteren dan niet-duurzame. De prijsdruk op de pure passieve duurzame invalshoek is hoger dan op de combinatie van actief en duurzaam.’

Hout: ‘Ik weet niet of meer concurrentie de kosten omlaag zal brengen. In de duurzame wereldindexfondsen die we gebruiken, zijn de kosten relatief laag, natuurlijk ook vanwege de omvang. In Nederland kunnen we voor onze beleggers tevens de FGR-fondsstructuur gebruiken, de structuur van een Fonds voor Gemene Rekening, wat betekent dat we geoptimaliseerd zijn voor dividendbelastinglekage. Als we de tientallen basispunten die we winnen met de optimalisatie voor dividendbelasting in evenwicht brengen, zijn licht hogere kosten van een FGR geen probleem.’

Hoe gebruiken beleggers duurzame ETFs in hun portefeuilles?

Bialkowski: ‘In onze vermogensbeheerportefeuilles gebruiken we ETFs met verschillende niveaus van duurzaamheid. In onze meest duurzame vermogensbeheerportefeuille vind je uiteraard ook de meest duurzame ETFs. Die zijn door de toegepaste uitsluitingen geconcentreerder dan de minder duurzame ETFs. Daarnaast beleggen we in de meest duurzame portefeuille niet in alle vermogenscategorieën: goud is hier een voorbeeld van.’

Van Roosmalen: ‘Wij kijken naar wat klanten willen en leveren maatoplossingen. Als ze donkergroen willen, krijgen ze dat. Andere opties zijn ook mogelijk. We gaan geen donkergroen opdringen aan een lichtgroene klant of andersom. In het algemeen denk ik dat je als vermogensbeheerder naar de klant moet luisteren, of het nu gaat om duurzaamheid, om kosten, of om andere zaken. Hopelijk is alles op den duur duurzaam.’

Kuhn: ‘Ik denk dat je meer fijnmazige portefeuilles kunt opbouwen als je duurzame en niet-duurzame ETFs combineert. Dus ik zou zeggen dat de niet-duurzame oplossingen van onze klanten duurzame ETFs bevatten als ze passen bij de asset allocatie. Maar er is een

‘Er zijn met betrekking tot duurzaamheid veel grijze gebieden en niets is zo eenvoudig en zwart of wit als we misschien zouden willen.’

groter deel niet-duurzame ETFs, gewoon omdat die meer keuze bieden om je portefeuille samen te stellen.’

Spoor: ‘Wij bieden vooral duurzame ETFs aan, dus zien we geen stromen van niet-duurzame ETFs. We bieden ESG ETFs aan met een lage tracking error en Paris-Aligned Benchmarks ETFs, het is puur wat de klant wil. Als die een donkergroene beleggingsfilosofie heeft, zal hij vaak onze Paris-Aligned Benchmarks ETFs kiezen. Indien ze op zoek zijn naar een ESG ETF met een lage tracking error, zullen ze kiezen voor onze ESG Filtered Min Tracking Error ETFs. Zijn ze op zoek naar een ESG-aanpak met hoge duurzaamheidsinvesteringen en ambitieuze decarbonisatiedoelstellingen, dan komen ze uit bij onze duurzame actieve ETFs. In Nederland hebben zo’n beetje alle asset owners een ESG-invalshoek en zullen daarom beleggen in een ESG ETF.’

Hoe kunnen beleggers, gezien de toenemende focus van de regelgeving op het definiëren van duurzaamheidsnormen, de huidige ‘groene’ bedrijven ondersteunen zonder kansen te verwaarlozen om kapitaal toe te wijzen aan ‘grijze’ bedrijven die klaar staan om te investeren in duurzamere bedrijfspraktijken en deze verder te ontwikkelen?

Hout: ‘Als er kapitaal stroomt naar meer groene bedrijven, wordt het aantrekkelijker om te investeren in duurzaamheid. Maar we moeten er ook voor zorgen dat bedrijven die bereid zijn zich aan te passen, toegang hebben tot kapitaal om die aanpassing naar meer duurzamere activiteiten daadwerkelijk mogelijk te maken. Als we ons inzetten voor bedrijven die serieuze bereidheid tonen een stap verder te zetten op weg naar de groene markt en actief communiceren met deze partijen, dan kunnen we ook met passieve investeringen duurzame impact maken.’

Rootsaert: ‘De vraag is hoe je meet dat bedrijven de juiste inspanningen leveren om duurzamer te worden. Welke gegevens van welke dataleveranciers gebruik je? Er zijn nuanceverschillen en de wereld van dataleveranciers is continu in beweging. Als je een gesprek aangaat over

‘Ergens in de komende tien jaar zal een markt ontstaan die alle huidige vragen en problemen rondom duurzaam beleggen zal oplossen.’

portefeuilles in transitie naar meer duurzaamheid, moet je je realiseren dat het nooit alleen zwart of wit kan zijn, maar dat het ook weleens niet gemakkelijk kwantificeerbaar zal zijn. Er is behoefte aan verificatie door een derde partij die geen indexaanbieder is en die er iets holistischer naar kijkt.’

Tagliani: ‘Er zijn met betrekking tot duurzaamheid veel grijze gebieden en niets is zo eenvoudig en zwart of wit als we misschien zouden willen. Dat heeft de dialoog in de markt rond ESG aanzienlijk moeilijker gemaakt dan hij had moeten zijn. Ik denk dat dit uiteindelijk de grotere groei belemmert van investeringen in bedrijven die daarvan zouden moeten profiteren omdat ze in feite op weg zijn in de goede richting.’

Hoe kunnen transparantie en standaardisatie in de criteria voor duurzame ETFs worden verbeterd om beleggers te helpen beter geïnformeerde beslissingen te nemen?

Kuhn: ‘Daar is zeker een oplossing voor, maar ik heb er moeite mee om die op de korte termijn te zien. Neem kernenergie, een van de standaardvoorbeelden die gebruikt worden om de verschillende gedachten daarover in Europa weer te geven. Is kernenergie groen, grijs, bruin? Is het goed of fout? Er zijn, denk ik, bepaalde zaken waar brede overeenstemming over bestaat, bijvoorbeeld tabak of contro-versiële wapens. Daar is eigenlijk geen regelgeving voor nodig, maar voor veel andere thema’s wel. Een oplossing vinden voor alles is moeilijk en ingewikkeld, want duurzaamheid is volgens mij op maat gemaakt, iets persoonlijks. Hopelijk heb ik het mis, want een one-size-fits-all oplossing zou ons leven een stuk gemakkelijker maken. Misschien kunnen we over een paar maanden, kwartalen, jaren, of welk >

tijdsbestek dan ook, beschikken over een standaardoplossing, maar op dit moment zie ik dat nog niet op de korte termijn gebeuren. Daarvoor is de problematiek te complex.’

Bialkowski: ‘Als organisatie communiceren wij richting onze klanten regelmatig over het duurzaamheidsprofiel van de beleggingsportefeuille. Ik zie hier wel een verschil tussen institutionele en particuliere klanten. Er is namelijk heel veel informatie beschikbaar, maar die is voor een particuliere klant vaak heel complex. Het is een uitdaging om een particuliere klant in begrijpelijke taal over de duurzaamheid van zijn beleggingen te informeren. Particuliere klanten vinden het vaak lastig om pagina’s met beleggingsinhoudelijke tekst te lezen, dus informatie moet op een compacte en begrijpelijke manier worden aangeboden. Artificial Intelligence (AI) kan de communicatie over duurzaamheid denk ik begrijpelijker maken.’

Rootsaert: ‘Op korte termijn zal open communicatie belangrijk zijn. Op het vlak van selectie zien we we vaak dat een screening van een strategie ofwel onder een actief ofwel onder een passief team komt te vallen, terwijl beide teams zo veel van elkaar kunnen leren. Daarnaast heb je vaak aparte ESG-teams, die kijken met het oog op het beleid van het eigen huis, naar black lists, exclusion lists et cetera. We hebben het kritisch kijken met open vizier meer dan ooit nodig om een gemeenschappelijk doel te bereiken: zorgen dat portfoliomanagers genoeg tools hebben om een gezonde, goed gediversifieerde, duurzame portefeuille op te bouwen en daar hun jarenlange ervaring en kennis voor te kunnen gebruiken, eerder dan alle interne checklists. In de

‘Investeren in actieve duurzame ETFs is een manier om meer toe te voegen dan alleen het volgen van een bepaalde index.’

tussentijd is het aan ons asset managers om ook zo open mogelijk met onze klanten alle informatie te delen met begrip voor de nuances in de verschillende landen. Ik ben ervan overtuigd dat er op de lange termijn een dataleverancier zal zijn die zich zal onderscheiden van alles wat er momenteel beschikbaar is, of het nu gaat om AI en/of om het samenbrengen van de verschillende datapartijen. Ergens in de komende tien jaar zal een markt ontstaan die alle huidige vragen en problemen rondom duurzaam beleggen zal oplossen.’

Spoor: ‘Het heeft natuurlijk ook te maken met de bedrijven waarin we investeren. Die moeten ons voorzien van standaard metrics, informatie over wat ze doen op bedrijfsniveau. Dat maakt het voor ons makkelijker om te bepalen welke bedrijven het beste zijn om met een duurzame focus in te investeren. Het zal wel een aantal jaren duren om dat voor elkaar te krijgen.’

Is er nog iets wat jullie kwijt willen?

Hout: ‘Wij helpen klanten om met hun middelen de gewenste ESG-doelstellingen te halen. Met passieve, breed gespreide ETFs is het, denk ik, moeilijk om de impact per belegging concreet te maken. Het zou mooi zijn als dat in de toekomst verandert, bijvoorbeeld door betere datakwaliteit, opdat je concreet kan zien wat de impact van een duurzame ETF is. Ik hoop dat we dat als sector aan het einde van de rit kunnen verwezenlijken.’

Spoor: ‘Ten eerste denk ik dat duurzaam beleggen iets is dat blijft en dat het ook waard is om behouden te worden. Ik weet zeker dat de donkergroene ETF-beleggingen in de loop van de tijd zullen toenemen. Investeren in actieve duurzame ETFs is volgens mij een manier om meer toe te voegen dan alleen het volgen van een bepaalde index. Met actieve ETFs kan je vermogensbeheerders selecteren die echt duurzaam zijn.’

Kuhn: ‘Ik denk dat we als sector agressiever kunnen zijn in het stimuleren van duurzaamheid, omdat het verder gaat dan uitsluitingen. Impact en ETFs zijn moeilijk met elkaar te combineren omdat de regels in feite te streng zijn, maar we kunnen invloed uitoefenen met engagement en bedrijven helpen op de weg naar duurzaamheid.’ ■

IN HET KORT

De duurzame ETF-markt is nog vrij jong, dus is het niet zo gek dat het aanbod van duurzame ETFs relatief gering is. Door de evolutie van ESG en duurzaamheid is dat in Europa snel aan het veranderen.

Beleggers gaan er vaak van uit dat aanbieders van passieve duurzame ETFs een mate van flexibiliteit hebben die er niet is.

Binnen passieve mandaten zijn stemmen en engagement geschikte manieren om impact te maken.

Vaak zijn duurzame ETFs iets duurder omdat er meer onderzoek, rapportage en communicatie nodig is, wat tot een extra kostenlaag leidt.

Ergens in het komende decennium zal een markt ontstaan die alle huidige vragen en problemen rondom duurzaam beleggen waarschijnlijk zal oplossen.

MicroStrategy behoort niet in de S&P 500-index!

Momenteel wordt in de VS veel gespeculeerd over de mogelijke toevoeging van het aandeel MicroStrategy aan de S&P 500-index. Vanwege de omvangrijke Bitcoin-investeringen van het bedrijf heeft dit nogal wat haken en ogen.

Het softwarebedrijf MicroStrategy, dat in de jaren '90 werd opgericht door Michael Saylor, ging in juni 1998 naar de beurs. In de periode tot begin maart 2000 steeg de koers van het aandeel van circa \$ 8 naar meer dan \$ 300, maar met het uiteenspatten van de TMT-zeepbel implodeerde ook de beurswaarde van het bedrijf. MicroStrategy ontwikkelt de laatste jaren AI-aangedreven bedrijfsanalysesoftware, waarmee het zich in het bijzonder richt op Bitcoin-applicaties. Ondanks, of wellicht juist dankzij dit crypto-karakter, bestaat het klantenbestand uit een breed scala van bedrijven en instellingen, uit de private en zelfs de publieke sector. Het grootste deel van de omzet wordt behaald in de VS. De strategie van MicroStrategy is sinds 2020 ook gefocust op het aanhouden van Bitcoin. In het derde kwartaal van 2024 nam het in Bitcoin aangehouden deel van de kaspositie met bijna 60% toe ten opzichte van het voorafgaande jaar, naar 252.000 Bitcoins, met een marktwaarde van circa \$ 18,1 miljard. Met een nieuw strategisch plan '21/21' kondigde MicroStrategy bovendien nieuwe aandelenemissies van \$ 21 miljard en een (converteerbare) obligatie-emissie van \$ 21 miljard aan om de komende 3 jaar nog meer Bitcoin te kunnen kopen. Deze hefboomwerking lijkt zich uit te betalen.

Het aandeel is veel beleggers opgevallen vanwege de aanzienlijke stijging van de beurswaarde. Met het behalen van de winst (op GAAP-basis) van de onderneming in een aantal opeenvolgende kwartalen zou het aandeel in aanmerking komen voor opname in de S&P 500-index. Met de

huidige marktkapitalisatie rond de \$ 55,4 miljard en een koersstijging in 2024 van meer van 330% komt het aandeel MicroStrategy ruimschoots over de drempelwaarde van \$ 15,8 miljard om opgenomen te kunnen worden.

Eén van de bijzondere aspecten rond een eventuele opname van MicroStrategy in de index zou zijn dat een belegging in een S&P 500-indexfonds of ETF indirect een aanzienlijke blootstelling aan Bitcoin in de index zou introduceren. De winstgevendheid van MicroStrategy is zeer inconsistent. Deze strategie wordt niet door alle beleggers gewaardeerd, maar trekt vooral speculatief ingestelde beleggers aan. Opname in de S&P 500-index zou inhouden dat pensioenfondsen en andere passieve beleggers in de index via indexfondsen en ETF's ook een exposure naar Bitcoin verkrijgen, zonder dat zij dit actief nastreven.

Hoewel de enorme toename van de marktkapitalisatie en de financiële ontwikkeling van de bedrijfsresultaten MicroStrategy dichter bij opname brengen, is de beslissing uiteindelijk aan de S&P 500-indexcommissie¹. Die kijkt gelukkig niet alleen naar kwantitatieve criteria, maar ook naar de strategische rol en financiële stabiliteit van een bedrijf. Alleen beursfondsen met een 'normale' bedrijfsactiviteit worden opgenomen. Beleggingsfondsen en aparte holdings komen niet in aanmerking, met uitzondering van vastgoedfondsen. Om die reden lijkt het onwaarschijnlijk dat het bedrijf in de nabije toekomst wordt toegevoegd aan de S&P 500-index. 's Werelds grootste cryptomunt steeg met de verkiezing van Donald Trump als volgende Amerikaanse president explosief naar een nieuw record. Ook de koers van MicroStrategy steeg flink. Het aandeel MicroStrategy is naar mijn mening echter een speculatieobject en geen belegging. Het hoort daarom niet thuis in de S&P 500-index. ■



Door
Wim Zwanenburg,
Beleggingsstrateeg van
Stroeve Lemberger,
geschreven op
persoonlijke titel

¹ Zie: www.spglobal.com/spdji/en/

Ongelijkheid vormt systemisch en ondernemingsrisico

BNP Paribas Asset Management heeft een Equality Roadmap ontwikkeld, gericht op het aanpakken van ongelijkheid. Anders dan bij klimaatverandering, is er voor ongelijkheid geen Parijsakkoord, wat betekent dat partijen zelf of gezamenlijk actie moeten ondernemen. Financial Investigator sprak met Sindhu Janakiram, Equality Lead, over waarom en hoe ongelijkheid moet worden bestreden. En, niet onbelangrijk, of dat beleggingskansen biedt.

Door Harry Geels

Het aanpakken van ongelijkheid is een van de SDG's van de VN. Hoe definiëren jullie dit begrip?

'Ongelijkheid bestaat al sinds het begin der tijden. Er zijn perioden geweest waarin het groter was en perioden waarin het kleiner was. De laatste decennia zien we twee interessante ontwikkelingen. Op wereldschaal is de ongelijkheid afgenomen doordat de opkomende landen hun achterstand op de ontwikkelde landen inlopen. In het Westen, met name in de VS, is de ongelijkheid echter weer aan het toenemen. Wij bezien ongelijkheid vanuit drie categorieën: inkomen, vermogen en welzijn (well-being). Een holistische aanpak dus. De inkomenskloof tussen bijvoorbeeld CEO's en werknemers, de welvaartskloof tussen miljardairs en de rest van de samenleving, en de beperkte toegang tot gezondheidszorg en onderwijs voor de minstbedeelden wijzen allemaal op

een toenemende impact van ongelijkheid op de samenleving en op het economische systeem waarin we allemaal participeren.

Het streven is niet om alle ongelijkheid uit te bannen. We hebben een Equality Roadmap ontwikkeld waarmee we proberen de zogeheten structurele ongelijkheid aan te pakken. Die is niet gerelateerd aan iemands instelling en vaardigheden, maar heeft betrekking op ongelijke omstandigheden en op hoe instituties en beleid uitwerken. Beleggers hebben weinig invloed op iemands omstandigheden bij geboorte en de uiteindelijke uitkomsten, maar wél op alles wat daartussenin zit, bijvoorbeeld op hoe instituties functioneren, hoe allerlei vormen van beleid op maatschappelijk en bedrijfsniveau uitwerken, in hoeverre mensen gelijke toegang krijgen tot maatschappelijke diensten als gezondheidszorg en onderwijs, of ze eerlijke kansen krijgen en of ze netjes beloond worden voor geleverde arbeid.

In onze routekaart leggen we uit hoe ongelijkheid sociale risico's onderbouwt en versterkt, en hoe het de economische stabiliteit, de groei en langetermijninvesteringen bedreigt. Onze focus op ongelijkheid is gebaseerd op een groeiende consensus onder economen, financiële autoriteiten zoals de Amerikaanse Federal Reserve, en klimaatexperts, waaronder het Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), over de economische en financiële gevolgen van ongelijkheid en de dringende noodzaak om deze aan te pakken.

Als vermogensbeheerder streven we naar duurzame rendementen op de lange termijn. Met 'duurzaam' bedoelen we rendementen die op termijn kunnen worden gecontinueerd en in balans zijn met de maatschappij en het milieu. In onze visie maakt ongelijkheid hier deel van uit. Rendement, klimaat en ongelijkheid zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. We kunnen niet verwachten op termijn rendabel te zijn zonder een rol te spelen in het helpen realiseren van de energietransitie, gezonde ecosystemen voor iedereen en meer gelijkheid in onze samenlevingen.'

Hoe moeten we de risico's van ongelijkheid bezien?

'Ongelijkheid is financieel materieel en brengt systeem- en bedrijfsrisico's met zich mee. Waar klimaatverandering wordt veroorzaakt door de uitstoot van broeikasgassen, zijn de oorzaken van ongelijkheid complexer, maar daarmee niet minder

'Beleggers hebben weinig invloed op iemands omstandigheden bij geboorte en de uiteindelijke uitkomsten, maar wél op alles wat daartussenin zit.'

belangrijk. Bedrijven waarbij bijvoorbeeld sprake is van mensenrechtenschendingen in hun toeleveringsketens, kunnen reputatieschade oplopen, met waarschijnlijk negatieve invloed op de aandelenkoers. Bedrijven met relatief goede secundaire arbeidsvoorwaarden zullen een hogere omzet hebben, wat zijn weerslag zal hebben op hun winst-en-verliesrekening, et cetera. Het versterken van materiële sociale praktijken is dus van belang voor de bedrijfsprestaties.

Ongelijkheid is ook een systemisch risico voor de financiële markten, bijvoorbeeld omdat het potentieel de economische groei beperkt, de kwetsbaarheden in het financiële systeem verergert, de sociale cohesie aantast en het vertrouwen in instellingen ondermijnt. Bovendien concentreert het de politieke en andere beslissingsmacht, vergroot het de schade van zowel bedreigingen op de lange termijn (bijvoorbeeld klimaatverandering) als van acute bedreigingen (zoals COVID-19) en ondermijnt het ons collectief vermogen om mondiale uitdagingen aan te pakken (denk aan klimaatactie). Ongelijkheid is ook van belang voor individuele bedrijven. Wij geloven dat bedrijven die gelijkheid binnen hun personeelsbestand versterken door middel van materiële voordelen (marktconforme, of liefst zelfs hoger dan gemiddelde lonen) en sterke waarden (bijvoorbeeld diversiteit) aantrekkelijker zijn om voor te werken en meer kans hebben om talent aan te trekken in een concurrerende markt.

Onderzoek wijst uit dat een hoge werknemerstevredenheid superieure rendementen op de lange termijn oplevert. Het verhoogt de loyaliteit en de betrokkenheid van werknemers en vermindert het personeelsverloop. Het verbetert de veerkracht bij economische schokken. Discriminatie op basis van geslacht en andere identiteiten werpt barrières op voor hele bevolkingsgroepen die unieke talenten en capaciteiten te bieden hebben. Discriminatie brengt verder juridische en reputatierisico's met zich mee die een bedreiging vormen voor de 'social licence to operate' van een bedrijf.

Onderzoek wijst ook uit dat wanneer risico's zich openbaren, dit gevolgen heeft voor de reputatie en de verliezen aanzienlijk kunnen zijn. Het blijkt zelfs dat aandeelhouders baat hebben bij betere werkgeverspraktijken, zoals het betalen van betere en leefbare lonen en het streven naar diversiteit. Hogere lonen kunnen immers de productiviteit verhogen. De financiële prestaties van een bedrijf pro-



CV

Sindhu Janakiram

Sindhu Janakiram is Equality Lead bij BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) en leidt in die functie strategie en onderzoek naar alle sociale onderwerpen, met de nadruk op de aanpak van het systeemrisico van ongelijkheid. Hij werkt samen met het Sustainability Centre-team op het gebied van ESG- en SDG-gerelateerde gegevens- en modelontwikkeling, thematisch beleggenonderzoek en integratie van duurzaamheid bij BNPP AM. Voordien was Janakiram medeoprichter en CEO van Refugee Integration Insights (RII), de eerste gespecialiseerde leverancier van vluchtelingengegevens en inzichten in de particuliere sector. Janakiram begon zijn carrière bij PwC Advisory Financial Services, waar hij grootschalige programma's voor technologische verandering uitvoerde voor klanten in de financiële sector.

fiteren ook van een grotere diversiteit (met name van geslacht) in raden van bestuur en managementteams. Kortom, het is duidelijk dat sociale factoren van belang zijn – voor bedrijven, aandeelhouders en de samenleving.

Jullie hebben een Global Sustainability Strategy die uit zes pilaren bestaat. Hoe past het bestrijden van ongelijkheid daarin?

'Wij hebben met betrekking tot duurzaamheid inderdaad een zespilarenbeleid geformuleerd. Die structuur is voor ons behulpzaam en kunnen we ook volgen voor het bestrijden van ongelijkheid, zoals afgebeeld in Figuur 1. Per pilaar hebben we ook nog specifieke focusgebieden opgesteld die we gebruiken bij onze beleggingen, ons stewardship en onze eigen operatie. In de eerste pilaar is het focusgebied bijvoorbeeld het zoeken naar oplossingen op het snijvlak van onze '3E's'. Ons werk aan de 'Just Transition' ligt bijvoorbeeld op het snijvlak van onze thema's Energietransitie en Gelijkheid ('Equality'). Bij de derde pilaar, die van ESG-integratie, ligt een focusgebied op het integreren van nieuwe sociale data om onze bestaande beoordelingen van sociale prestaties in onze beleggings- en engagementprocessen te verbeteren en op het opnemen van verbeterde sociale indicatoren in ons eigen ESG-scoremodel. En bij de zesde pilaar, die van Walk the Talk, gaan we door met het opbouwen van een werkomgeving met meer gendergelijkheid door onze

doelen voor gendervertegenwoordiging te bereiken voor vrouwen in senior managementposities, in interne besturen en in onze talentpijplijn voor leiderschap, en door strategieën in te zetten voor het werven van vrouwen in onze beleggingsteams.'

Hebben jullie een framework voor het evalueren van 'corporate actions' die invloed hebben op ongelijkheid? En zo ja, hoe werkt dat precies?

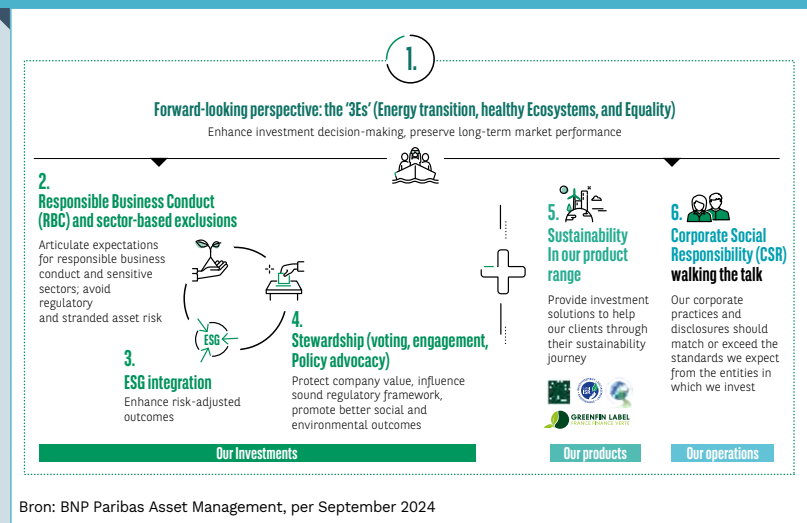
'Onze Equality Roadmap introduceert een raamwerk om de impact van bedrijfsacties op ongelijkheid te evalueren voor werknemers (zowel de werknemers van een bedrijf zelf als die in de waardeketen), gemeenschappen, aandeelhouders, consumenten en eindgebruikers, en anderen. We kunnen beoordelen hoe bedrijven werken, hoe hun bestuur werkt en hoe 'sociaal' hun producten en diensten zijn. We kunnen 'best practices' bevorderen en gebieden identificeren die voor verbetering vatbaar zijn. Onze focus ligt op het minimaliseren van systeemrisico's en het identificeren van idiosyncratische risico's voor belanghebbenden, maar ook op het herkennen van investeringskansen.

Stakeholdergroepen worden geïdentificeerd in lijn met de European Sustainability Reporting Standards (ESRS) van de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Deze omvatten eigen personeel, werknemers in de waardeketen, betrokken gemeenschappen, consumenten en eindgebruikers. Ons raamwerk helpt bij het vormgeven van gedrag dat gelijkheid bevordert. Als zodanig is het een waardevol hulpmiddel voor beleggers die zich inzetten voor het bevorderen van gelijkheid en sociale integratie. Meer specifiek hebben we voor de drie businessfuncties in een bedrijf – operatie, governance en ethiek, en producten en diensten – sleutelacties geformuleerd die de uitkomsten van ongelijkheid beïnvloeden. Zo kijken we bijvoorbeeld bij de operatie naar de lonen en andere arbeidsvoorwaarden, en naar de implementatie van DEI (Diversity, Equality, Inclusivity). Bij governance en ethiek kijken we naar bestuurscompensaties en belastingen en lobbyactiviteiten, en bij producten en diensten naar de externaliteiten ervan.'

Biedt het bestrijden van ongelijkheid bijzondere kansen voor beleggers?

'Ja, en deze vraag kunnen we vanuit twee perspectieven beantwoorden. Wat betreft individuele bedrijven geloven wij dat het waardevol is om bedrijven te ondersteunen

FIGUUR 1: HET ZESPILARENBELEID



die principes om ongelijkheid te bestrijden hoog in het vaandel hebben staan, omdat ze waarschijnlijk veerkrachtiger en innovatiever zijn. Bijdragen aan een eerlijkere en meer inclusieve samenleving kan het rendement op lange termijn verbeteren. Evenwichtigere raden van bestuur zullen waarschijnlijk evenwichtigere beslissingen nemen met het oog op het rendement op de langere termijn.

Meer systemisch zal het aanpakken van ongelijkheid kansen bieden om de economische groei te vergroten, de loonstagnatie om te buigen en de koopkracht van consumenten te verhogen, de markt en de politieke stabiliteit te verbeteren, de sociale cohesie te versterken en ontwrichtende crises te helpen beheersen. Het uitbannen van genderdiscriminatie en meer investeren in werknemers kan de wereldeconomieën biljoenen baten opleveren. De Business Commission to Tackle Inequality (BCTI), die zich baseert op breed bewijsmateriaal, concludeert onder andere dat het verkleinen van de 'living wage gap' wereldwijd jaarlijks \$ 4,56 biljoen extra zou kunnen opleveren door hogere productiviteit en uitgaven. Verbeteringen op het gebied van gendergelijkheid kunnen tegen 2030 \$ 13 biljoen toevoegen aan het wereldwijde bbp en 230 miljoen nieuwe banen voor vrouwen creëren. En investeringen in bijscholing van werknemers kunnen het wereldwijde bbp tegen 2030 met \$ 6,5 biljoen doen toenemen.

Een belangrijke bijvangst van het bestrijden van ongelijkheid is verder dat de wereld financieel beter en sneller in staat is de klimaattransitie te realiseren. Zoals gezegd gaan de bestrijding van ongelijkheid en van milieuschade hand in hand. ■

IN HET KORT

In het Westen neemt de ongelijkheid toe, wat impact heeft op de samenleving en het economische systeem.

Ongelijkheid is een systemisch risico voor de financiële markten: het beperkt potentieel de economische groei, verergert kwetsbaarheden in het financiële systeem, tast de sociale cohesie aan en ondermijnt het vertrouwen in instellingen.

Ongelijkheid is ook van belang voor individuele bedrijven, onder meer vanwege juridische en reputatierisico's. De financiële prestaties van een bedrijf profiteren van een hoge werknemerstevredenheid en een grotere diversiteit.

Bedrijven die principes om ongelijkheid te bestrijden hoog in het vaandel hebben staan, zijn waarschijnlijk veerkrachtiger en innovatiever.

Europa's productiviteitscrisis: hoe Nederland zichzelf kan helpen

De Europese Unie staat voor een grote economische uitdaging. Het IMF zet in de 'Regional Economic Outlook for Europe' van oktober 2024 grote vraagtekens bij de economische concurrentiepositie en daarmee bij de welvaart van de EU op de lange termijn.

Waarom presteert de EU, met dezelfde bevolkingsomvang en hetzelfde aandeel in het wereldwijde GDP van circa 15%, economisch zoveel slechter dan de VS? Volgens het IMF zijn de belangrijkste oorzaken interne handelsbelemmeringen, gebrek aan durfkapitaal en complexe regulering.

De EU kent zo veel interne handelsbelemmeringen, dat een met de VS vergelijkbare schaalbaarheid onhaalbaar is. De interne handelsbelemmeringen in de EU komen overeen met tarieven van 45% voor goederen en tot boven de 100% voor diensten. Drie tot vijf keer hoger dan voor de interne handel tussen staten in de VS. Dit is een belangrijke reden voor het ontstaan en voortbestaan van de grote, dominante techbedrijven in de VS. Deze profiteren volop van de schaal van de thuismarkt en hebben daarnaast door netwerkeffecten, eigen aan platformbedrijven, vrijwel een monopolie in de Westerse wereld.

Het achterblijven van de EU op het gebied van technologie wordt versterkt doordat grote ondernemingen in EU-landen veel meer gebruikmaken van financiering door banken in plaats van door aandelenkapitaal. Met name hierdoor investeren in de EU gevestigde bedrijven 60% minder in R&D dan in de VS gevestigde bedrijven. Disruptieve start-ups in de EU, zo nodig voor innovatie, hebben een groot gebrek aan beschikbaar durfkapitaal.

De complexe vergunningverlening in de EU vormt eveneens een grote belemmering voor het verhogen van productiviteit. De uitvoering ervan is voor bedrijven een regelrechte nachtmerrie, omdat in elk EU-land de regels nét weer wat anders zijn.

De manier om dat te veranderen, is door de EU én door Nederland minder 'rule based' (tot in de puntjes uitgewerkte) en meer 'principle based'-regelgeving te laten hanteren. In een versneld veranderende samenleving is 'rule based' een doodlopende weg. De hoeveelheid wetten en regels is in Nederland in de afgelopen 25 jaar vrijwel verdubbeld. We hebben onszelf zowel in de EU als in Nederland tot stilstand geregeld.

Nederland heeft, net als de andere EU-leden, economisch baat bij een vergroting van de thuismarkt. Dit zou pleiten voor een versnelde integratie van de EU. De politieke tendens, ook binnen de EU, lijkt echter juist de andere kant op te bewegen. Wat kan Nederland zelf, onafhankelijk van de EU, doen om de productiviteit en daarmee haar concurrentiepositie te verbeteren?

Bovenal kan Nederland zoveel mogelijk overgaan van rule based- naar principle based-regelgeving. Dat laatste vraagt wel om een meer 'risicotolerante' cultuur voor beslissers dan nu het geval is. Het is mijns inziens wel de enige manier om in sectoren waar Nederland zelfstandig over kan beslissen, zoals onderwijs, zorg en dergelijke, versneld de regelgeving te rationaliseren. Dat zou niet alleen productiviteitsverhogende effecten hebben, maar ook arbeid vrijmaken voor andere sectoren.

De EU heeft relatief weinig doorgroeiende startups. Die hebben durfkapitaal nodig. Pensioenfondsen zouden, ook om beleggingsredenen, hierin moeten investeren. Wel in speciale fondsen, met niet al te veel beleggingsbeperkingen, buiten de huidige uitvoeringsorganisaties. Want ook die hebben te lijden onder de regeljungle. Kapitaalverstrekking voor start-ups past simpelweg niet in door compliance en risk management gedomineerde beleggingsorganisaties.

Zijn er in Nederland nog politici en bestuurders die het verantwoordelijkheidsgevoel en de durf hebben om de ketens van het stipt naleven van het regeloerwoud af te werpen en de noodzakelijke veranderingen door te voeren? ■



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

Climate investing: myths versus realities

Climate crises demand urgency and accountability. Forget myths; here's the reality of investing in a decarbonised future and the hard challenges that lie ahead.

By Pierre Abadie

The IPCC has warned us since the 1990s. Now, climate crises and catastrophes are daily headlines. Global shocks, from COVID-19 to inflation and geopolitical tensions, are no excuse to sideline climate action. This article dives into the real data, market dynamics and actionable solutions, stripping away illusions to get to the core of the climate investment reality.

Myth #1: 'Only new technology will save us'

One of the biggest misconceptions is that we

need a game-changing technology to address climate change. While innovation can help, we already have all the tools required to drive major emissions reductions. Insulating buildings, electrifying heating and transport, and generating low-carbon electricity aren't futuristic dreams – they're achievable today with existing technology. What's needed is large-scale implementation, which relies on engineering, manufacturing and local labour, not a technological miracle.

Myth #2: 'Low-carbon investment is too small'

The notion that climate-friendly investments are small or niche is outdated. In 2023, investments in low-carbon energy surpassed \$ 2 trillion, doubling what's spent in fossil fuels and more than doubling 2018's decarbonisation investments.¹ This is no minor shift. It's a systemic overhaul on par with the Industrial Revolution. And it's only growing. The IEA projects that by the next decade, this investment level will double again, with two-thirds of energy spending directed toward low-carbon solutions.²

Myth #3: 'Emerging economies are the problem'

Blaming emerging economies for climate issues misses the point. Historically, Europe and the US are the biggest cumulative carbon emitters. While China is a significant contributor, it primarily produces goods for Western markets. Immediate action must target the carbon footprint of existing assets in the US, Europe and China, where the majority of decarbonisation

investments are already directed. Helping emerging economies transition directly to low-carbon energy is a future challenge, but not the immediate crisis. The current emergency lies with reducing the carbon footprint of developed economies.

Myth #4: 'Decarbonisation requires massive subsidies'

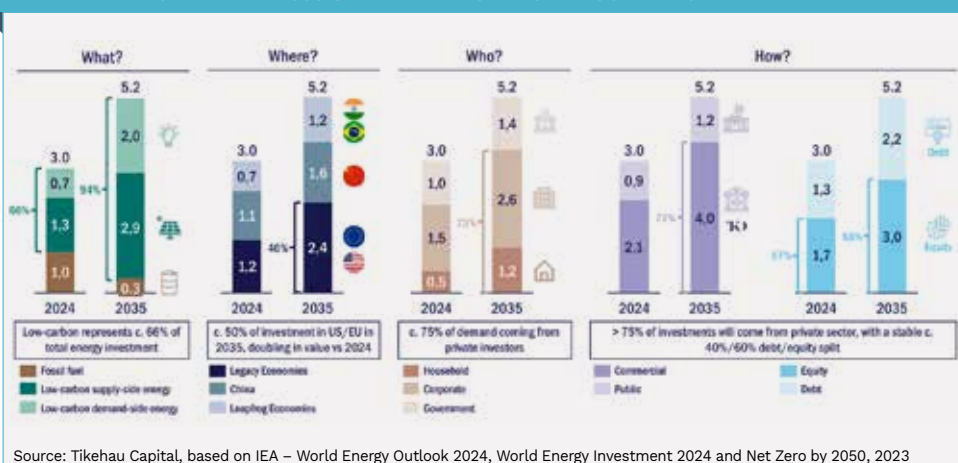
Another misconception is that decarbonisation will only happen with substantial government subsidies. Today, fossil fuels receive more subsidies than renewables, reflecting the fossil industry's current 80% energy share.³ Yet, the private sector drives 75% of the demand for decarbonisation services, with corporations accounting for half⁴. This shift isn't about altruism – it's about resilience, energy security and cost reduction. In a world where fossil fuel production will inevitably decline, decarbonisation makes economic sense, not just environmental sense.

Myth #5: 'Government must fund the transition'

There's a belief that

'Circularity will be crucial in the next phase, as limited planetary resources demand sustainable economic models.'

FIGURE 1: ANNUAL ENERGY SECTOR INVESTMENTS (\$ TRILLION) IN 2024 AND IN 2035 UNDER A PARIS-ALIGNED SCENARIO



‘The actual barriers to decarbonisation lie in workforce shortages and mineral availability, not ambition or investment.’

government funds are essential to financing the transition. The reality? Private sector financing already accounts for three-quarters of low-carbon investment.⁵ Companies are investing not for the planet but because it aligns with their profitability objectives. Equity funds serve as enablers, while debt financing supports reductions in businesses’ carbon footprints. Decarbonisation is increasingly a market-driven necessity, demonstrating that sustainable practices are financially positive without government intervention.

Myth #6: ‘Geopolitical tensions are a barrier’

Instability often gets blamed for slowing climate action, but it’s actually driving the decarbonisation agenda. The Ukraine war exposed Europe’s heavy reliance on imported fossil fuels, leading to urgent energy sovereignty efforts. In the US, a surplus of fossil domestic production enables decarbonisation while boosting exports. China, with scarce oil and gas resources, is going electric to reduce dependency on imports. The global trend is toward energy sovereignty, which inadvertently fuels the shift to low-carbon systems.

Real challenges: workforce and critical mineral supply

The actual barriers to decarbonisation lie in

workforce shortages and mineral availability, not ambition or investment.

Workforce shortage:

The climate transition isn’t just theory, it’s a massive, practical overhaul of our system. Electrification, retrofitting and infrastructure projects all require skilled workers. Meeting demand will require tripling current capacity, especially in the US and Europe. Focusing on abstract solutions won’t meet this need. We need to invest in the people on the ground - those installing cables, retrofitting buildings and maintaining infrastructure.

Critical mineral supply:

Decarbonisation requires significant amounts of critical minerals, such as copper, which is essential for power lines and electrification. Tripling infrastructure capacity could mean doubling global copper production, a feat that took centuries to reach current levels. Expanding this capacity is slow, costly, and logistically complex, and it’s one of the largest bottlenecks to rapid transition.

Moving forward: practical action, not wishful thinking

Facing reality means recognising the risks of falling short on workforce and minerals. A 3°C climate drift outcome would normalise extreme weather events, shifting focus from

mitigation to adaptation.⁶ To keep progress on track, actions must be grounded in feasibility, not hopeful promises.

The transition of our entire system from fossil fuels to electricity fundamentally represents a shift from mining fossil fuels to mining critical minerals. Circularity will be crucial in the next phase, as limited planetary resources demand sustainable economic models. Meeting this challenge won’t be easy, but it’s possible through grounded, practical steps. ■



Pierre Abadie

Group Climate Director,
Tikehau Capital

- 1 International Energy Agency. ‘World Energy Investment 2023: Overview and Key Findings.’ May 2023.
- 2 International Energy Agency. World Energy Investment 2024: Overview and Key Findings. IEA, 2024.
- 3 International Monetary Fund. Energy Subsidies: Fossil Fuel Subsidy Tracker. IMF, 2023.
- 4 United Nations Framework Convention on Climate Change. Private Investors Could Drive Over Two-Thirds of the Trillions in Investment Needed to Reach Net-Zero. UNFCCC Climate Champions, 2023.
- 5 International Energy Agency. World Energy Investment 2023: Overview and Key Findings. IEA, 2023
- 6 Intergovernmental Panel on Climate Change. ‘Chapter 11: Weather and Climate Extreme Events in a Changing Climate.’ In Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Cambridge University Press, 2021.

Disclaimer

This article prepared by Tikehau Capital does not meet the legal requirements designed to promote impartial analysis. It does not constitute an offer to sell securities or investment advisory services. This document contains general information only and is not intended to represent general or specific investment advice. Communication of any document or information relating to the investment funds managed by Tikehau Investment Management and mentioned in this document is limited or restricted in certain states or jurisdictions. These investment funds may be reserved for professional and knowledgeable investors. This document is not intended to be communicated to and may not be relied upon by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to applicable law or regulations. This document has not been verified or approved by a supervisory authority. Past performance is not a reliable indicator of future results and targets are not guaranteed. Certain statements and forecasts are based on current expectations, current market and economic conditions, estimates, projections, and opinions of Tikehau Capital and/or its affiliates. Due to various risks and uncertainties, actual results may differ materially from those reflected or anticipated in these projections or in any of the case studies or forecasts. All references to Tikehau Capital’s advisory activities in the United States or with respect to US persons refer to Tikehau Capital North America. A decision to invest in a fund should be made only after a careful and thorough review of the documentation and after consulting with an appropriate professional. Tikehau Capital shall not be held liable for any decision made on the basis of this document.

SUMMARY

Climate action is essential. Illusions won’t solve real issues.

Existing solutions can drive decarbonisation – there is no tech miracle required.

Low-carbon investments are already more than double those in the fossil fuels.

Developed economies were and remain the major current emitters.

The private sector drives demand, as decarbonisation can be profitable.

Geopolitical instability pushes regions toward energy sovereignty.

Real barriers to decarbonisation lie in workforce shortage and the availability of critical minerals.

Negeren crypto is onverantwoord

Door Gerrie Spaansen Fotografie Cor Salverius Fotografie



Zes experts bespreken de mogelijkheden en de toekomst van crypto-investeringen. Gespreksleider Bert Slagter legt hen de vraag voor hoe de toenemende institutionalisering van cryptovaluta de markt beïnvloedt en of crypto's inmiddels een plek verdienen in een beleggingsportefeuille. De consensus is duidelijk: ondanks de risico's is het onverantwoord om als belegger de mogelijkheden van crypto's te negeren.

De cryptomarkt is de afgelopen jaren enorm geëvolueerd. Werd het ooit gezien als een nichemarkt voor techneuten en speculanten, inmiddels is het uitgegroeid tot een wereldwijd fenomeen dat door steeds meer particuliere en institutionele beleggers serieus wordt genomen. Toch is nog niet iedereen helemaal om. Koen Bender vertelt dat hij vaak vragen krijgt over zijn houding ten opzichte van cryptovaluta's, vooral wanneer de zogenaamde 'crypto-winter' voorbij lijkt te zijn en beleggers elkaar in de kroeg vertellen over hun successen. 'Iedere particuliere belegger vertelt graag zijn succesverhalen', merkt hij op. 'Maar ik blijf kritisch. Ik moet de waarde van een munt kunnen duiden voordat ik die serieus neem.' Tegelijkertijd onderkent Bender dat de wereld verandert. 'Onze klanten zijn vaak nog jong en niet bezig met cryptomunten, maar die tijd komt. Als ondernemer moet ik voorbereid zijn op de toekomst.'

Waaruit bestaat de markt voor crypto?

Marcel Burger schetst een beeld van een complexe, gelaagde markt die veel meer omvat dan alleen de bekende cryptovaluta's zoals Bitcoin en Ether. 'De markt bestaat uit verschillende soorten assets, zoals utility tokens, security tokens, stablecoins en gedecentraliseerde financiële producten', aldus Burger. 'Dit maakt het voor beleggers noodzakelijk om een gedetailleerd inzicht te ontwikkelen welke van deze assets daadwerkelijk waarde

toevoegen en welke voornamelijk speculatief zijn.'

Hij benadrukt dat er een verschuiving gaande is van speculatie naar het ontwikkelen van reële toepassingen voor deze technologieën. 'In 2017 deelde ik de markt nog eenvoudig op in Bitcoin en smart contracting platforms zoals Ethereum en toepassingen die daarop werden gebouwd, maar inmiddels is het palet wel wat complexer geworden', vertelt hij. 'Bitcoin blijft een categorie op zich, terwijl infrastructuur zoals Ethereum, Avalanche en Solana inmiddels ook een belangrijke rol spelen. Daarnaast zie je de opkomst van tokenized real world assets, die het eigendom of een aandeel vertegenwoordigen in fysieke assets, zoals vastgoed, grondstoffen of kunst. Ook heb je de opmars van memecoins, die niet door iedereen enthousiast ontvangen worden.'

Jeroen Tielman legt uit dat de cryptomarkt tegenwoordig veel meer is dan een speculatieve handel in digitale valuta's. 'Er zijn nu verschillende soorten tokens. Tokens als valuta's zijn maar een klein deel van de markt,' zegt hij. 'De markt is volwassen aan het worden en het is belangrijk dat beleggers deze diversiteit begrijpen.'

Hij noemt als voorbeeld het Ethereum-netwerk. De 'native' Ether-tokens worden gebruikt om te betalen voor de diensten van het netwerk en het gebruik van gedecentraliseerde applicaties (dApps). Het is dus een productieve asset. 'Dit maakt ze een interessante aanvulling op de markt, omdat ze niet gebonden zijn aan de traditionele kenmerken van valuta's,' legt Tielman uit. 'Je kunt ze zien als het equivalent van aandelen in een nieuw soort bedrijfsmodellen waarbij de diensten niet geleverd worden door een centraal bedrijf, maar door een decentraal netwerk.'

Volgens Tielman ligt de kracht van de cryptomarkt in de achterliggende technologie van decentralized trust, die steeds meer economische processen on-chain plaatst. 'Ongeveer een derde van het wereldwijde bbp is gerelateerd aan vertrouwen. Deze processen kunnen in de toekomst efficiënter worden uitgevoerd via decentrale netwerken. Dit alleen al

Voorzitter:

Bert Slagter,
Bitcoin Alpha

Deelnemers:

Koen Bender,
Mercurius Vermogensbeheer
Marcel Burger,
AMDAX
Jan Dubach,
Crowe Foederer Family
Office
Joost Elsenburg,
HVG Law
Menno Martens,
VanEck
Jeroen Tielman,
Theta Capital



VOORZITTER

Bert Slagter

Bert Slagter is ondernemer, schrijver en spreker, verbonden aan kennisplatform LekkerCryptisch.nl en schrijver van het boek 'Ons geld is stuk'. Zijn focus ligt op het snijvlak tussen technologie en economie: van macro-economie en digitaal centralebankgeld tot Bitcoin, decentralized finance en digitale eigendomsrechten. Hij maakt deze vaak complexe materie toegankelijk in artikelen, kranten, radio, televisie en podcasts.



Koen
Bender

Koen Bender is Oprichter en Eigenaar van Mercurius Vermogensbeheer. Hij is een ervaren beleggingsspecialist met brede private banking kennis. Hij is een sparringpartner voor alle relaties, waarmee hij veelal een vertrouwensband heeft. Zijn focus ligt op rendement in combinatie met risicoreductie. Bender verschijnt regelmatig in de media.



Marcel
Burger

Marcel Burger heeft meer dan veertien jaar professionele ervaring in financiële markten in verschillende functies. Hij werkte voor Optiver, VanderMoolen, EY en Achmea Investment Management. Begin 2018 richtte hij BurgerCrypto op, waarmee hij de eerste discretionaire dienstverlener was op het gebied van cryptovermogensbeheer. Amdax nam in 2020 BurgerCrypto en Burger ging daar verder als Chief Investment Officer.



Jan
Dubach

Jan Dubach is Partner bij Crowe Foederer Family Office. Na circa 25 jaar als bankier actief te zijn geweest, is hij overgestapt naar de buy-side van de markt. Als financieel planner en vermogensregisseur helpt hij klanten inzicht verkrijgen waar zij financieel op af koersen en of dit tot het realiseren van hun wensen en doelstellingen leidt.



Joost
Elsenburg

Joost Elsenburg is Advocaat bij HVG Law te Amsterdam. Hij is Specialist in Financieel Recht, waaronder de MiCAR, en is sinds 2005 werkzaam in de financieel regulatoire sector. Hij begon bij de AFM en werkte vervolgens voor verschillende advocatenkantoren en banken in Nederland. Elsenburg is ook Redacteur bij het 'Tijdschrift voor Financieel Recht in de Praktijk' en 'Eye on Finance'.



Menno
Martens

Menno Martens is Crypto Specialist en Product Manager EU Crypto ETN's bij VanEck. Voorheen was hij DLT Specialist bij DNB. Martens houdt zich actief bezig met beleggen en het bouwen van crypto sinds 2016.



Jeroen
Tielman

Jeroen Tielman is werkzaam bij Theta Blockchain Ventures als Head Institutional Relations. Daarnaast ontwikkelt hij SDG6-projecten en is hij INED van een aan de HK Stock Exchange genoteerd vermogensbeheer bedrijf. Hiervoor was Tielman oprichter en CEO van IMQubator en voordien van een investment product-engineering boutique. Hij begon zijn carrière bij ABN AMRO. Tielman heeft een doctoraal-diploma (EUR) en is geregistreerd beleggingsanalist.

geeft het enorme potentieel van deze technologie aan.'

Crypto als betaalmiddel

Een van de kernvragen van de rondetafel-discussie is of cryptovaluta's ooit op grote schaal geaccepteerd zullen worden als betaalmiddel en welke stappen nodig zijn om dit te realiseren. Jan Dubach legt uit dat de acceptatie van crypto als betaalmiddel afhangt van de stabiliteit van de waarde. 'Zolang cryptomunten zoals Bitcoin en Ether extreem volatiel blijven, zullen ze niet op grote schaal als betaalmiddel geaccepteerd worden', aldus Dubach. 'Zowel bedrijven als consumenten hebben behoefte aan een vorm van stabiliteit in hun transacties, en dat ontbreekt momenteel nog.'

Bert Slagter geeft aan dat de gemiddelde consument nog steeds niet goed begrijpt hoe cryptovaluta werkt en dat dit een belangrijke barrière vormt voor de adoptie van crypto's als betaalmiddel. 'Technologieën zoals het Lightning Network, die snellere en goedkopere transacties mogelijk maken, zijn veelbelovend, maar het zal nog jaren duren voordat deze technologieën volledig zijn uitgerold en geaccepteerd', aldus Slagter. 'We hebben nog een lange weg te gaan voordat crypto net zo gebruiksvriendelijk is als traditionele betaalmethoden zoals creditcards of bankoverschrijvingen.'

Stablecoins

Bender wijst op het succes van stablecoins als een belangrijke stap in de richting van bredere acceptatie. 'Stablecoins, die gekoppeld zijn aan fiatvaluta zoals de dollar,

'Iedere particuliere belegger vertelt graag zijn succesverhalen, maar ik blijf kritisch. Ik moet de waarde van een munt kunnen duiden voordat ik die serieus neem.'

bieden een stabiele waarde die noodzakelijk is voor de acceptatie van cryptobetalingen', zegt Bender. Hij merkt echter op dat er nog steeds technologische uitdagingen zijn die overwonnen moeten worden, zoals het verbeteren van de snelheid en schaalbaarheid van blockchainnetwerken om betalingen op grote schaal mogelijk te maken. Ondanks de groei van stablecoins, zijn de meeste cryptomunten volgens hem nog te volatiel om als betrouwbaar betaalmiddel te kunnen fungeren. 'De huidige cryptomarkt wordt nog steeds gedomineerd door speculanten. Voordat cryptovaluta's kunnen worden beschouwd als echte valuta's, moeten ze een veel stabielere karakter krijgen.' Hij waarschuwt dat het overtuigen van speculanten om een stabiele munt te accepteren een proces van jaren zal zijn.

Joost Elsenburg voegt daaraan toe dat stablecoins, zoals die van Tether en USD Coin, een belangrijke rol spelen in de verdere professionalisering van de cryptomarkt. 'Stablecoins bieden een manier om waarde stabiel op te slaan en te verhandelen, zonder de volatiliteit die inherent is aan veel andere cryptovaluta. Dit maakt ze aantrekkelijk voor zowel particuliere beleggers als institutionele partijen die willen experimenteren met crypto, maar nog terughoudend zijn vanwege de extreme koersschommelingen.' Ook Elsenburg denkt dat een grotere acceptatie van stablecoins een noodzakelijke stap is om van crypto een mainstream betaalmiddel te maken.

Welke crypto's hebben toekomst?

Er zijn op dit moment veel verschillende cryptovaluta's, maar die zullen niet allemaal de tand des tijds doorstaan. Menno Martens voorziet dat de markt op den duur zal consolideren. 'Op een gegeven moment zal de markt zich zuiveren van veel van de kleinere, minder relevante munten. Uiteindelijk blijven alleen de munten met een sterke basis en waardevolle use cases over', aldus Martens. Hij verwijst naar technologieën zoals smart contracts, die door platforms zoals Ethereum worden ondersteund, als belangrijke factoren in het toekomstige succes van cryptomunten.

Burger is optimistischer over de toekomst van de cryptomarkt, maar erkent dat er een grote scheiding zal plaatsvinden tussen

'Zolang cryptomunten zoals Bitcoin en Ether extreem volatiel blijven, zullen ze niet op grote schaal als betaalmiddel geaccepteerd worden.'

munten die daadwerkelijk waarde bieden en degenen die vooral speculatief van aard zijn. 'Er is een enorme hoeveelheid innovatie in de cryptomarkt, en dat is wat het zo spannend maakt. We zien nieuwe technologieën opkomen, zoals decentralized finance (DeFi) en non-fungible tokens (NFT's), die volledig nieuwe manieren bieden om waarde te creëren en te verhandelen.'

De recente goedkeuring van Bitcoin- en Ether-ETF's door de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC) is een indicatie dat crypto meer mainstream wordt, stelt Slagter. 'De ETF's van BlackRock en Fidelity bieden institutionele beleggers een gereguleerde en veilige toegang tot de cryptomarkt, zonder dat ze direct cryptovaluta hoeven aan te houden. Dit kan een grote katalysator zijn voor verdere acceptatie van crypto als beleggingscategorie.' Slagter voorspelt dat andere financiële instellingen zullen volgen, wat vervolgens leidt tot verdere institutionalisering van de cryptomarkt.

Innovaties dankzij crypto

De opkomst van tokenisatie, waarbij fysieke assets zoals vastgoed, aandelen of kunst worden omgezet in digitale tokens op de blockchain, wordt besproken als een van de meest veelbelovende ontwikkelingen binnen de cryptomarkt. Tielman is enthousiast over de mogelijkheden die deze technologie biedt voor beleggers. 'Tokenisatie stelt ons in staat om assets die voorheen moeilijk verhandelbaar waren, zoals onroerend goed of illiquide effecten, te fractioneren en toegankelijk te maken voor een veel bredere groep beleggers. Dit kan een revolutie teweegbrengen in hoe we investeren en hoe we waarde toekennen aan bepaalde assets.'

Burger sluit zich hierbij aan en benadrukt dat tokenisatie niet alleen beleggingen >

toegankelijker maakt, maar ook nieuwe vormen van liquiditeit creëert. ‘Voorheen was het haast onmogelijk voor kleinere beleggers om te investeren in zaken zoals luxe vastgoed of kunstwerken, omdat deze assets vaak alleen beschikbaar waren voor de ultra-rijken. Tokenisatie biedt een manier om deze assets op te splitsen in kleinere delen, waardoor ook kleinere investeerders kunnen deelnemen aan deze markten.’

Toch zijn er ook risico's verbonden aan deze nieuwe technologie, waarschuwt Martens. ‘Hoewel tokenisatie veelbelovend is, is het ook belangrijk om te erkennen dat de markt nog in de kinderschoenen staat. Er is nog veel onduidelijkheid over de juridische status van getokeniseerde assets, vooral wanneer het gaat om eigendomsrechten en aansprakelijkheid. Dit zijn vraagstukken die eerst opgelost moeten worden voordat tokenisatie echt mainstream kan worden.’

Regelgeving

Regelgeving zal een belangrijke rol spelen in het verder professionaliseren van de cryptomarkt, onderstreept Elsenburg. ‘Aan de ene kant kan regelgeving helpen om beleggers te beschermen en een stabiel klimaat te creëren. Aan de andere kant bestaat het risico dat te strikte regels innovatie verstikken en de groei van de markt belemmeren.’

Elsenburg legt uit dat de juridische infrastructuur rond crypto nog steeds in ontwikkeling is, wat beleggers onzeker maakt over de langetermijnrisico's. ‘We zien dat overheden en regelgevende instanties wereldwijd worstelen met de vraag hoe ze cryptomunten en blockchain-technologie moeten reguleren’, zei Elsenburg. ‘Er zijn nog veel grijze gebieden, vooral als het gaat om de juridische status van bepaalde cryptovaluta's en het eigendom van digitale assets.’

De MiCA-verordening (Markets in Crypto-Assets) van de Europese Unie zien de panelleden als een positieve ontwikkeling die kan bijdragen aan het vertrouwen in de markt. Elsenburg merkt op dat MiCA een kader biedt waarbinnen cryptobedrijven kunnen opereren zonder voortdurend bang te hoeven zijn voor juridische complicaties. ‘Dit is een belangrijke stap voorwaarts voor de sector. Het geeft beleggers meer zekerheid dat ze beschermd worden tegen fraude en duidelijke richtlijnen voor hoe bedrijven in de cryptomarkt moeten opereren. Het zal wel tijd kosten om de regelgeving volledig te implementeren en ervoor te zorgen dat beleggers voldoende bescherming genieten’, aldus Elsenburg.

Toch zijn er nog steeds veel vragen rondom de exacte invulling van de regelgeving. Dubach stelt dat veel familiebedrijven nog wachten op verdere duidelijkheid voordat ze besluiten om serieus te investeren in crypto. ‘Er is nog te veel onzekerheid over hoe crypto precies gereguleerd wordt en wat de langetermijnimplicaties zijn voor beleggers.’

Crypto in de beleggingsportefeuille

Een centrale vraag tijdens de rondetafel-discussie is of cryptovaluta's een plaats verdienen in een gediversifieerde beleggingsportefeuille. Bender benadrukt dat de correlatie tussen crypto en traditionele assets zoals aandelen en obligaties relatief laag is, wat crypto een aantrekkelijk diversificatiemiddel maakt. ‘Crypto kan een waardevolle toevoeging zijn voor beleggers die op zoek zijn naar nieuwe manieren om hun risico's te spreiden’, meent Bender. ‘Het biedt een manier om te diversifiëren buiten traditionele markten, vooral in tijden van economische onzekerheid.’

Tielman wijst echter op de complexiteit van het beleggen in crypto. ‘Het is niet voldoende om simpelweg cryptomunten aan te schaffen en te wachten op waarde-stijgingen’, zei hij. ‘Je kunt het zien als een explosie van nieuwe startups. Voor een aantal biedt de technologie een echt vliegwiel, voor andere toepassingen zou een traditioneel, gecentraliseerd model beter zijn. Om dit onderscheid te maken, moet je diep in de materie zitten.’

‘Tokenisatie biedt een manier om dure assets op te splitsen in kleinere delen, waardoor ook kleinere investeerders kunnen deelnemen aan deze markten.’

Martens benadrukt dat, hoewel de adoptie van crypto groeit, veel institutionele beleggers nog steeds terughoudend zijn. 'Voor veel institutionele partijen blijft crypto te risicovol, vooral gezien de extreme volatiliteit van de markt', geeft hij aan. 'Hoewel er zeker voordelen zijn, zoals diversificatie en het potentieel voor hoge rendementen, zijn er ook aanzienlijke risico's die niet genegeerd kunnen worden.'

Institutionalisering van crypto

Een belangrijke vraag is hoe ver we nog verwijderd zijn van het moment waarop institutionele beleggers crypto beschouwen als een volwaardige beleggingscategorie, naast traditionele beleggingen zoals aandelen, obligaties of vastgoed.

Bender is optimistisch over de snelheid waarmee deze ontwikkeling plaatsvindt. 'De toetreding van grote spelers zoals BlackRock en Fidelity is een gamechanger. Het feit dat deze instellingen nu ETFs aanbieden die gebaseerd zijn op cryptovaluta's, betekent dat crypto steeds meer wordt geaccepteerd als een serieuze beleggingscategorie. Dit zal andere institutionele beleggers waarschijnlijk aanmoedigen om ook de sprong te wagen.'

Burger vult aan: 'Ik merk dat er steeds meer interesse is voor crypto bij institutionele partijen en dat vooral family offices makkelijker de stap maken naar crypto. Toch zien we daar ook nog wat terughoudendheid. De volatiliteit in combinatie met excessen in de markt zorgden ervoor dat sommige partijen toch hebben afgezien van het investeren in crypto. Maar zodra de vorige all time highs beslecht worden, verwacht ik dat de interesse versneld opklaait. Institutionele partijen bewegen daarin wat langzamer dan de family offices, maar zullen de stap ook gaan maken.' Volgens hem vindt er een langzame, maar gestage verschuiving plaats, waarbij beleggers steeds meer interesse tonen in crypto als een diversificatiemiddel binnen hun portefeuilles.

Martens denkt dat er nog een lange weg te gaan is voordat crypto volledig wordt geïntegreerd in de portefeuilles van institutionele beleggers. 'De meeste institutionele partijen zitten nog in de fase van verkenning', zei hij. 'Er is veel interesse, maar ook

'Er zijn nog veel grijze gebieden, vooral als het gaat om de juridische status van bepaalde cryptovaluta's en het eigendom van digitale assets.'

veel onzekerheid. Beleggers willen meer duidelijkheid over de regelgeving en de risico's voordat ze zich volledig op crypto storten.'

Burger benadrukt dat duidelijke regelgeving noodzakelijk is om het vertrouwen van institutionele beleggers te winnen. 'Institutionele beleggers zijn op zoek naar zekerheid en bescherming', zei hij. 'Regulering kan helpen om de markt te professionaliseren en ervoor te zorgen dat beleggers zich beschermd voelen tegen fraude en misbruik. Maar tegelijkertijd moeten we ervoor zorgen dat de regelgeving innovatie niet in de weg staat.'

De trein is vertrokken

Volgens Tielman is het essentieel dat institutionele beleggers de ontwikkeling van blockchain-technologie serieus onderzoeken, ongeacht hoe vroeg de fase is waarin deze zich momenteel bevindt. 'Het is onverantwoord om niet serieus naar de implicaties van deze technologie te kijken,' stelt hij. Tielman benadrukt dat – zelfs als >



‘Voor veel institutionele partijen blijft crypto te risicovol, vooral gezien de extreme volatiliteit van de markt.’

ze er niet direct in kunnen investeren – het belangrijk is dat institutionele beleggers begrijpen welke impact blockchain kan hebben op bestaande portefeuilles, met name in sectoren zoals de financiële sector.

‘Zelfs als je sceptisch staat tegenover de ideologie achter Bitcoin en Ethereum, is het vanuit een risicomangement- en portfoliomanagementperspectief belangrijk om crypto serieus te overwegen’, stelt Tielman. ‘Blockchain introduceert een totaal nieuw, gedecentraliseerd, bedrijfsmodel, dat steeds meer zal concurreren met bestaande, centrale bedrijven en instituten. De trein is vertrokken. We weten nog niet precies hoe deze technologie zich zal ontwikkelen, maar het is duidelijk dat de potentiële impact groot kan zijn. Het is de verantwoordelijkheid van fiduciair beheerders om dit serieus te nemen en niet te wachten tot het te laat is.’

Volatiliteit

Een van de belangrijkste factoren die institutionele beleggers terughoudend maakt, is de volatiliteit van de cryptomarkt. Dubach wijst erop dat de

schommelingen in de waarde van Bitcoin en andere cryptomunten een groot obstakel vormen voor beleggers die op zoek zijn naar stabiele rendementen. ‘De volatiliteit van crypto maakt het moeilijk voor institutionele beleggers om het op te nemen in hun portefeuilles, vooral als ze verantwoordelijk zijn voor het beheer van grote sommen geld’, aldus Dubach. ‘Niemand wil het risico lopen om aanzienlijke verliezen te lijden door een plotselinge daling van de cryptokoersen.’

Toch zijn er ook manieren om de risico's van crypto te beheersen, stelt Burger. ‘Een van de manieren waarop institutionele beleggers de volatiliteit van crypto kunnen beheersen, is door het te combineren met andere assets. Idealiter zie je negatieve correlaties met andere asset classes, maar het gebrek aan correlatie, zoals we nu zien, leidt ook tot een beter gediversifieerde portefeuille. Op die manier krijgt de gehele beleggingsportefeuille een verbetering van risico-rendementskarakteristieken.’

Burger geeft aan dat het toevoegen van Bitcoin en Ether aan een klassieke 60-40 portefeuille leidt tot een hoger rendement zonder dat het de volatiliteit significant verhoogt, mits de juiste balans wordt aangehouden. Hij verwijst hierbij naar recente rapporten van BlackRock die dit idee ondersteunen. Volgens hem helpt dit bij het veranderen van de perceptie van institutionele beleggers. ‘Voordat crypto als belegging kan worden overwogen, is het essentieel om eerst fundamenteel achter deze asset class te staan. Beleggers moeten eerst die fundamentele keuze maken voordat ze crypto opnemen in hun portefeuilles.’

Burger merkt op dat eerdere bezwaren, zoals bijvoorbeeld het gebrek aan liquiditeit, van tafel zijn nu institutionele partijen de laatste tijd veel meer bezig zijn met impact investing en daar ook veel te maken hebben met de bezwaren die eerder een belemmering waren voor het opnemen van cryptovaluta in de portefeuille. Dit maakt dat institutionele partijen nu meer bereid lijken om crypto-assets serieus te overwegen.



Tielman benadrukt dat hij blockchain ziet als een nieuwe technologie. De focus moet volgens hem weg van de specifieke assets en verschuiven naar de verdien capaciteit en de nieuwe mogelijkheden van deze technologie. Voor alle activiteit waar nu een centrale, ‘trusted’, intermediair nodig is, biedt blockchain een alternatief, en het is inherent wereldwijd en 24/7. Dat is volgens hem extreem disruptief. Valuta is slechts een eerste toepassing.

Crypto voor diversificatie

Bender benadrukt dat crypto's, ondanks de hoge volatiliteit, kunnen fungeren als een diversificatie-instrument binnen een bredere portefeuille. ‘De correlatie tussen crypto en traditionele assets zoals aandelen en obligaties is relatief laag. Dit maakt het aantrekkelijk voor beleggers die op zoek zijn naar manieren om hun portefeuille te diversifiëren en hun risico's te spreiden.’

Bender stelt dat het overgrote deel van de beursgenoteerde bedrijven – zo'n 96% – op den duur aan relevantie verliest. ‘Ze smelten weg als ijsblokjes’, aldus Bender. Hij wijst op voorbeelden zoals General Electric, ooit een van de grootste bedrijven ter wereld, dat nu wordt overschaduwed door nieuwere spelers. ‘Of neem een bedrijf als Boeing, dat nu aandelen moet uitgeven om 25 miljard op te halen. Het is verstandiger om een obligatie van Boeing te kopen dan een aandeel, en hetzelfde geldt voor Shell.’ Bender benadrukt dat de meeste van de huidige grote bedrijven in ons eigen leven zijn opgericht en dat de oprichters nog steeds aan het roer staan, wat volgens hem aangeeft hoe snel de bedrijfswereld verandert.

Volgens Tielman is het een logische stap om via crypto te diversifiëren, vooral als je beseft dat het trustgerelateerde deel van de economie zal migreren naar ‘on chain’ toepassingen. Deze migratie zal volgens hem zeer disruptief zijn ten opzichte van huidige economische processen, die via gecentraliseerde partijen gefaciliteerd worden. In dat opzicht kan een exposure naar blockchain-technologie in de portefeuille niet alleen een kans zijn, maar ook een ‘hedge’ ten opzichte van de potentiële bedreiging van de introductie van deze technologie voor bepaalde bestaande beleggingen.

‘Voor alle activiteit waar nu een centrale, ‘trusted’, intermediair nodig is, biedt blockchain een alternatief, en het is inherent wereldwijd en 24/7.’

De uitdaging ligt echter in het selecteren van de juiste toepassingen in samenwerking met diep gespecialiseerde partijen die zowel de technologie als de toepassingsgebieden begrijpen. Alleen dan kun je investeren in de private fase, voordat het netwerk überhaupt live is. Anders ben je veroordeeld tot het kopen van liquide munten waarin de hele wereld speculeert en is het moeilijk verschil te maken. Beleggers moeten niet alleen kiezen tussen platformen en applicaties, maar ook begrijpen welke toepassingen een blijvend bestaansrecht kunnen claimen.

Crypto en ESG

In hoeverre passen Bitcoin en andere cryptovaluta's in een ESG-strategie, met name gezien het hoge energieverbruik van Bitcoin-mining? Martens: ‘Bitcoin verbruikt enorme hoeveelheden energie en dat is moeilijk te rijmen met een duurzaam beleggingsbeleid.’

Toch zijn er volgens hem initiatieven die proberen het energieverbruik van Bitcoin te verminderen, zoals het gebruik van hernieuwbare energiebronnen voor Bitcoin-mining. ‘We zien dat steeds meer Bitcoin-miners overstappen op hernieuwbare energie, en dat is een stap in de goede richting’, aldus Martens. ‘Maar het is nog niet genoeg. Er moet meer gedaan worden om ervoor te zorgen dat Bitcoin daadwerkelijk duurzaam kan worden.’

Tielman wijst erop dat andere cryptomunten minder energie-intensief zijn. ‘Bitcoin is een uitzondering met het proof-of-work consensusmechanisme. De meeste netwerken gebruiken proof-of-stake, waarvoor dit argument niet geldt’, legt Tielman uit. ‘Blockchain-technologie in zijn algemeenheid is juist een zeer ESG-vriendelijke technologie. Het is extreem inclusief, transparant, een tegenkracht tegen centralisering, en het biedt >

een nieuw en kansrijk model om wereldwijde problemen als klimaatverandering aan te pakken doordat het op wereldwijde schaal gedrag kan beïnvloeden met de juiste incentives. We zien hier de eerste veelbelovende voorbeelden van.’

Martens voegt eraan toe dat crypto ook kansen biedt voor sociale impact. Hij benadrukt dat de sociale en governance-aspecten vaak onderbelicht blijven, terwijl crypto juist op deze gebieden veel kan betekenen. ‘Veel mensen, zelfs in Europa en de VS, hebben nog altijd geen toegang tot een bankrekening of financiële diensten, en crypto kan daarvoor een oplossing bieden,’ aldus Martens. Hij voegt toe dat blockchain ook een democratische manier biedt om samen beslissingen te nemen over de richting van een protocol of netwerk, wat bijdraagt aan betere governance.

Blockchain in vermogensbeheer

Blockchain biedt een gedecentraliseerde, transparante en veilige manier om transacties vast te leggen, wat een revolutie teweeg kan brengen in de manier waarop vermogensbeheer wordt georganiseerd. ‘Een van de grootste voordelen van blockchain is dat het de noodzaak van tussenpersonen, zoals banken en makelaars, kan verminderen,’ zegt Martens. ‘Dit betekent dat transacties sneller, goedkoper en transparanter kunnen worden uitgevoerd, wat uiteindelijk ten goede komt aan de belegger. Maar wij zijn ook een tussenpartij. We moeten dus nadenken over wat die ontwikkeling voor ons kan betekenen.’

‘Als wij daar niet mee bezig zijn, is er misschien een andere partij wél mee bezig. Dus wij moeten wel,’ stelt ook Elsenburg. ‘We proberen te kijken naar hoe de toekomstige asset manager eruitziet. Er zijn al meerdere apps beschikbaar waarbij jouw account rechtstreeks gelinkt kan worden aan een fund manager.’

Burger voegt hieraan toe dat blockchain-technologie ook kan helpen bij het efficiënter maken van verschillende aspecten van vermogensbeheer. ‘Als we nu bijvoorbeeld kijken naar hoe tokenised money market funds worden ingezet in de uitwisseling van onderpand tussen grotere partijen in de markt, dan is dat voor mij een bevesti-

‘Blockchain introduceert een totaal nieuw, gedecentraliseerd, bedrijfsmodel, dat steeds meer zal concurreren met bestaande, centrale bedrijven en instituten.’

ging dat we aan de vooravond staan van een grote verandering. Het begon met stablecoins, en gaat nu verder met money market funds. De partijen die er nu mee experimenteren, ondervinden hoeveel voordeel het oplevert om op deze manier traditionele assets te managen. Ik denk dat uiteindelijk alles, ook aandelen en obligaties, via blockchain-infrastructuur gaat bewegen. We gaan naar een wereld waarin alle assets wegens grote efficiency-voordelen over dezelfde sporen gaan bewegen.’

Tielman wijst er echter op dat de implementatie van blockchain in de vermogensbeheersector nog in de beginfase zit. ‘Hoewel de voordelen van blockchain duidelijk zijn, zijn er nog veel technische en juridische obstakels die overwonnen moeten worden voordat blockchain op grote schaal kan worden toegepast in vermogensbeheer. Dit zal tijd kosten, maar ik ben ervan overtuigd dat blockchain uiteindelijk de basis zal worden voor veel processen binnen de financiële sector.’

Conclusie

De panelleden zijn ervan overtuigd dat crypto en blockchain blijvende impact zullen hebben op de financiële wereld, maar er is wel verdere professionalisering en regulering nodig. Crypto is niet langer een niche of speculatief speeltje. Grote instellingen als BlackRock en Fidelity stimuleren brede acceptatie en inmiddels tonen ook institutionele beleggers interesse. Er zijn nu gereguleerde financiële producten als crypto-ETF's, en door innovaties als tokenisatie en DeFi ontstaan nieuwe toepassingen. Dat maakt crypto diverser. Hoewel er uitdagingen blijven, zoals op het gebied van volatiliteit en regelgeving, vinden de panelleden het voor beleggers onverantwoord om de mogelijkheden van crypto te negeren, zelfs als je er niet direct in investeert. ■

IN HET KORT

Crypto en blockchain zullen blijvende impact hebben op de financiële wereld.

Er is verdere professionalisering en regulering nodig om crypto tot een succes te maken.

Crypto kan inmiddels rekenen op interesse van steeds meer institutionele beleggers.

Gereguleerde financiële producten als crypto-ETF's en innovaties zoals tokenisatie en DeFi maken crypto diverser.

Er blijven uitdagingen op het gebied van volatiliteit en regelgeving.

Er moet meer aandacht komen voor de verdien-capaciteit en de nieuwe mogelijkheden van blockchain-technologie.

Crypto en fiscaliteit: de stand van zaken

Het zal niemand zijn ontgaan: er is veel te doen rondom beleggingen en box 3. De Hoge Raad heeft in juni 2024 een nieuwe duit in het zakje gedaan met een aantal belangrijke arresten. Maar hoe raakt dit alles de belegger in crypto?

In juli 2023 bleek uit onderzoek dat Nederland ongeveer 2 miljoen bezitters van crypto kent. Het is niet uitgesloten dat dit aantal het afgelopen jaar is toegenomen als gevolg van diverse positieve sentimenten (en bijbehorende koersen) op de cryptomarkt. Het voorlopige hoogtepunt was in maart 2024, toen de koers van Bitcoin de \$ 73.000 aantikte. En op het moment van schrijven is een koers van \$ 100.000 al bijna in zicht!

Uiteraard dienen beleggers in crypto hun inkomsten op te geven in hun aangifte voor de inkomstenbelasting. Voor de meeste beleggers zullen deze inkomsten tot de rendementsgrondslag van box 3 behoren, waar een heffingsvrij vermogen van € 57.000 geldt (bedrag 2024, voor fiscaal partners is dit € 114.000). Waarschijnlijk blijft een groot deel van de 2 miljoen bezitters van crypto naar verwachting onder deze drempel.

Voor de wat actievere cryptobelegger is het niet vanzelfsprekend dat de inkomsten ook daadwerkelijk in box 3 vallen. Eerder dit jaar werd in de rechtspraak bepaald dat een belastingplichtige die een algoritme had ontwikkeld (een zogeheten 'trading-bot') zijn inkomsten in box 1 diende aan te geven. Het ging in dit specifieke geval om een algoritme dat was ontworpen voor arbitragehandel met crypto. En het algoritme bleek bijzonder succesvol: in 75-80% van de gevallen werd een positief resultaat behaald. Met name dit laatste gaf de doorslag. Er was daarom sprake van een objectieve voordeelsverwachting en niet van handel met een louter speculatief karakter. En

daarmee vielen de inkomsten in dit geval in box 1. Waarmee overigens niet gezegd is dat bij het gebruik van een algoritme of trading-bot in alle gevallen sprake is van inkomen in box 1.

Terug naar de cryptobelegger in box 3. Het box 3-inkomen wordt forfaitair bepaald op 1 januari van het jaar. Maar in het beruchte Kerst-arrest uit 2021 bepaalde de Hoge Raad dat in sommige situaties rekening moet worden gehouden met het werkelijke rendement. In juni van dit jaar gaf de Hoge Raad aan hoe dit werkelijke rendement moet worden berekend. Belastingplichtigen moeten dit werkelijke rendement zelf aantonen, waarbij gekeken wordt naar het totaal van de bezittingen en schulden. Cherry-picking is dus niet toegestaan.

Voor crypto zijn wel enige handvatten te geven. Circa 70% van de waarde in crypto is vertegenwoordigd in twee cryptomunten: Bitcoin en Ethereum. Wanneer de koersen van Bitcoin van de afgelopen jaren worden bekeken, dan valt op dat de koers van deze cryptomunt bijvoorbeeld op 1 januari van de jaren 2018 en 2022 relatief hoog stond ten opzichte van de koers een jaar later. Voor Ethereum geldt een vergelijkbaar beeld. Voor die jaren geldt dat het voor een belegger interessant kan zijn om te kijken naar het werkelijke rendement in die jaren.

Cherry-picking is wél toegestaan wanneer het werkelijke rendement hoger is dan het forfaitair berekende rendement. In dat geval is het devies: geef je crypto-vermogen gewoon aan en betaal de verschuldigde belasting. Dat voorkomt een hoop ellende achteraf. En voor degenen die daarover nog zouden twifelen: met ingang van 1 januari 2026 zullen aanbieders van crypto-assets gegevens over hun klanten gaan uitwisselen met de belastingdienst. Cryptovermogen proberen achter te houden, is er dan niet meer bij! ■



Door **Dennis Post**, Partner/Belastingadviseur bij EY en wetenschapper



AI agents and blockchain: unlocking new frontiers

AI agents integrated with blockchain technology are transforming industries by unlocking new opportunities. What is the precise nature of this synergy and what is its potential impact on future economies?

By Rachid Ajaja

AI agents are autonomous systems that perform tasks without human oversight and learn from their environment. They have significantly impacted finance, healthcare, and logistics by optimizing operations. As they advance, integrating them with blockchain's decentralized, secure infrastructure enables seamless interaction with decentralized applications (dApps), smart contracts, and blockchain protocols.

Blockchain as a catalyst for AI agents

Blockchain's decentralized, immutable nature is ideal for AI agents, combining tamper-proof records with autonomous data processing to transform industry tasks. AI agents integrated with blockchain can enhance security, transparency, and efficiency in managing digital assets, decentralized finance (DeFi), and automating supply chains.

The AI agent economy emerges from this synergy, where agents autonomously trade assets, execute governance decisions, and manage contracts. For instance, an AI agent could manage a user's digital portfolio, trading assets and adjusting strategies using real-time blockchain data without human input.

Blockchain eliminates intermediaries, reducing friction. Agents working independently while ensuring data integrity introduce new automation and decentralization models across industries.

Large language models and their role in AI agents

Large language models (LLMs) like GPT-4 enable AI agents to understand and process human language, equipping them with natural language processing to handle unstructured data and provide meaningful responses. In customer service, legal analysis, and financial forecasting, LLMs enhance AI agents' data engagement.

However, LLMs have limitations in reasoning and complex decision-making, struggling

'AI agents in blockchain are set to disrupt industries by introducing decentralized automation.'

‘Addressing AI safety challenges, complying with regulations, and designing ethical systems are crucial for success.’

with intricate logic and cross-domain information integration. To fully realize AI agents’ potential in blockchain environments, capabilities like knowledge graphs and deep reinforcement learning are essential.

Enhancing AI agents with knowledge graphs and deep reinforcement learning

Knowledge graphs enable AI agents to organize data by connecting entities, concepts, and relationships, enhancing decision making in decentralized blockchain systems. For example, in supply chain management, an AI agent with a knowledge graph can track a product’s journey, verify authenticity, detect delays, and trigger smart contracts upon delivery, optimizing efficiency and reducing fraud.

This integration shows how AI agents with blockchain and knowledge graphs transform industries by improving transparency, reducing costs, and minimizing risks.

Deep Reinforcement Learning (DRL) further enhances AI agents. Through trial and error, agents learn from their environment, receiving rewards or penalties. In blockchain, AI agents using DRL can optimize actions over time, adapting to changing conditions in decentralized environments.

For instance, an AI agent in a decentralized marketplace can autonomously adjust pricing and logistics based on real-time feedback. Continuous interaction improves process optimization, reduces inefficiencies, and enhances outcomes for participants.

The AI agent economy: disrupting traditional industries

AI agents in blockchain are set to disrupt industries by introducing decentralized automation. In the AI agent economy, agents execute tasks requiring significant human involvement today.

For example, in decentralized intellectual property management, an AI agent could track digital asset usage, verify licensing, and execute smart contracts for royalty distribution. Blockchain’s immutability ensures transparent, secure IP usage history, reducing disputes.

In supply chain management, AI agents could verify product authenticity at each step, reduce fraud, predict bottlenecks, and trigger alternative logistics, improving efficiency.

This automation reduces inefficiencies and creates new innovation opportunities. Early adopters benefit from reduced costs, improved accuracy, and global operations without intermediaries.

Challenges: AI safety and regulation

Adopting AI agents in blockchain raises AI safety concerns. Autonomous agents need safeguards to align actions with legal, ethical, and security standards. Without oversight, they could make harmful decisions due to exploitation or reasoning flaws.

Upcoming regulations like the EU’s AI Act and MiCA will require compliance in AI and blockchain development. Companies must navigate this landscape by incorporating safety measures, ensuring transparent and secure AI agent operations.

Mitigating risks involves using knowledge graphs to provide factual information and designing deep reinforcement learning models with safety protocols. As AI and blockchain evolve, maintaining AI safety through careful design, transparency, and regulatory alignment is crucial. Companies must ensure compliance, address ethical concerns, and secure operations within decentralized environments.

Conclusion

The intersection of AI agents and blockchain is set to transform industries by enabling decentralized automation, smarter decision-making, and new economic models. Integrating LLMs, knowledge graphs, and deep reinforcement learning equips AI agents to autonomously manage complex tasks securely and transparently. However, addressing AI safety challenges, complying with regulations, and designing ethical systems are crucial for success. The future of AI agents in blockchain is promising but requires careful oversight to unlock its full potential for businesses and economies. ■



Rachid Ajaja

Founder & CEO of Nexera

SUMMARY

The integration of AI agents with blockchain technology enables decentralized automation and smarter decision-making.

AI agents can be enhanced by leveraging large language models, knowledge graphs, and deep reinforcement learning.

New economic models are emerging as AI agents and blockchain technology integrate, highlighting key challenges such as AI safety, upcoming regulations, and the importance of ethical and secure operations for successful adoption.

ZIJN INSTITUTIONELE BELEGGERERS KLAAR VOOR CRYPTO?

De herverkiezing van Donald Trump en zijn openlijke pro-cryptohouding hebben het vertrouwen van veel beleggers in cryptovaluta versterkt. Dat vertrouwen was al groeiende na de introductie van Bitcoin ETF's en de betrokkenheid van enkele grote financiële instellingen daarbij. Is de tijd rijp voor institutionele beleggers om meer met crypto te doen?

Door Esther Waal

Na de verkiezingsoverwinning van Trump steeg de koers van Bitcoin aanzienlijk, met een piek van bijna \$ 100.000 op 22 november 2024. Deze stijging wordt onder meer toegeschreven aan Trump's belofte om van de Verenigde Staten de 'cryptohoofdstad van de wereld' te maken en zijn aankondiging om Bitcoin strategisch aan te houden als nationale reserve en Bitcoin-miningactiviteiten in de VS te ondersteunen.

Veel beleggers zien hierdoor het vertrouwen in Bitcoin versterkt worden. Maar ook vóór Trump's herverkiezing nam de populariteit van crypto toe. Een belangrijke oorzaak hiervoor was de goedkeuring van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC) van de eerste Bitcoin-ETF. Vooral de crypto-producten van BlackRock en Fidelity hebben tot een flinke toename van institutionele investeringen in de cryptomarkt geleid.

Toch zitten institutionele beleggers nog met veel vragen. Reden genoeg voor Financial Investigator om enkele experts met verschillende achtergronden een aantal van deze vragen voor te leggen. Want hoe wordt de intrinsieke waarde van cryptovaluta bepaald? In hoeverre correleert cryptovaluta met traditionele asset classes? Welke cryptovaluta zijn op dit moment het meest toegankelijk voor institutionele beleggers? In hoeverre sluit beleggen in cryptovaluta aan bij ESG-doelstellingen?

Belangrijk is natuurlijk ook hoe de cryptovalutamarkt zich in de komende jaren zal ontwikkelen. En gelet op het recent fors toegenomen vertrouwen in crypto, is het ook de vraag wat institutionele beleggers het meeste tegenhoudt om te beleggen in cryptovaluta. Sterker nog, kun je het je als institutionele belegger wel veroorloven om niet in cryptocurrency te beleggen?



Mathijs Kriek

Portfolio Manager, TreeCap

‘Cryptovaluta hebben historisch gezien zeer lage correlaties getoond met traditionele asset classes.’

In hoeverre correleert cryptovaluta met traditionele asset classes?

‘Cryptovaluta en andere digital assets hebben historisch gezien zeer lage en in een aantal gevallen zelfs negatieve correlaties getoond met traditionele asset classes. Dit betekent dat ze een belangrijke bron van idiosyncratisch risico kunnen bieden en dus smart alpha in gespreide beleggingsportefeuilles kunnen genereren. Uiteraard blijft het een dynamische relatie gebaseerd op marktcondities (macro en sentiment) en externe factoren (denk aan wet- en regelgeving, en technologische vooruitgang in blockchain).’

Hoe gaat de cryptomarkt zich in de komende jaren ontwikkelen?

‘Ik verwacht dat Distributed Ledger Technology (DLT) en haar onderliggende digital assets een cruciale rol gaan spelen in de toekomst, vooral op gebieden zoals finance (denk aan settlements, collateral management en corporate actions), het

tokeniseren van diverse assets, de integratie van blockchain in fysieke infrastructuur en zelfs in de ontwikkeling van een vernieuwd internet (web3.0). Daarnaast ben ik van mening dat AI beter zou kunnen functioneren met behulp van blockchain-technologie. Ik zie twee belangrijke factoren voor een bredere adoptie. Allereerst denk ik dat duidelijke regelgeving, waarbij de EU met de MiCAR vooroploopt, de weg kan vrijmaken voor toetreding en participatie in digital assets door institutionele investeerders. Ten tweede verwacht ik dat cash-on-chain mogelijkheden, zoals (gereguleerde) stablecoins of andere oplossingen die verbonden zijn met het traditionele betalingssysteem, verder ontwikkeld en verbeterd moeten worden. Ik geloof dat blockchain de manier verandert waarop gegevens en waarde worden uitgewisseld en opgeslagen, wat zal leiden tot meer vertrouwen, efficiëntie en beveiliging.’

Menno Martens

Crypto Product Manager, VanEck

Hoe gaat de cryptomarkt zich in de komende jaren ontwikkelen?

‘We verwachten dat de cryptovalutamarkt aanzienlijk kan groeien naarmate trends zoals tokenized real-world assets, DeFi en DePIN traditionele ondernemingen ontworpen als efficiëntere, transparantere en toekomstbestendige oplossingen. Hoewel de markt momenteel grotendeels wordt gedomineerd door speculatie, kan alleen echte adoptie de winnaars laten zien en hierbij gaat het nog altijd om het overbodig maken van vertrouwde tussenpersonen. We voorzien dat crypto een vast onderdeel wordt van de technologiestapel van de samenleving van morgen.’

Wat weerhoudt institutionele beleggers er het meest van om te beleggen in cryptovaluta?

‘Institutionele beleggers worstelen meestal met zorgen over regelgeving en ESG, omdat algemeen wordt aangenomen dat het vanuit het oogpunt van portefeuillebeheer

zinnig is om naar crypto's te alloceren vanwege het asymmetrische rendementsprofiel. Deze worstelingen klaren echter langzaam maar zeker op en maken de weg vrij voor crypto als asset class. De ESG-gerelateerde zorgen gaan bijvoorbeeld vooral over het energieverbruik van Bitcoin, maar mensen hebben de neiging om het belang van de sociale en governance-aspecten, waarvoor de kenmerken van crypto aanzienlijk gunstig zouden kunnen zijn, volledig te onderschatten. Crypto biedt een gedecentraliseerd, transparant bestuur en een financieel systeem voor miljarden mensen die op dit moment in de huidige maatschappij onderbediend zijn. Regelgeving gaat de goede kant op, want die wordt vaak gezien als een tweesnijdend zwaard. De crypto-natives zijn misschien geen voorstander van regulering, maar het zal een bredere acceptatie van de asset class mogelijk maken naarmate het gelegitimeerd en erkend wordt.’



‘Mensen hebben de neiging om het belang van de sociale en governance-aspecten volledig te onderschatten.’



Jeroen Tielman

Head Institutional Relations, Theta Capital Management

‘De aantrekkingskracht van de cryptomarkt is gebaseerd op ‘decentralized trust.’

In hoeverre correleert cryptovaluta met traditionele asset classes?

‘Blockchain-technologie introduceert een nieuwe, alternatieve manier om economische activiteiten uit te voeren waar nu een centrale tussenpartij voor nodig is. Aangezien de technologie nieuw is, zijn de eerste investeerbare assets ‘venture’-beleggingen. Wat betreft de inschatting van de correlatie kunnen we er van twee kanten naar kijken. Als venture asset bevindt het zich aan de bovenkant van het risicospectrum en kan er een hoge correlatie met andere risicovolle beleggingen worden verwacht. Voor zover de BITWISE 10 Large Cap Crypto Index als een proxy gezien kan worden voor blockchain-toepassingen, is er over de periode januari 2014 tot en met december 2020 een lage correlatie gemeten.’

Kun je het je als institutionele belegger veroorloven om niet in cryptocurrency te beleggen?

‘In onze ogen zeer zeker niet. De aantrekkingskracht van de cryptomarkt – met tokens als economische eigendomsbewij-

zen van specifieke toepassingen – is gebaseerd op de achterliggende blockchain-technologie van ‘decentralized trust’. Aangezien ongeveer een derde van het wereldwijde bbp gerelateerd is aan vertrouwen, kan in potentie een aanzienlijk deel van de economie migreren naar autonome decentrale ‘on-chain’ netwerken, en dit is nog los van alle nieuwe economische toepassingen die mogelijk worden.

Het is daarom belangrijk dat institutionele beleggers een gefundeerde mening vormen over het potentiële effect van de introductie van blockchain-technologie, mede uit hoofde van hun ‘fiduciary duty’. Niet alleen als kans, maar ook in de vorm van een mogelijke bedreiging voor de huidige portefeuille (bijvoorbeeld beursgenoteerde financials). Het is duidelijk dat de potentiële impact van de technologie zeer groot kan zijn, en naar onze verwachting zelfs groter dan die van het huidige internet. Tevens menen wij dat institutionele beleggers ook vanwege ESG-overwegingen naar blockchain-technologie dienen te kijken.’

Maarten Kiewiet de Jonge

Director, Duplus Fund Management

Hoe wordt de intrinsieke waarde van cryptovaluta bepaald?

‘Traditioneel gezien wordt de intrinsieke waarde bepaald aan de hand van cashflow, dividend of onderliggende assets. Dit gaat bijna nooit op voor digital assets. Digital assets kunnen via meerdere methodes gewaardeerd worden, maar in onze ogen is de meest zinvolle methode het bepalen van de toepassingswaarde. Hoe bepaal je die? In dit opzicht lijken digital assets heel erg op social media. Een cruciaal kenmerk van zowel social media als digital assets is het netwerkeffect: hoe hoger het aantal gebruikers, hoe meer toepassingswaarde wordt gecreëerd. Voor de kwantificering bestaan meerdere waarderingstechnieken, zoals bijvoorbeeld het Metcalf-model.’

In hoeverre sluit beleggen in cryptovaluta aan bij ESG-doelstellingen?

‘Op het gebied van de ‘E’ beslaan digital

assets, net als aandelen, het hele spectrum, van minimaal energieverbruik en lage klimaatimpact tot torenhoog energieverbruik. Daarnaast zijn sommige digital assets speciaal ontworpen om duurzaamheid te bevorderen. Op het gebied van de ‘S’ bevorderen digital assets juist inclusiviteit. Denk hierbij aan ontwikkelingslanden waar niet iedereen toegang heeft tot een bankrekening, of het efficiënt versturen van ‘remittances’ naar het thuisfront.

Op het gebied van de Governance is de filosofie van digital assets om de zeggenschap bij de gemeenschap neer te leggen als tegenreactie op te veel machtsconcentratie. De meeste digital assets-projecten zijn decentraal. Dit betekent dat de zeggenschap niet bij een centrale entiteit ligt. Dit draagt bij aan een democratischere en eerlijkere governance-structuur.’



‘Hoe hoger het aantal gebruikers, hoe meer toepassingswaarde wordt gecreëerd.’



Maurice Mureau

Chief Executive Officer, Hodl Group

‘De cryptomarkt zal zich verder integreren in het financiële systeem.’

Hoe gaat de cryptomarkt zich in de komende jaren ontwikkelen?

‘De cryptomarkt heeft zich recent sterk ontwikkeld, met de introductie van Bitcoin- en Ether-ETF's als belangrijke mijlpalen en een groeiende acceptatie van tokenisatie binnen financiële instellingen. Een voorbeeld hiervan is het BUIDL Fund, een getokeniseerd treasury-fonds dat in maart werd gelanceerd. Tokenisatie zal naar verwachting het dominante thema blijven in de cryptomarkt vanwege de voordelen die het biedt in efficiëntie, transparantie en kostenreductie. Samen met de bredere acceptatie van crypto als beleggingsoptie, verwachten wij dat de cryptomarkt zich verder zal integreren in het financiële systeem en dat dit zal bijdragen aan duurzame groei.’

Welke cryptovaluta zijn op dit moment het meest toegankelijk voor institutionele beleggers?

‘Veel cryptoprojecten zijn momenteel minder toegankelijk voor institutionele

beleggers vanwege hun beperkte marktkapitalisatie en hun korte trackrecord. Bitcoin, Ethereum en in toenemende mate Solana trekken echter aanzienlijke interesse uit deze hoek. Vooral Bitcoin en Ethereum hebben een voorsprong vanwege hun sterke focus op veiligheid en risicobeheer. Beide zijn verhandelbaar via ETFs op traditionele beurzen en worden ondersteund door gevestigde partijen zoals BlackRock en Fidelity, wat institutionele beleggers een gemakkelijke en veilige toegang biedt zonder de eerdere uitdagingen rond zelfopslag. Inmiddels zijn er ook opties beschikbaar op Bitcoin-ETFs, waardoor institutionele beleggers risico's effectiever kunnen hedgen. Daarnaast is er een groeiende interesse in fondsen zoals die van onszelf, die door bredere diversificatie vaak aantrekkelijker zijn dan ETFs gericht op een enkele asset.’

Jeroen van der Put

Onafhankelijk pensioenfondsbestuurder, adviseur, diverse pensioenfondsen

Wat weerhoudt institutionele beleggers er het meest van om te beleggen in cryptovaluta?

‘Het is geen langetermijn duurzame investering en kent relatief veel onzekerheden. Het heeft geen intrinsieke waarde of cash flow en kent een extreem hoge volatiliteit. De waardering, het risicoprofiel en de bijdrage aan de portefeuille zijn daardoor ex ante lastig te bepalen. De cryptovaluta kosten erg veel energie waardoor er ook significante negatieve milieueffecten zijn. Het is een speculatieve belegging die alle kanten op kan gaan afhankelijk van het vertrouwen dat eraan wordt geschonken. En dat komt te voet en gaat te paard. De waarde

kan sterk onderuitgaan vanwege incidenten met betrekking tot cybercrime, vergaande regulering en nieuwe oplossingen.’

Hebben de organisaties waar jij bij betrokken bent, overwogen om te investeren in cryptovaluta?

‘Het is nergens serieus overwogen. Wel wordt er systematisch gekeken of er categorieën zijn die toegevoegde waarde kunnen hebben voor de portefeuille. Zo is crypto ook weleens langsgekomen, maar ook snel weer afgefallen, vanwege de toets op de beleggingsovertuigingen en de eerdergenoemde argumenten.’



‘Het is een speculatieve belegging die alle kanten op kan gaan.’

US returns to mid-cycle: what's next for bond investors?

The underlying structural and cyclical resilience of the US economy has enabled it to so far avoid recession. Unusually, economic data now points toward the US returning to mid-cycle, providing a potentially strong backdrop for fixed income.

By Flavio Carpenzano and Peter Becker

Interest rates

Although the Fed has just started its cutting cycle, questions remain about how tight policy is. Some of the tools used to estimate its level suggest policy could be closer to neutral. If correct, this would suggest that the Fed will continue to cut rates, but maybe not to the extent the market was initially expecting when the easing cycle started in September.

Overall, the US economy appears to be less sensitive to interest rate movements, indicating that a sharper cut in rates might be necessary to support the economy in case of a recession.



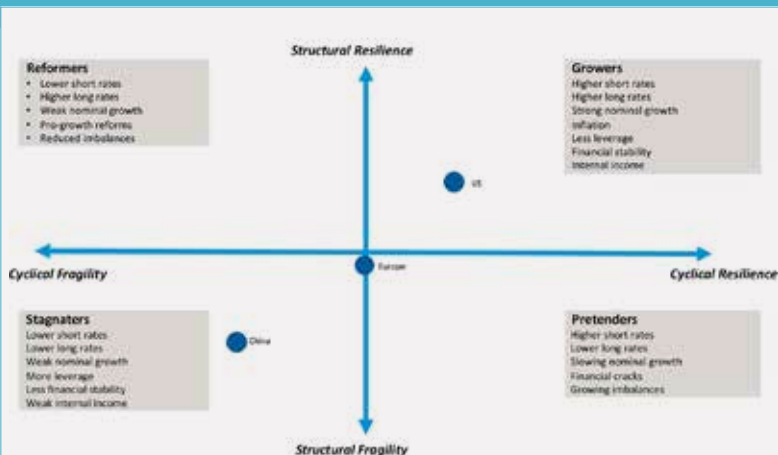
The strength of the US consumer

Consumer spending in the US remains strong. In part, this strength reflects easing of pricing pressures as inflation has fallen toward target. Importantly, this spending is not supported by high levels of borrowing, with leverage falling across all income cohorts, indicating relatively high quality and therefore more durable spending. US productivity, a longer-term driver of growth, has increased strongly to around 2.5% since 2023, helping keep labour costs low (and ultimately inflation lower), and margins elevated. Additionally, government investment programs and investments in generative AI are boosting capital expenditure, but private demand remains the main driver of US real GDP growth.

US debt levels

The US economy remains in fiscal deficit and is likely to continue in this state for some time. The current size of US debt is over 110% of GDP, higher than most other developed markets. Official forecasts of its increase have renewed concerns among some market participants about the sustainability of the US economy. Despite the rise in spending, the increase in debt levels over the past 16 years has been driven by two major shocks: the global financial crisis and COVID-19. If the increase in debt from these two events is removed, US debt/GDP is broadly flat.

FIGURE 1: CAPITAL GROUP'S RESILIENCE VERSUS DIVERGENCE FRAMEWORK



Source: Capital Group Capital Strategy Research Group. As at September 2024

China

The recent announcement of a fiscal stimulus plan has prompted a strong rally in Chinese equities. Measures including the use of local government special purpose bonds for land purchase and the conversion of housing inventories into social housing stock indicate a shift towards fiscal mechanisms to stimulate the economy. Plans to recapitalise big banks with Special China Government Bonds underscore the government's commitment to stabilise the economy. Although the initiatives announced are broadly welcomed, long-term challenges remain, and we think China remains structurally fragile.

Europe's structural problems

In Europe, structural issues including demographics, poor productivity and geopolitics continue to leave the economy fragile. Germany, with its high trade dependency and reliance on China, is particularly vulnerable. This could have important implications for monetary policy in the region. The Italian, German and French governments have meanwhile all indicated their intention to tighten fiscal policy, and the ECB has emphasised its expectation that inflation will return to target over the forecast period.

Consequently, we anticipate the easing cycle in Europe could be quicker and more aggressive than in the US.

Opportunities in developed market rates

If the US economy achieves a soft landing, the yield curve should steepen further due to falling yields from policy rate cuts and an increased term premium from economic normalisation. The steepener could hedge against recession. In this scenario, the Fed might cut rates more aggressively, causing the curve to bull steepen as short-dated yields fall. If inflation remains sticky, duration could struggle with revised rate cut expectations. However, the yield curve steepener could still deliver positive results as long-dated yields rise due to higher inflation/term premium demands.

The risk-to-reward for an outright position in duration is more nuanced. In the lead-up to and following the initial cut in the Fed Funds Rate, the market pricing for the path of US monetary policy was quite aggressive. Therefore, we prefer

using the curve steepener as the primary risk-off tool, while maintaining a broadly neutral view on duration.

Capturing carry through credit

The resilience of the US economy should mean global growth remains positive, albeit at a lower rate of around 2%. This is largely due to the structural challenges and therefore reduced influence of China. This growth outlook should provide a favourable environment for credit markets, which continue to enjoy strong technical support. Although this is already reflected in tight spreads, history suggests that without a significant external catalyst, spreads can remain at current tight levels for some time. Absent such a catalyst, we believe investment grade corporate bond investors can continue to benefit from the attractive yields offered by a high-quality part of the bond market, which has around six years of duration.

Focus on quality

Our bias is currently toward the higher-quality end of the investment grade credit spectrum as we believe this area of the market offers better relative value. This is because as spreads have tightened, the risk premia across the corporate bond market have fallen. This can be seen in the spread differential between A and BBB credits. This tightness means investors are receiving poor compensation for the additional credit risk taken when moving down in credit quality.

Emerging markets

Positive carry should support emerging market debt, particularly local currency. Against this positive outlook, EM spreads are tight but attractive, relative to fundamentals and other areas of fixed income. We prefer local currency duration in Latin America, South Africa, and Indonesia.

EM corporates offer carry, but valuations are tight, particularly within investment grade. In our view, there is currently more value in EM high yield, but this is more focused at the lower-quality end of the credit spectrum. These factors highlight that for mixed asset portfolios, emerging markets can provide diversified income but require caution due to external risks like geopolitics and political risk. ■



Flavio Carpenzano

Investment Director,
Capital Group



Peter Becker

Investment Director,
Capital Group



Scan for more
fixed income
research.

SUMMARY

The US economy's resilience has enabled it to avoid recession. Economic data now points toward a return to mid-cycle.

Inflation has continued to ease, providing a potentially strong backdrop for fixed income.

China continues to face structural fragility. Although recent announcements of stimulus from China's government are welcome, challenges remain.

Fundamentals across corporate and EM bonds remain constructive. The macroeconomic backdrop is supported by the shift in Fed policy. Valuations are tight relative to history, but the carry component remains compelling.

Seven questions for your systematic fixed income manager

Systematic fixed income investing is attracting increased attention, but it requires specialist skills and resources. Does your manager have what it takes?

By Bernd Wuebben, Scott DiMaggio and Timothy Kurpis

Investors are warming up to systematic processes in bond markets. In this new approach, a dynamic multifactor process drives the investment decisions, using predictive factors with demonstrable links to outperformance.

A quantitative and AI-driven decision process ranks each bond in the market based on its alignment with these predictive factors, aiming to generate outperformance (alpha) through bottom-up security selection. This contrasts with traditional active fixed-income approaches, which mostly prioritize duration and credit-market exposure (beta) and sector tilts.

The attractions: systematic fixed income investing represents a different and complementary approach to traditional active bond investing. It creates the potential for attractive, consistent active returns and has demonstrated both low correlations with traditional active fixed income approaches and lower volatility, in our analysis.

The potential pitfalls: systematic fixed-income investing needs specialist skills and resources that are hard to acquire. In our view, the key drivers of success in systematic bond investing are: 1) abundant, reliable data, 2) factor management skills, and 3) cutting-edge liquidity analysis and trading



tools. These can take many years to develop.

In such a highly specialized area, insightful manager selection is key. We think there are seven questions investors should raise with their prospective investment manager.

1) Does your process manage factors dynamically, and how many factors does it use?

Because the choice of predictive factors drives systematic investment performance, and because factor efficacy changes over time, investment managers need to demonstrate skill in factor management.

We find that systematic strategies using a dynamically weighted and wide range of factors are positioned to deliver better outcomes than those that rely on fewer factors and that use static factor weights.

2) Have you embedded liquidity analysis in your investment process?

Systematic managers that can execute bond trades successfully and at speed have a significant advantage.

Compared with equity trading, fixed income is much more problematic: more manual, less transparent and less liquid. That's a problem, especially for equity managers attempting to transition to bond investing.

Consequently, it's important to assess liquidity at the start. Advanced systematic ap-

'In a highly specialized area like fixed income investing, insightful manager selection is key.'

‘Allocating time and resources to understanding a systematic fixed income process is well worth the effort.’

proaches incorporate liquidity information to help source the exact bonds their model selects to buy. Overly basic approaches may send a list of bonds that meet certain criteria to their trading desk and buy those they can source – even if they’re not their model’s top choices. And if there aren’t enough sourceable bonds to buy, trading may be delayed as the process starts over again.

3) How extensive are your data?

Abundant, clean data compiled rigorously and covering many years of history are the foundation of robust systematic investing. Beware managers that have short data histories and/or have bought in lower-quality data sets.

4) How do you integrate AI into your process?

Managers can add value with machine learning techniques at many levels of a systematic process. AI enhancements range from time-saving and efficiency gains (identifying price patterns to impute missing data quickly and reliably) to qualitative advances (improving analytics across multiple valuation factors to help find new signals and make existing signals more effective). Managers that don’t harness the power of AI will quickly be left behind.

5) Is your investment approach exclusively quantitative?

We believe that integrating quantitative experts within a broader fixed income team that includes fundamental active bond professionals, such as portfolio managers and traders, can bring big benefits. This broader experience can improve execution, thus lowering transaction costs, and provide a wider perspective, practical insights and sanity checks to help evaluate factors and fine-tune models. The team can also highlight risks and opportunities that might not have been previously back-tested, such as the benefits of incorporating the new-issue market into a systematic process.

6) Does your process create a black box?

Systematic fixed income is an active approach that depends on discovery, selection and monitoring of predictive factors and that demands human input. While a model determines the factor weights and is instrumental in back-testing the data, human involvement is critical in testing the factors and deciding to add new ones and remove others.

Your manager should demonstrate not only an understanding of factors, but also the ability to identify new factors, to evaluate factor performance and to modify the portfolio’s factor mix as conditions change.

7) How would you describe your results?

Investors should expect robust systematic approaches to exhibit lower credit risk than traditional active products because their focus is more on security selection, and they control sector and credit risks more rigorously. For the same reasons, we expect that strong systematic managers will also exhibit better upside and lower downside capture, with high information ratios.

Assessing a very different investment process requires a tailored evaluation approach. But in our view, allocating time and resources to understanding a systematic fixed income process can be well worth the effort. We think this approach can offer a compelling opportunity for bond investors, for its potential both to generate consistent alpha and to improve diversification by introducing different return streams to traditional active fixed-income portfolios. ■

Disclaimer

For Investment Professional use only. Not for inspection by, distribution or quotation to the general public. The value of an investment can go down as well as up and investors may not get back the full amount they invested. Capital is at risk. Past performance does not guarantee future results. The views expressed herein do not constitute research, investment advice or trade recommendations, do not necessarily represent the views of all AB portfolio-management teams, and are subject to revision over time. The views expressed herein may change at any time after the date of this publication. AllianceBernstein L.P. does not provide tax, legal or accounting advice. It does not take an investor’s personal investment objectives or financial situation into account; investors should discuss their individual circumstances with appropriate professionals before making any decisions. This information does not constitute investment advice and should not be construed as sales or marketing material or an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, product or service sponsored by AB or its affiliates. References to specific securities are provided solely in the context of the analysis presented and are not to be considered recommendations by AllianceBernstein. AllianceBernstein and its affiliates may have positions in, and may effect transactions in, the markets, industry sectors and companies described herein. The information contained here reflects the views of AllianceBernstein L.P. or its affiliates and sources it believes are reliable as of the date of this publication. AllianceBernstein L.P. makes no representations or warranties concerning the accuracy of any data. There is no guarantee that any projection, forecast or opinion in this material will be realized. This information is provided by AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg. Authorised in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). The [A/B] logo is a registered service mark of AllianceBernstein and AllianceBernstein® is a registered service mark used by permission of the owner, AllianceBernstein L.P. © 2024 AllianceBernstein L.P.



Bernd Wuebben

Director Systematic Investing and Quantitative Research, AllianceBernstein



Scott DiMaggio

CFA, Head of Fixed Income, AllianceBernstein



Timothy Kurpis

CFA, Portfolio Manager US Investment Grade Credit, AllianceBernstein

SUMMARY

Systematic fixed income investing represents a different and complementary approach to traditional active bond investing.

It is an active approach that depends on discovery, selection and monitoring of predictive factors and that demands human input.

The key drivers of success in systematic bond investing are: abundant, reliable data, factor management skills, and cutting-edge liquidity analysis and trading tools.

It has potential both to generate consistent alpha and to improve diversification.

Credit is an ‘asset-pickers’ market

Despite private credit seeing tremendous growth over the last decade, asset selection remains vital given the varying quality of broad credit indices.

By Robin Doumar

Loans are inherently a non-standard product, lacking the uniformity and consistency found in public equities or investment grade bonds that make for easy performance comparisons. They are offered in many different flavours of leverage, currency, sector, geography and documentary strength, not to mention different fund structures and vintages.

Recently, a trio of academics have struggled trying to conjure a private credit benchmark from a combination of debt and equity markets.¹ While this approach may be appropriate for the riskiest elements of credit



investing, it seems overkill for senior loans which are very similar to those in the broadly syndicated loan (BSL) market.

The most straightforward methodology is to use the US or European Leveraged Loan Indices (LLI) which contain over one thousand loans and trade daily in a private marketplace with fairly good liquidity. Depending on the segment of the private debt market one is targeting, an investor can add a spread premium to the LLI to compensate for illiquidity or other additional risks.

Supporting this idea of benchmarking private credit loans to the broader BSL market is the fact that the two markets have increasingly converged over the past several years. In fact, today middle-market direct lending can be increasingly divided into subsegments of lower, middle and large-sized borrowers. The large end of this private debt market starts to blend seamlessly into the broader BSL

market, with both markets competing to finance larger deals.

Equity market performance is driven by winners, credit market performance is driven by avoiding losers. Unlike equities, where the upside can be limitless, credit investments offer a modest return, typically 1.35x your money in senior debt. No single winner in the credit market is likely to compensate you for losses.

Exposure to a broad credit index is vastly different from exposure to a broad equity index. The quality of a private credit deal depends on factors such as the defensiveness and stability of the borrower, total leverage, cashflow coverage, sponsor equity contribution and documentary protections.

In our experience, private credit is about picking the right opportunities. Think of it like buying a used car - you want one with low mileage, no rust, a full-service history and no

‘Diversification has its place, but too much diversity reduces the overall quality of the portfolio as there is a limited number of good credits.’

‘Investors who are patient and selective can acquire fundamentally strong credits at attractive discounts in the secondary market, potentially improving a portfolio’s risk return profile.’

hidden problems under the hood. In private credit you need to focus on high-quality companies and perform rigorous due diligence on the borrower and the documentation to ensure you make intelligent investments.

New companies frequently enter the leveraged loan market, and the vetting process can be inconsistent. Many credit investors such as CLOs (who are major buyers of leveraged loans) are technically driven and strongly incentivised to invest quickly in a very diversified way. These drivers arguably make these investors lack investment discipline.

As a result, there are a lot of unattractive borrowers in the LLI, and it is essential to avoid the ‘crud’. In fact, there are entire sectors that we find unappealing, and many companies we believe should not be leveraged at all. This is equally true in private credit and BSL markets. You simply are not compensated at original issuance for taking a risk by investing in the ‘crud’. Selectivity is not just important – it’s essential.

Of course, diversification has its place, but too much diversity reduces the

overall quality of the portfolio as there is a limited number of good credits. Moreover, when you add in sectors which we believe just shouldn’t be levered, this additional ‘diversification’ actually adds risk to the portfolio.

Within our organisation, we typically target somewhere between 30-60 companies per fund, depending on strategy, which is far fewer than the approximately 200 in a typical CLO or the circa 1,500 in the leveraged loan market. This allows us to stay laser-focused on investing only in high-quality businesses with favourable structures.

Given this, private credit managers with highly diversified portfolios – or those following a passive ‘buy the market’ strategy – are likely to sacrifice quality and face higher default rates and lower returns, thereby eroding alpha. These are effectively ‘beta’ managers, which may be the target of the recent NBER academic paper. Unlike equity markets, where passive strategies such as ETFs are low-cost at about 4 basis points, passive credit strategies are comparatively expensive at about 50 basis points. Overall,

active management in credit is even more important than in equities because the odds and the costs do not favour passive credit strategies.

Selectivity goes beyond choosing the right credits – it is also about patience. As Warren Buffett wisely noted: ‘Whether we’re talking about socks or stocks, the time to buy quality merchandise is when it’s on sale’. This principle applies directly to the BSL market, where periods of economic stress or geopolitical tensions can cause dislocations, leading to temporary mispricing.

CLOs play a significant role in market dynamics. When new CLO formation slows, demand for loans decreases, driving prices down. Additionally, forced selling by CLOs – triggered by rating downgrades or covenant breaches – can flood the market with loans, exacerbating price declines. This is particularly true in Europe, where capital markets are less developed than in the US, and where liquidity is thinner.

Such dislocations – whether caused by external shocks or CLO technicals – can create compelling buying opportunities. Investors who are patient and selective can acquire fundamentally strong credits at attractive discounts in the secondary market, potentially improving a portfolio’s risk return profile. ■



Robin Doumar

Founder and Managing Partner,
Park Square Capital

SUMMARY

Private credit investors are becoming more sanguine about the risks and more discerning as the asset class matures.

Managers who lack long-term track records can prioritise gathering assets over disciplined investing.

The broad market is of very mixed quality, therefore asset and manager selection is critical.

Private credit provides excellent opportunities for ‘asset-pickers’ to generate alpha.

¹ Erel, Flanagan and Weisbach, ‘Risk-Adjusting the Returns to Private Debt Funds’, National Bureau of Economic Research, March 2024

Beleggen in Nederlandse hypotheekleningen gaat een mooie toekomst tegemoet

Nederlandse hypotheekleningen hebben een vaste plaats veroverd in de portefeuilles van pensioenfondsen en verzekeraars. Sinds de renteverhoging in 2022 is het investeringsklimaat voor investeerders in deze asset class tijdelijk verslechterd, maar een normalisering van het renteklimaat zal de markt straks in de kaart spelen.

Door Michiel Pekelharing

Institutionele beleggers kunnen uit steeds meer opties kiezen om in Nederlandse hypotheekleningen te beleggen. Rishi Santokhi, Chief Executive Officer van Dutch Mortgage Portfolio Management (DMPM), en Arno Dries, Manager Investor Relations, eveneens bij DMPM, vertellen wat er schuilgaat achter die beweging en waarom het beleggingssegment de komende jaren weer aantrekkelijker wordt voor pensioenfondsen en verzekeraars uit binnen- en buitenland.

Hoe groot is de Nederlandse hypotheekmarkt? En welke rol spelen institutionele investeerders in deze markt?

Santokhi: 'Aan het eind van het tweede kwartaal hadden Nederlandse huishoudens voor ongeveer € 870 miljard aan hypotheekleningen uitstaan. Traditioneel worden deze vooral verstrekt door banken. Dat zijn nog altijd de grootste spelers, met in totaal € 577 miljard aan hypotheekleningen op hun balans. Het overige deel is terechtgekomen bij institutionele investeerders. Aanvankelijk zochten zij toegang tot de markt via gestructureerde oplossingen zoals securitisaties. De afgelopen tien tot vijftien jaar is er een directere manier van investeren opgezet, waardoor ze investeren in volledige leningen. De afgelopen tijd heeft de hypotheekmarkt voor institutionele beleggers echter een klein beetje van zijn aantrekkelijkheid verloren. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zijn hypotheekleningen met een looptijd van 20 tot 30 jaar heel geschikt als dekking voor langlopende verplichtingen. Maar momenteel ligt de sweetspot op de hypotheekmarkt juist bij leningen met een looptijd van 5 tot 10 jaar.'

Hoe komt het dat institutionele partijen een toonaangevende rol spelen op de markt?

Dries: 'Tien jaar geleden zag de Nederlandse hypotheekmarkt er nog heel anders uit. Er was slechts een handjevol grote partijen actief en de toezichthouder maakte zich zorgen of consumenten wel voldoende keuze hadden. Bovendien was de zogeheten funding gap tussen 1999 en 2009 opgelopen tot € 350 à 400 miljard. Deze funding gap is het verschil tussen de totale hypotheekschuld van huishoudens in Nederland en de totale spaartegoeden bij Nederlandse banken van Nederlandse huishoudens. Door de komst van nieuwe leningverstrekkers, die beleggers de mogelijkheid bieden om direct te investeren, kan de funding gap op verschillende manieren worden ingevuld. Bovendien heeft iedereen die een hypotheek wil afsluiten nu volop keuze uit aanbieders. Steeds meer partijen ontdekken de gunstige beleggingseigenschappen van Nederlandse hypotheekleningen. In de eerste plaats is het kredietrisico heel laag. Daar komt bij dat het een behoorlijk grote markt is. Nederland is de vierde hypotheekmarkt in Europa. Partijen kunnen relatief makkelijk opschalen. Door de samenwerking met bestaande aanbieders van

FIGUUR 1: FUNDING GAP



Bron: DNB, Statline en DMPM

hypothecair krediet kunnen buitenlandse investeerders eenvoudig toegang krijgen tot de hypotheekmarkt. Je hoeft niet eerst een eigen kantorennetwerk op te bouwen of een dure reclamecampagne te voeren. Ten slotte is de hypotheekverstrekking wat betreft regelgeving in een duidelijk keurslijf gegrepen. Hierdoor weten investeerders goed waar ze aan toe zijn en dat maakt het ook mogelijk om de leningen redelijk goed te verhandelen.

Op welke wijze krijgen hypotheek een plaats in de portefeuille van institutionele beleggers?

Dries: 'Twintig tot dertig jaar geleden was het verstrekken van hypotheek voornamelijk een aangelegenheid voor grote banken en verzekeraars. Deze partijen verkochten soms hypotheekportefeuilles door om zo op de balans ruimte te maken voor het aanbieden van nieuwe leningen. In vaktermen worden die pakketten residential mortgage backed securities, of kortweg RMBS, genoemd. Ondanks dat die vaak een relatief korte looptijd hadden, waren pensioenfondsen en verzekeraars meestal actief in tranches met een lager risico. In de jaren 2000-2010 maakten naast de grote banken ook andere partijen gebruik van dit businessmodel. Ruim tien jaar geleden lanceerden met name verzekeraars een nieuwe investeringsstructuur: hypotheekfondsen, waarin institutionele partijen konden beleggen in een gezamenlijke pool van hypotheek. Rishi leverde in zijn tijd bij Aegon in dit opzicht een bijdrage aan dit pionierschap.'

Santokhi: 'Indertijd werkte ik voor Aegon Asset Management. De productie van nieuwe leningen lag hoger dan de ruimte op de eigen balans. We konden ervoor kiezen om de hypotheekproductie terug te schroeven. Maar het was ook een optie om andere investeerders indirect toegang te bieden tot deze markt. We hebben hiervoor een aparte fondsstructuur opgezet, waarmee pensioenfondsen, verzekeraars en buitenlandse beleggers konden investeren in een niet getrancheerde pool van hypotheek. Sindsdien zijn langs deze route tientallen miljarden euro's van investeerders naar Nederlandse hypotheek gestroomd.'

Dries: 'Tegenwoordig kiezen binnen- en buitenlandse partijen steeds vaker voor mandaatoplossingen. Zo kan heel gericht een keuze gemaakt worden voor een bepaald type risico en een bepaalde duration

van de portefeuille wat aansluit bij het regulatoire regime van een investeerder.'

Institutionele partijen kunnen dus heel gericht positie kiezen op deze markt. Waarom is er geen grotere vraag naar Nederlandse hypotheek vanuit dit soort beleggers?

Dries: 'Beleggers kunnen uiteraard uit heel veel andere asset classes kiezen. Juist de asset class van private credit, waar je hypotheek ook onder kunt scharen, heeft sinds de rentestijging in 2022 een vlucht genomen. Veelal met een andere risico-rendementsverhouding en een kortere duration. Bij beleggers speelt de illiquiditeit van hypotheek een grote rol. Er zijn wel wat transacties van pakketten hypotheekleningen, maar van een volwassen secundaire markt is nog niet echt sprake.'

Welke rol gaan investeerders in de toekomst spelen bij het financieren van Nederlandse hypotheek?

Dries: 'Die rol blijft als gevolg van de aanhoudende funding gap onveranderd groot. Daarnaast zijn de rentes in de afgelopen tijd in lijn met de beleidsrente van de Europese Centrale Bank (ECB) relatief snel gedaald. Het marktaandeel van leningen met een looptijd van 10 jaar is nu als gevolg van de ingrepen van de ECB in 2022 nog ongeveer 80%. Dat was een paar jaar terug nog 50%. Als de rentedaling achter de rug is, wordt het voor hypotheeknemers aantrekkelijker om voor een langere rentevaste periode te kiezen. Hierdoor gaat het aandeel van hypotheekleningen met een looptijd van 20 of 30 jaar waarschijnlijk weer toenemen. Voor pensioenfondsen en verzekeraars is dat het meest interessante marktsegment.'

Santokhi: 'Wat ook meehelpt, is dat de risico-rendementsverhouding aantrekkelijk is in vergelijking met andere vastrentende beleggingen. Hypotheek leveren een voorspelbare inkomstenstroom op en het wanbetalingspercentage ligt in Nederland zeer laag. Je ziet dat institutionele investeerders ook steeds meer ervaring krijgen met het inpassen van hypotheekleningen in de beleggingsportefeuille. Ze zien steeds beter de voordelen in van de beleggingscategorie, die inmiddels een volwassen plek heeft in de assetmix. Ook in het buitenland wordt het marktsegment steeds populairder. Beleggers vormen ook de komende jaren een noodzakelijke schakel in het financieren van Nederlandse hypotheek.' ■



Rishi Santokhi

Chief Executive Officer,
DMPM



Arno Dries

Manager Investor Relations,
DMPM

Voor meer informatie over Dutch Mortgage Portfolio Management, bezoek <http://www.dmpm.nl/>.

IN HET KORT

De afgelopen tien tot vijftien jaar zijn institutionele beleggers direct gaan investeren in hypotheek.

Nederlandse hypotheek zijn aantrekkelijk vanwege het lage kredietrisico, de omvang van de markt en de duidelijke regelgeving.

Tegenwoordig kiezen binnen- en buitenlandse partijen steeds vaker voor mandaatoplossingen. Zo kan heel gericht een keuze gemaakt worden voor een bepaald type risico en een bepaalde duration.

De rol van Nederlandse hypotheek in de beleggingsportefeuille blijft als gevolg van de aanhoudende funding gap onveranderd groot.

Diversificatie als fundament voor succes in Trade Finance

Door Esther Waal

Eeuwenlang hebben banken een grote rol gespeeld bij de financiering van handel door kredieten en betalingsgaranties te verstrekken. Sinds de kapitaaleisen voor banken fors zijn aangescherpt, staat 'Trade Finance' echter meer en meer in de belangstelling van niet-bancaire investeerders. Reden genoeg voor Financial Investigator om een webinar over het onderwerp te organiseren.

Een vol uur stellen Paul van Gent, als beleggingsdeskundige verbonden aan diverse pensioenfondsen, en Harry Geels, Senior Investment Advisor bij Auréus, vragen aan twee inhoudelijk specialisten op het gebied van Trade Finance: David Newman van Allianz Global Investors en Thibault Sandret van bfinance.

Geels wil allereerst weten wat Trade Finance precies is. Newman reageert: 'Trade Finance is een vorm van financiering waarbij een financier tegen een bepaalde vergoeding het risico op zich neemt dat een koper een factuur van een leverancier niet betaalt. Het versnelt de cashflow voor leveranciers door hun facturen direct maar met een korting uit te betalen, waardoor die leveranciers niet hoeven te wachten op de betalingstermijn van de koper, die vaak 60 tot 90 dagen is. Trade Finance kent naast het primaire kredietrisico, oftewel de vraag of de koper de factuur kan betalen, ook secundaire risico's, zoals de vraag of de koper op tijd en het volledige bedrag betaalt, en of de factuur daadwerkelijk bestaat. Het is een vorm van financiering die al in de oudheid bestond.'

Van Gent is benieuwd hoe groot de markt momenteel is. Sandret verwijst naar een recent onderzoek waarin het financieringstekort op zo'n \$ 2,5 biljoen wordt ingeschat. 'Een enorm grote markt dus', zo geeft hij aan. 'Vroeger werd de markt gedomineerd door banken, maar die zijn zich aan het terugtrekken. Die ontwikkeling is versneld door de komst van Basel IV, dat de mate vermindert waarin de risicogewogen assets van banken kunnen profiteren van het onderpand dat Trade Finance vaak met zich meebrengt. We zien steeds meer niet-bancaire spelers de markt betreden. Wij hebben nu ongeveer 50 niet-bancaire aanbieders in beeld, die onderling flink verschillen wat betreft de kwaliteit van hun capaciteiten.'

'Wat voor type transacties worden zoal door die partijen gedaan?', wil Van Gent vervolgens weten. Newman antwoordt dat de meest basale vorm van Trade Finance de vorm is met één koper. 'Hierbij kijk je naar het kredietrisico van de koper. Maar je kunt ook een structuur opzetten met een leverancier met meerdere kopers. Dan moet je het kredietrisico van meerdere kopers analyseren, maar is het ook meer gediversifieerd. Soms is zo'n koper lastiger te analyseren en zit er een bank tussen die een kredietbrief heeft uitgegeven.' Wat Trade Finance volgens hem zo interessant maakt, is het directe verband tussen risico en rendement en dat je je eigen risico-rendementsprofiel kunt kiezen. 'Beleggers kunnen hogere nominale rendementen behalen door te beleggen in meer risicovolle structuren, met bijvoorbeeld meer risico op fraude en wanbetalingen. Of dit zich ook daadwerkelijk vertaalt in hogere rendementen, hangt af van de vaardigheid van de asset manager. Er zijn eigenlijk twee manieren om het rendement te verhogen. Eén is om de kredietkwaliteit te verlagen, de tweede is om complexiteit toe te voegen.' Sandret

vult aan: 'In het spectrum met een hoger risico heb je ook transacties zoals pre-exportfinanciering, waarbij je te maken kunt krijgen met productierisico. In het middelste deel van de waardeketen kun je de doorvoer van goederen financieren, waarbij je blootgesteld bent aan transport- en leveringsrisico's.'

Geels brengt het gesprek op portefeuille-beheer en liquiditeit en vraagt Newman hoe liquide de beleggingscategorie is. Newman antwoordt dat de liquiditeit sterk afhangt van de gekozen strategie. 'Onze portefeuille laat zien dat ongeveer 60% binnen twee maanden vervalt, met een gemiddelde looptijd van ongeveer 90 dagen. Dit maakt het een hybride product tussen private en public markets. Trade Finance wordt vaak gezien als het minder liquide deel van het cash-segment. Wij bieden 5% van de intrinsieke waarde voor de eerste maand, 5% voor de tweede en 12% voor de derde maand, wat neerkomt op ongeveer 25% liquiditeit over drie maanden.'

'Is het mogelijk om te segmenteren naar liquiditeit en op basis hiervan een aanbieder te kiezen?' vraagt Van Gent. Sandret reageert: 'Er zijn verschillende segmentatiecriteria binnen Trade Finance. Liquiditeit is één aspect, evenals looptijd. Langere looptijden brengen vaak een hoger risico met zich mee. De kwaliteit van tegenpartijen speelt ook een belangrijke rol, alsmede de structuring van de transacties en de verschillende lagen van kredietverstrektersbescherming, zoals aanvullende kredietverzekeringen.'

Dit brengt het gesprek op wie de beleggers in Trade Finance zijn en waar zij over het algemeen voor kiezen. Newman: 'Ongeveer 35% van onze beleggers zijn verzekeringsmaatschappijen die gedreven worden door de aantrekkelijke behandeling van kortlopende credit assets onder Solvency II. Pensioenfondsen, die ongeveer 20% van onze portefeuille uitmaken, kijken naar Trade Finance als alternatief voor of aanvulling op hun kortlopende creditstrategieën voor meer diversificatie. En dan is nog een deel in handen van bijvoorbeeld bedrijven die het binnen hun treasury-activiteiten laten vallen.' Sandret onderschrijft de diversiteit van de interesse onder beleggers, ook geografisch. Dat maakt de categorie mede interessant volgens hem. 'Je wilt een gediversifieerde,

granulaire beleggersbasis om plotselinge grote aflossingen te voorkomen.' Hij vult aan dat de beleggingscategorie voor sommige beleggers een alternatief is voor cashgeld, dat anderen het als fixed income beschouwen en dat er ook beleggers zijn die het scharen onder hun alternative credit-allocatie.

Van Gent wil nog even doorgaan op het stukje diversificatie dat de asset class zou bieden. 'Is Trade Finance net zo diversifiërend voor het cash-segment als voor het high yield-risicosegment?' Newman reageert: 'De correlatie met andere soorten kortlopend krediet is relatief laag en de volatiliteit is door de zeer korte looptijd van de rente en de credit spread ook zeer laag. Dat geeft je een vrij sterke Sharpe-ratio.'

Het diversificatie-element speelt niet alleen voor de beleggers in Trade Finance-fondsen. Ook voor de aanbieders is diversificatie cruciaal. Newman: 'Wat je nodig hebt, is een gediversifieerde leningenportefeuille, gediversifieerd kredietrisico, meerdere sourcing-partners en klanten, en je eigen onafhankelijke kredietonderzoek en monitoring.' Sandret beaamt dat. 'Bij partijen die in het verleden slecht presteerden, was gebrek aan diversificatie vaak de oorzaak.'

'Zijn er cycli in Trade Finance?' wil Van Gent nog weten. Newman: 'Trade Finance heeft minder cycliciteit dan je wellicht verwacht. Tijdens de coronapandemie had de horecasector natuurlijk problemen. Daar gingen we over op verlengde betalingstermijnen. In het algemeen neemt het kredietrisico toe als je in een recessie zit. Maar bedrijven moeten handel drijven, en zolang ze dat doen, is Trade Finance meestal het laatste wat ze uitschakelen.'

Geels beweegt zich naar de slotvraag: 'Wat zijn de vooruitzichten voor Trade Finance?' Volgens Sandret er is duidelijk ruimte om te groeien, alleen al door de verdere terugtrekking van banken. Hij noemt verdere digitalisering als belangrijk thema. 'Dat speelt een rol bij het sourcen van transacties en kan de opbouw van zeer gedifferentieerde portefeuilles vergemakkelijken. Digitalisering kan ook helpen bij het monitoren van transacties en het voorkomen van fraude-incidenten.' ■



Harry Geels

Econoom, Senior Investment Advisor, Auréus



Paul van Gent

Pensioenfondbestuurder, Lid beleggingscommissies, Lid RVT, diverse pensioenfondsen



David Newman

CIO, Head of Global High Yield, Allianz Global Investors



Thibault Sandret

Senior Director Private Markets, bfinance

Net zero investing: best practice for leveraged finance

As net zero commitments gain traction in leveraged finance, assessing both quantitative emissions data and companies' decarbonization plans is essential for tracking genuine progress toward a carbon-neutral economy.

By Jonas Bjarke Jensen and René Kallestrup

Net zero commitments are becoming increasingly integral to ESG strategies as investors acknowledge the responsibility to use invested capital to support the transition to a carbon-neutral economy.

While initially concentrated on the largest and most liquid asset classes, the focus has now extended to less liquid areas, including the mid-cap and semi-liquid credit markets. Examples of notable commitments include the Net Zero Asset Managers Initiative (NZAM), where 325 asset managers have pledged to achieve net zero by 2050, collectively managing over \$ 58 trillion in assets.¹

The growing emphasis on climate objectives among investors is indeed crucial to meeting global climate targets. The European Environment Agency (EEA)

estimates that implementing the European Green Deal will require around € 600 billion in investments per year through 2030.² A significant portion of these investments is likely to be profitable on private market terms, driven by the maturation of green technologies and climate policies that make

sustainable solutions financially viable.

In managing net zero portfolios, it is essential to implement frameworks that can adequately assess whether portfolio companies are on track to reach net zero by 2050. To start with, it is essential to enable a robust net zero classification. Furthermore, it can also help identify the companies that could be relevant to engage with in due time to help them on a net zero path. Finally, holding too many portfolio companies without credible decarbonization plans could pose financial risks, as anticipated carbon taxes on high emitters may erode their enterprise value. Therefore, identifying companies with credible decarbonization plans well in advance of binding target dates is crucial.

However, there is not a single precise definition of how a portfolio is on a net zero trajectory. Across frameworks, there are differences in which metrics to use to assess net zero progress and how much weight each metric

should get. This challenge is particularly pronounced in leveraged finance, where 1) companies tend to be smaller than listed equities, making comprehensive net zero plans less common, and 2) emissions data for these firms is often less readily available.

In the remainder of this article, we offer our perspective on best practices in leveraged finance for assessing whether a portfolio is on a net zero trajectory.

Overview: two key metrics to track net zero progress

Overall, we identify two metrics for tracking net zero alignment in a given portfolio:

1. Tracking the CO₂ emissions of the portfolio;
2. Assessing decarbonization plans of individual companies.

Tracking CO₂ emissions

Considering emissions of portfolio companies is perhaps the most straightforward way to measure progress towards

FIGURE 1: SHARE OF COMPANIES WITH CREDIBLE DECARBONIZATION PLANS IN CAPITAL FOUR'S HIGH YIELD PORTFOLIO, OCTOBER 2024



Note: Companies with decarbonization plan are defined as being "aligning" or "aligned", according to NZIF.

Source: Capital Four

net zero. However, determining how to measure emissions is far from straightforward. For example, should the focus be on absolute or relative emissions? Should it be based on the share of invested capital or revenue?

We suggest using an inflation-adjusted weighted average carbon intensity (WACI). This metric calculates the carbon intensity (measured in tons of CO₂ equivalent per unit of revenue) of each portfolio company, weighted by the company's share of the portfolio. Essentially, it answers the question: 'On average, how much does a company in the portfolio emit relative to its revenue?' We prefer this relative measure because it simplifies comparisons across different company types and makes the metric applicable across various asset classes, allowing direct comparisons with equity investments.

There is also the question of which emissions measure to use. The industry standard is to include Scope 1-3 emissions, which cover the company's direct emissions (Scope 1), emissions from the energy it consumes (Scope 2), and indirect emissions occurring throughout the value chain, including the use of sold products (Scope 3). Using this broad definition has the advantage of incentivizing companies to ensure sustainable practices not only within their operations but also among end customers and suppliers.

However, this approach comes with some limitations:

- **Data challenges:**
Accurately assessing

Scope 3 emissions requires data from both suppliers and end customers, which is especially difficult for companies involved in complex or international supply chains.

- **Limited direct control:**
Companies can only influence Scope 3 emissions indirectly, primarily by encouraging their customers and suppliers to adopt net zero strategies.

Therefore, we also recommend assessing Scope 1 and 2 emissions in parallel. These emissions are under the direct control of portfolio companies and provide a clearer picture of the results of concrete decarbonization initiatives in place.

Net zero alignment assessment

Another important metric is the assessment of decarbonization plans for each company in the portfolio. The Net Zero Investment Framework (NZIF) has defined an intuitive categorization for companies' net zero commitments.³ To be on a net zero pathway, companies should have science-based short- and medium-term targets, disclose emission data and a decarbonization plan that includes capital expenditure commitments.

We would argue that these assessments are perhaps the most crucial metric to ensure net zero progress – at least in the near term. Initial emissions reductions can often be achieved relatively easily and may give a misleading impression of fundamental progress. Focusing on these short-term gains is less

meaningful if a company does not have a clear plan to address the more challenging, hard-to-abate areas of its operations. For example, it is far less significant if a shipping company reduces paper usage at its headquarters while lacking a clear strategy for decarbonizing its shipping fleet.

Interestingly, within the leveraged finance space (using our own high yield holdings as a proxy), the prevalence of companies with net zero adaptation plans is most widespread in traditionally high-emitting sectors, such as automotive, transportation, and utilities. This could indicate that these industries often face stronger regulatory pressure and stakeholder expectations to decarbonize, driving them to adopt net zero commitments and adaptation plans.

Of course, eventually, actual emissions data will be critical. Decarbonization plans are only as meaningful as the real reductions they achieve, particularly for Scope 1 and Scope 2 emissions, which are directly within the control of portfolio companies. In that sense, successfully managing a net zero leveraged finance strategy requires balancing emission data tracking with in-depth assessment of individual companies' decarbonization plans. ■



Jonas Bjarke Jensen
Institutional Client Portfolio
Manager, Capital Four



René Kallestrup
PhD, Portfolio Manager, Partner,
Capital Four

SUMMARY

Investors play a crucial role in the green transition as private market financing is essential to meet global net zero targets and commitments.

Achieving this requires balancing assessing emissions data with evaluating companies' decarbonization plans for credibility and alignment with science-based targets.

The next few years, emphasis should be placed on robust decarbonization plans to address hard-to-abate emissions over minor, short-term reductions that offer limited long-term impact.

1 Net zero asset managers: Target Disclosures Report 2024
2 EEA: Investments in the sustainability transition
3 IIGCC: Net Zero Investment Framework 2.0

Private markten voegen écht wat toe aan particuliere beleggingsportefeuilles

Rabobank neemt het Schroders Capital Semi-Liquid Energy Transition Fund op in het productaanbod voor vermogende beleggers. Deze primeur zet de schijnwerpers op de mogelijkheden die nieuwe semi-liquide structuren bieden om positie te kiezen in private assets, als beleggingscategorie met aantrekkelijke eigenschappen.

Door Michiel Pekelharing

Rabobank biedt klanten in Private Banking en Wealth Management voortaan de mogelijkheid om in private markten te beleggen. Via het Schroders Capital Semi-Liquid Energy Transition Fund kunnen klanten wereldwijd beleggen in infrastructuurprojecten gericht op de energietransitie. Het fonds staat open voor klanten van individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies met een vrij belegbaar vermogen van minimaal € 2 miljoen. Rishma Moennasing, Lead Investment Funds & Mandates bij Rabobank Investment Office, vertelt hoe deze keuze is gemaakt en gaat in op de ambitie van Rabobank om bij haar klanten de komende jaren meer beleggingsproducten te introduceren gericht op private markten. Karin Kaiser, Hoofd Private Markten Europa bij Schroders Greencoat, geeft een inkijk in de investeringsaanpak van Schroders Greencoat.

Waarom kiest Rabobank ervoor om klanten de mogelijkheid te geven private markten aan hun portefeuille toe te voegen?
Moennasing: 'Private markten kunnen

vanuit diversificatieoogpunt een waardevolle toevoeging aan een portefeuille zijn. Ook heeft dit type beleggingen de afgelopen periode aantrekkelijke rendementen laten zien waar vooral institutionele beleggers van hebben geprofiteerd, omdat de producten in dit segment vooral toegesneden waren op institutionele investeerders. Nieuwe fondsstructuren maken deze beleggingen meer toegankelijk voor niet-institutionele klanten. Traditionele private market-fondsen kenmerken zich door een lange lock up-periode, waarbinnen beleggers geen toegang hebben tot hun vermogen. Daarnaast wordt dit vermogen pas aan het werk gezet op het moment dat er een geschikte investering is gevonden en er via een capital call geld wordt opgehaald. De oplossing van Schroders Greencoat is een zogeheten evergreen fonds dat al direct is belegd in projecten met verschillende vintage jaren die kasstromen genereren. Het is op maandbasis mogelijk om in het fonds te beleggen, terwijl er op kwartaalbasis gelegenheid is om verkooporders in te leggen.'

Op basis van welke criteria is de keuze gemaakt om het fonds van Schroders Greencoat als eerste product op te nemen in het beleggingsaanbod binnen private markten?

Moennasing: 'Het fonds hanteert lage beheerkosten en er wordt geen performance fee in rekening gebracht. Maar nog belangrijker is dat we onze klanten toegang bieden tot de expertise van Schroders Greencoat. Het bedrijf heeft ruime ervaring met het investeren in en het exploiteren van alternatieve energiebronnen. Naast alle financiële kennis hebben ze daarvoor ook alle technologische know-how in huis. Daarnaast beschikken ze over kennis van duurzame infrastructuur. Er werken onder meer meteorologische specialisten om klimaatrisico's in kaart te brengen bij het beheer van hun duurzame energiecentrales. De organisatie heeft een groot netwerk met goede contacten met overheden, bedrijven, juridische dienstverleners en verzekeraars om risico's te beheren, wat ook nodig is voor dit type beleggingen.

De positie van duurzame energie in de keten is een andere reden waarom de keuze op deze oplossing is gevallen. Het fonds belegt in assets die al zijn opgeleverd, zodat het ontwikkelingsrisico en het bouwrisico geen factor zijn. De contracten

hebben een lange looptijd met een voor-
spelbaar inkomstenverloop. Er zijn over-
igens wel andere risico's waar de beheer-
ders goed mee om moeten springen. Een
goed voorbeeld is klimaatrisico. Hoe spring
je om met leveringsvoorwaarden voor
wind- en zonnestroom als de wind niet
waait en de zon niet schijnt? Een ander
risico is het gevaar dat de activiteiten een
negatieve impact kunnen hebben op de
lokale biodiversiteit of beschermde dier-
soorten. Het lange trackrecord en de door-
dachte aanpak van Schroders Greencoat
geven aan dat ze ervaring heeft met het
beheren van dit soort risico's.

Hoe zien jullie de evolutie van private markets oplossingen bij Rabobank en hoe zal het product- aanbod verder ontwikkeld worden?

Moennasing: 'De opname van het
Schroders Capital Semi-Liquid Energy
Transition Fund in ons productaanbod
biedt onze klanten een eerste stap in de
wereld van private markten. Wat ons be-
treft is dat ook zeker niet de laatste. We
streven ernaar om de komende jaren meer
van dit soort producten in ons assortiment
op te nemen. Infrastructuur- en private
equity-fondsen helpen bij het verbeteren
van het risico-rendementsprofiel van een
beleggingsportefeuille. Bovendien ligt er
ruimte voor onze klanten – die vaak on-
dernemer zijn of een eigen bedrijf hebben
gehad – om echt betrokken te raken bij de
beleggingen. En dat sluit mooi aan bij
onze coöperatieve wijze van bankieren.'

Wie door Nederland rijdt, ziet al op veel plaatsen windmolen- en zonneparken. Heeft het nog wel zin om nu nog in de energie- transitie te investeren?

Kaiser: 'We zijn goed begonnen, maar er
is nog een hele weg te gaan. De energie-
transitie is in gang gezet als een politieke
ambitie om de CO₂-uitstoot van de Euro-
pese stroomgeneratie sterk te verlagen.
Onder meer dankzij de Green Deal boe-
ken we in dat opzicht veel vooruitgang. Ik
denk dat we ongeveer een derde van de
reis achter de rug hebben. Maar als je wat
verder denkt, draait het om veel meer dan
alleen het verduurzamen van de stroom-
productie. Ook de CO₂-uitstoot van de
transportsector, de industrie en de ver-
warming moet omlaag. Anders gaat
Europa de doelstelling om in 2050 CO₂-
neutraal te worden moeilijk halen. In
allerlei delen van de economie die nu nog



CV

Rishma Moennasing

Rishma Moennasing is Lead
Investment Funds & Mandates
bij het Investment Office van
Rabobank. Met haar team is zij
verantwoordelijk voor beleg-
gingsoplossingen voor alle
assets inclusief aandelen,
obligaties en private markten.
Zij heeft onder andere Bedrijfs-
economie, Beleggingsleer &
Portefeuilletheorie gestudeerd,
met een specialisatie in
Real Assets aan de UVA en
een specialisatie in Real Assets
en Impact Investing aan de
Business School van Oxford.
Voordat ze bij Rabobank begon,
was ze werkzaam in een
vergelijkbare rol bij ABN AMRO
Asset Management & Private
Banking.

fossiele brandstoffen gebruiken, wordt
een omschakeling gemaakt naar groene
stroom. Door die elektrificatie kunnen
producenten van duurzame elektriciteit
in zekere zin een steeds groter stuk van
een steeds grotere taart pakken. De
totale capaciteit van zonneparken, wind-
molens en andere groene bronnen moet
in de periode tot 2050 maar liefst
verviervoudigen.

De energietransitie heeft naast de nood-
zaak om te verduurzamen nog twee an-
dere grote aanjagers. Door de oorlog in
Oekraïne zet Europa er heel sterk op in
om minder afhankelijk te worden van
andere landen voor de energievoorzien-
ing. De tweede aanjager is de betaalbaar-
heid. Wereldwijd liggen de kosten voor
het opwekken van zonne-energie de helft
lager dan bij stroomgeneratie met een
gasturbine. Dat verschil wordt alleen
maar groter naarmate de aardgasprijs
verder oploopt.'

Kan je een kijkje onder de motorkap bieden bij de projecten van Schroders Greencoat? Waar beleggen jullie in?

Kaiser: 'Wij zijn opgericht in 2009. Aan-
vankelijk richtten we ons op de Britse
markt. Inmiddels beheren we ruim 400
objecten, zoals windmolenparken, zonne-
velden en andere duurzame infrastruc-
tuur in het Verenigd Koninkrijk, Europa >

en Noord-Amerika. Een van onze investeringen is een groot offshore windmolenpark voor de kust van Borkum in de Waddenzee, dat duurzame energie levert aan bijna 150.000 huishoudens. Behalve in zonne- en windenergie investeren we ook in technologie voor de energietransitie. Bijvoorbeeld in kassen in East Anglia in het Verenigd Koninkrijk, waar door de unieke combinatie van in Nederland ontwikkelde hightech-kastechnologie met industriële warmtepompen warmte van een afvalwaterzuiveringsinstallatie gebruikt wordt om tomaten, paprika's en komkommers te kweken. Het is een enorme verzameling kassen, ongeveer zo groot als 100 voetbalvelden. De klanten van Schroders Greencoat zijn de enige eigenaren van het project. De inkomsten zijn een vergoeding voor de warmte, dus het rendement is niet gekoppeld aan de groenteprijzen.'

Waarom verdient infrastructuur voor duurzame energie een plaats in de beleggingsportefeuille?

Kaiser: 'Energie-infrastructuur staat bloot aan heel andere soorten risico's dan traditionele beleggingscategorieën. Voorbeelden zijn weersomstandigheden, energieprijzen en operationele exploitatierisico's. Hierdoor is de correlatie met aandelen en obligaties, maar ook met andere private markten, neutraal of zelfs negatief. Infrastructuur voor duurzame energie is dan ook een goed middel om een beleggingsportefeuille breder te spreiden en het risico-rendementsprofiel te verbeteren. De voorspelbare, stabiele inkomstestroom die voortvloeit uit langlopende contracten, is een tweede reden waarom deze categorie interessant kan zijn voor beleggers. Ten slotte biedt duurzame energie-infrastructuur enige bescherming tegen inflatie. Dat komt doordat er in veel contracten een inflatiecorrectie op de kasstromen is ingebouwd. Je ziet dan ook dat deze categorie goed overeind bleef toen de inflatie in 2022 en 2023 snel steeg.'

Waar ligt bij jullie de balans tussen duurzaam en financieel rendement?

Kaiser: 'Als je naar de basis kijkt, gaan financieel en duurzaam rendement hand in hand. Naarmate wij meer elektriciteit met groene energie opwekken waarmee onze opbrengsten groeien, wordt er des te meer CO₂-uitstoot voorkomen. Uiteraard gaan we in duurzaam opzicht een paar



CV

Karin Kaiser

Karin Kaiser trad in 2014 in dienst bij Schroders Greencoat (toen nog Greencoat Capital) en is sindsdien betrokken geweest bij meer dan € 2 miljard aan investeringen in Europese duurzame energie-infrastructuur. Als Head of Private Markets Europe is ze verantwoordelijk voor de beleggingsstrategieën op dit continent. Eerder in haar carrière werkte ze bij het M&A- en Corporate Finance-team van Bank of America Merrill Lynch. Kaiser studeerde aan de Universität St. Gallen, aan de Universiteit Maastricht en aan de City University of Hong Kong.

stappen verder. Als we in een project investeren, brengen we bijvoorbeeld zorgvuldig in kaart wat de impact is op de biodiversiteit. Ook hanteren we duurzame criteria voor de onderdelen die gebruikt zijn bij de aanleg en exploitatie van onze projecten. Het Schroders Capital Semi-Liquid Energy Transition Fund valt dan ook in de donkergroene Artikel 9-categorie van SFDR. In duurzaam opzicht is de wereld enorm veranderd sinds Greencoat in 2009 werd opgericht. Maar als je kijkt naar onze beleggingsaanpak, is die in de basis en met de focus op voorspelbare kasstromen nog hetzelfde als 15 jaar geleden.'

Institutionele investeerders hebben al veel ervaring met beleggen in private markten. Is er iets dat particuliere beleggers van hen kunnen leren?

Kaiser: 'Een belangrijke les is dat dit soort alternatieve beleggingen een waardevolle bouwsteen kunnen zijn voor een gebalanceerde beleggingsportefeuille. Ongeveer de helft van het wereldwijde vermogen is in handen van particuliere beleggers, maar deze groep neemt slechts 16% van alle investeringen in private markten voor zijn rekening. Door de opkomst van meer liquide beleggingsstrategieën krijgen deze beleggers de kans om hun portefeuille beter te spreiden.' ■

Zijn we STOER genoeg?

‘Elke woning is er een. Daarom doen we er alles aan om de 100.000 woningen per jaar ook echt te realiseren. Door regeldruk te verminderen waar het kan en iedere kans te benutten.’ Dat schreef minister Mona Keijzer van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening onlangs in een brief aan de Tweede Kamer.

Het STOER-programma (Schrappen Tegenstrijdige en Overbodige Regelgeving) van het kabinet is een eerste stap naar het verlichten van de regeldruk. Door overbodige regels te schrappen, kan veel worden bereikt: versnelling van de woningbouw, lagere bouwkosten, en daarmee betaalbare woningen. De woorden van de minister klinken niet alleen stoer – het programma is stoer.

En hopelijk geldt: goed voorbeeld doet goed volgen. Een belangrijke bottleneck ligt namelijk ook bij de wirwar aan eisen op decentraal niveau. Voor ontwikkelaars en investeerders is het dagelijkse realiteit dat projecten vastlopen door de complexe stapeling van regels die per gemeente verschillen. Zoals minister Dirk Beljaarts onlangs benadrukte, leidt fragmentatie in regelgeving tot complexiteit en hoge kosten. Het Draghi-rapport bevestigt dat op Europees niveau een veelheid aan maatregelen economische groei en innovatie belemmert. De Nederlandse woningbouw is hiervan een duidelijk voorbeeld. Om het STOER-programma dus echt succesvol te maken, moet regeldruk op alle overheidslagen worden aangepakt. Door gemeentelijke en provinciale eisen te stroomlijnen, ontstaat een duidelijke basis die helpt in versnelling van projecten.



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN

Lokale autonomie en maatwerk

Hoewel lokale autonomie het mogelijk maakt dat gemeenten woningen realiseren die passen bij lokale behoeften, zorgt dit in de praktijk vaak voor een wirwar aan aanvullende eisen die de kostprijs van woningen onnodig opdrijft. Denk aan

specifieke duurzaamheids- of welstandseisen of bijvoorbeeld minimale woninggroottes die verder gaan dan de landelijke normen. Kwaliteit en duurzaamheid zijn essentieel, maar we moeten ook realistisch blijven over wat haalbaar en betaalbaar is. De vraag is of de maatschappelijke meerwaarde van sommige eisen opweegt tegen de prijs die woningzoekenden ervoor betalen.

Verduurzaming en eenvoud

Lokale eisen rond duurzaamheid zijn vaak goed bedoeld en gericht op een toekomstbestendige gebouwde omgeving. Maar innovatie hoeft niet altijd via gemeentelijke regelgeving te worden afgedwongen. Institutionele beleggers hanteren al strenge ESG-criteria en geven prioriteit aan duurzaam investeren. Wat helpt, is een voorspelbare basis die voorkomt dat allerlei ambities de bouwkosten onnodig opdrijven en ruimte laat voor kostenefficiënte oplossingen. Zo blijven kansen voor innovatie behouden, daar waar het wél haalbaar is.

Koerswijzigingen bij gemeenten

In diverse gemeenten wordt pragmatischer beleid zichtbaar, waarbij op projectniveau actief wordt gezocht naar oplossingen die haalbaar en betaalbaar zijn. Als knelpunten duidelijk in kaart worden gebracht, kan in gezamenlijkheid vaak worden bepaald hoe het wél kan. Dit vraagt om ambitie en creativiteit van alle betrokken partijen. Omdat de landelijke bouwvoorschriften al hoge kwaliteitsnormen stellen, blijkt eenvoud op lokaal niveau vaak prima samen te gaan met de gewenste kwaliteit.

Het schrappen van tegenstrijdige regels betekent niet dat we sociale of milieudoelen loslaten. Integendeel, met een heldere en eenduidige set basisregels kunnen we deze doelen zelfs beter integreren. Zo zorgen we dat projecten sneller van de grond komen zonder concessies te doen aan de leefbaarheid van onze wijken. We bouwen voor de toekomst, maar die toekomst vraagt het STOER-programma door alle lagen heen toe te passen. ■

Real estate's resilience in a higher rate regime

The post-GFC era of low interest rates is ending, with inflation persisting. Rates may stay 'higher for longer', impacting sectors like real estate without returning to 2022 lows.

By *Dmitrii Ponomarev*

Views on the outlook for interest rates are constantly changing. In mid-2024, though, the forward rate curve suggests that while central banks' policy rates will fall over the next 12 months, they will not come close to the lows of 2022.

Amid this uncertainty, real estate stocks are trading below their medium-term average valuations. The asset class is particularly sensitive to high interest rates, which can subdue demand for real estate and therefore valuations. They can also drive up the cost of debt financing. Yet stock prices may well be overreacting to the interest rate outlook.

Why? Because real estate companies' fundamentals seem in good shape. That would suggest companies are well-prepared for a world where interest rates do not decline as far as once hoped.

Adding to this picture of resilience, the sector is diversified as never before.

Reflecting the needs of its tenants in the modern economy, the sector has evolved to include many different types of real estate. This diversification makes investment vehicles such as REITs likely to be still more hardy if there are unexpected economic shocks.

Robust fundamentals: from occupancy to financial leverage

Evaluating the data from across the US real estate equity market, the world's largest, indicates that

occupancy is generally healthy, while financial leverage is within sensible limits. This forward-looking analysis concentrates on the United States because it has the most readily available data. Reflecting its size, the country also tends to be by far the biggest component of broadly-based real estate investment vehicles.

The starting point for any analysis is occupancy, and this is high across almost all sub-sectors. Industrial, retail and apartments (housing) are thriving, according to the data charting US equity REITs (see Figure 1). The exception is offices, which continue to suffer from low occupancy following the lingering structural change to hybrid working triggered by the Covid-19 pandemic.

Moving on to borrowings, REITs have far more conservative finances than at the time of the GFC. The low ratio of debt to total assets indicates that they are far less vulnerable to shocks – whether from unforeseen spikes in the cost of finance or a sudden fall in occupancy.

Finally, REITs' cashflows (chiefly rents) comfortably

cover the payments on their bank loans, despite the prevailing high interest rates. This is, of course, an average – there may be exceptions.

Are valuations too cheap?

Despite high interest rates, REITs maintain healthy cash flows, with rents sufficiently covering debt payments. Across various valuation metrics, the sector appears undervalued. For example, the price-to-book ratio for global REITs has recently been around 1.49, slightly above the historical averages of 1.42 (10-year) heavily affected by recent macro-economic and geopolitical events but lower than 1.51 (pre-Covid-19). The price-to-cash flow ratio as well as dividend yields also indicates undervaluation.

The 'free lunch' of diversification

The real estate sector's increased diversification supports resilience. As the sector has evolved to meet modern economic needs, its traditional focus on retail, residential, office, and industrial properties now includes telecommunications towers, data centers,

FIGURE 1: OCCUPANCY RATES IN % (MARCH 2001 - JUNE 2024)



Source: Nareit.

'The real estate sector's increased diversification supports resilience.'

healthcare facilities, and self-storage, among others. This diversity mitigates risks from economic events, like interest rate spikes, that might disproportionately affect specific segments.

From 2019 to 2024, different REIT sectors faced unique challenges. Office REITs struggled during Covid-19 lockdowns, while industrial REITs thrived due to e-commerce demand. Such diversification makes the sector less vulnerable to shocks.

Here's a brief overview of major real estate segments and their unique characteristics:

- **Industrial REITs:** Benefit from the rise of e-commerce, with demand for warehouses increasing.
- **Residential REITs:** Supported by resilient rental demand and pricing power.
- **Office REITs:** Continue to face low occupancy due to the shift to hybrid work.

- **Hotel REITs:** Rebounded with the recovery in travel post-2021.
- **Retail REITs:** Confronted e-commerce disruption and consumer behavior changes.
- **Healthcare REITs:** Vary widely, with some providing stable revenues despite economic uncertainty.

Looking back to the future

Reflecting on past performance offers additional optimism for the sector. Listed real estate has traditionally shown greater volatility in response to crises compared to private real estate, often trading at a discount to net asset values during turbulent times. These discounts, however, have historically narrowed as market confidence recovers, even resulting in premium trading periods occasionally.

Real estate stocks have also demonstrated strong

performance over the long term. Since 2000, global real estate equities have outperformed the MSCI World Index, including during the pre-GFC period of 'normal' or higher interest rates – not just during the low-rate 2010s.

With strong fundamentals, attractive valuations, and significant diversification, real estate is well-positioned for potential future outperformance.

Historically, in inflationary environments, rents and rates have risen together, and once inflation declines, rents tend to remain elevated while interest rates fall, benefiting real estate companies' operating incomes. This resilience underscores the sector's value in diversified investment strategies, especially in today's changing economic landscape. ■

Important information

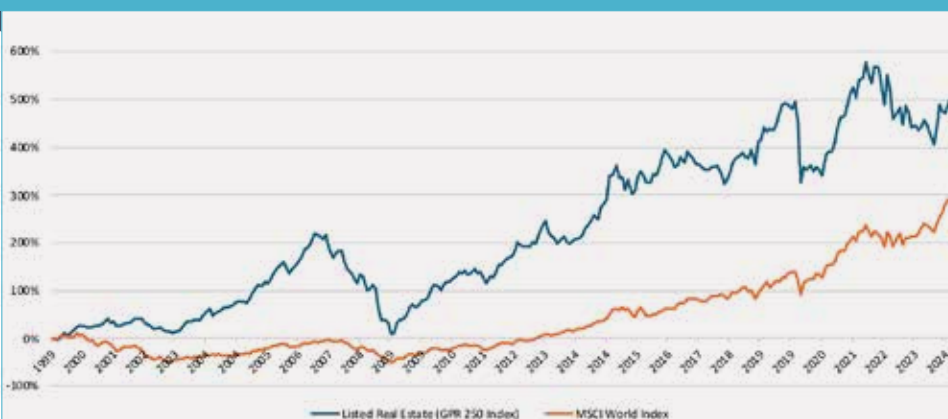
This is for advertisement and informational purposes only. This information is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as investment, legal or tax advice. VanEck and its affiliates assume no liability with regards to any investment, divestment or retention decision taken by the investor on the basis of this information. © VanEck (Europe) GmbH



Dmitrii Ponomarev

ETF Product Manager, VanEck

FIGURE 2: RETURN OF 100 EURO INVESTED, DECEMBER 1999 / SEPTEMBER 2024



Source: Bloomberg, listed real estate is represented by GPR 250 Index. Historical performance is not indicative of future results.

SUMMARY

Evaluating the fundamentals of real estate investment trusts (REITs) reveals healthy levels of occupancy and relatively low financial leverage.

This suggests that there may be a disconnect between REITs' robust fundamentals and relatively low valuations.

Furthermore, the diversity of the real estate sector is likely to add to its resilience, further indicating that the low valuations may be an over-reaction.

Small caps: ondergewaardeerd en onbemind, vooral nu

Small caps hebben de laatste jaren matig gepresteerd ten opzichte van large caps. Maar sinds de eerste renteverlagingen is er sprake geweest van een relatief goed herstel. Onder bepaalde voorwaarden lijkt er meer in het vat te zitten, meent Matthew Bullock, EMEA Head of Portfolio Construction & Strategy bij Janus Henderson Investors, vooral als de nadruk wordt gelegd op aandelen met lage waarderingen en robuuste winstgroei.

Door Harry Geels

Nadat Rolf Banz in 1981 het ‘small-firm effect’ empirisch vaststelde, is er een debat ontstaan over de vraag of het nog steeds bestaat, of dat het langzaam is weggearbitreerd. Wat is uw standpunt?

‘In de financiële industrie wordt algemeen aangenomen dat de small cap- of size-factor inderdaad bestaat en dat small caps gemiddeld genomen hogere rendementen opleveren dan large caps. Het is bijna rekenkundig: hoe groter het bedrijf, hoe meer moeite het kost om nog significant te kunnen groeien. De kans dat large caps in omzet verdubbelen, is simpelweg kleiner dan die van small caps. Als we large cap- en small cap-indices op de lange termijn met elkaar vergelijken, dan zien we dat die outperformance van small caps nog altijd duidelijk bestaat. Small caps hebben het echter erg lastig gehad sinds de rente is gaan stijgen. De economische groei is wereldwijd duidelijk lager komen te liggen, terwijl de rente tegelijkertijd flink is opgelopen, wat in het algemeen niet goed is voor kleine bedrijven. Er is een veel grotere dispersie in schuldposities bij small caps dan bij large caps. Bovendien betalen small caps gemiddeld een hogere rente over hun schulden dan large caps. Small caps zijn eigenlijk ook een erg ruim

begrip. Er zijn niet alleen grote verschillen in leverage, maar ook tussen sectoren en regio's en binnen het universum zijn de verschillen erg groot. Wereldwijd zijn er meer dan 4.000 small caps. Daar zitten zo veel interessante, sterk groeiende of vergeten bedrijven tussen, dat de vraag of de size-factor nu wel of niet wetenschappelijk kan worden vastgesteld, minder relevant is.’

Is het small firm-effect wel verbonden aan andere factoren, zoals het value- of het neglected firm-effect?

‘Als we het hele universum van small caps zouden ontleden, is het agnostisch versus value of growth. Vanuit het perspectief van iemand die portefeuilles analyseert en samenstelt, zie ik dat veel goede small cap-managers ook een agnostische beleggingsstijl hebben, dus noch value noch growth. Value is een ‘mixed bag’, gevuld met interessant gewaardeerde bedrijven, van sterke groei tot ‘value traps’. Wat small caps interessant maakt, is dat ze ‘under-researched’ zijn, wat sommige wetenschappers inderdaad een neglected firm-factor noemen. Large caps worden door gemiddeld 10 of meer analisten gevolgd. Het percentage small caps dat door zoveel analisten wordt gevolgd, is hooguit 25%. Er is een lange staart van bedrijven die maar door enkele analisten of door geen enkele analist worden gevolgd. Daar zien we ook de meest ondergewaardeerde bedrijven. Kijkend naar de meer dan vierduizend portefeuilles die wij van zowel interne als externe klanten hebben geanalyseerd, heeft maar 4% van de beleggers een aparte allocatie naar small caps, middels een aparte small cap-beheerder. De gemiddelde marktgewogen allocatie in Europese aandelen bestaat voor 13% uit small caps, vergeleken met 30% in mid caps en 57% in large caps. Small caps zijn vooral ‘unloved’.

Hoe staat het met de huidige waardering van small caps? En zijn er wat betreft waardering regionale verschillen?

‘Historisch gezien zijn small caps gewaardeerd tegen een gemiddelde premie van 13% in vergelijking met large caps. Momenteel is er sprake van een waarderingskorting van 15%. Zo'n grote ‘discount’ hebben we in het verleden niet vaak gezien. De laatste keer was in 2012, waarna small caps, in dit geval gemeten met de MSCI World Small Cap Index, in korte tijd een groot herstel versus large

caps hebben laten zien. Er zijn wat betreft waarderingen overigens grote regionale verschillen. Small caps uit opkomende markten zijn relatief goed, of beter, normaal, gewaardeerd versus het 10-jarige gemiddelde van de koers-winstverhouding. Amerikaanse en Japanse small caps liggen wat betreft waardering nu net onder het historische gemiddelde. Het goedkoopst zijn Britse en Europese small caps, vooral de laatste.'

Wat is de invloed van de rente?

'Zoals gezegd kunnen small caps rente-gevoeliger zijn dan large caps en dat maakt ze statistisch gezien interessant in een omgeving van dalende rente. Zo rendeerden Amerikaanse small caps in het verleden respectievelijk 10,9% in de eerste drie maanden na de renteverlaging, 14,2% in de eerste zes maanden en zelfs 26,6% in het eerste jaar na de eerste renteverlaging van de Fed. Dat is bijna tweemaal meer rendement over deze drie perioden dan bij large caps. Dit komt grofweg door de volgende factoren. Ten eerste stijgt de koers-winstverhouding vlak na de eerste renteverlagingen als beleggers small caps kopen in de verwachting dat de winsten ervan gaan stijgen, omdat ze in het algemeen gevoeliger zijn voor economische groei. Ten tweede omdat kleine bedrijven dan hun financieringskosten kunnen verlagen, wat hier meer reductie van leenkosten betekent dan bij large caps. Ten derde neigt in een klimaat van lagere rentes ook de volatiliteit van small caps af te nemen, wat liquiditeitszorgen van grote beleggers doet verminderen en de 'appetite' voor de beleggingscategorie doet toenemen. Ten vierde omdat er dan meer fusies en overnames plaatsvinden, hetgeen vooral kleinere bedrijven in de kaart speelt. Ten vijfde daalt dan meestal ook de looninflatie, hetgeen small caps helpt omdat ze arbeidsintensiever kunnen zijn.'

Is de verkiezing van Donald Trump positief voor small caps?

'Een van de gevolgen van het beleid van Trump zal waarschijnlijk het veelbesproken protectionistische beleid zijn, met 'onshoring' en 'friendshoring'. Er moet vooral meer industriële productie in de VS plaatsvinden. In de small cap-indices zijn vier sectoren veel zwaarder vertegenwoordigd dan in de large cap-indices: Industrie, Vastgoed, Materialen en Consumer Discretionary. Small cap-beheerders met een Amerikaans of wereldwijd beleid moeten zich nu vooral concentreren



CV

Matthew Bullock

Matthew Bullock is sinds 2022 EMEA Head of Portfolio Construction & Strategy bij Janus Henderson Investors, waar hij het Londense team van portefeuillestrategen leidt. Van 2015 tot 2022 was hij Investment Director, Multi-Strategy Solutions & Thematics, bij Wellington Management, en van 2011 en 2015 was hij Director, Multi-Asset Investment Strategist, bij BlackRock. Bullock werkte ook bij Ord Minnett Group, BT Investment Management en Aegis Equities Research en begon zijn carrière in 2003 bij de Australian Prudential Regulation Authority. Hij behaalde zijn Bachelor Economics en zijn Bachelor Commerce aan de University of Newcastle in Australië.

op de sectoren die van lokale omzet afhankelijk zijn. De eventueel hogere importtarieven – we moeten zien hoe hoog die uiteindelijk worden, de plannen kunnen 'noise' (onderhandelingsruimte) creëren, of echt harde maatregelen zijn – zullen ook leiden tot minder importen, waardoor Amerikaanse bedrijven, vooral de kleine, de gaten moeten vullen met meer productie. Aan de andere kant is er waarschijnlijk ook tegenwind voor small caps. Per saldo ondersteunt Trump's beleid een renteklimaat van 'higher for longer', wat gezien de rentegevoeligheid small caps weer parten speelt. We moeten voorzichtig blijven met small caps met veel schulden, waarvan er een deel zelfs 'zombie companies' zijn. Niettemin hebben we een voorkeur voor Amerikaanse small caps, al zijn ze al redelijk geprijsd versus die uit de andere regio's. Trump's beleid, hoewel daarover nog veel onduidelijk is, speelt Amerikaanse small caps in de kaart. Eventueel aangevuld met landen waar friendshoring kan plaatsvinden, zoals Vietnam, Indonesië en Maleisië. Trump's beleid wordt door sommigen voorgesteld als Armageddon, door anderen als Euforie, maar de realiteit ligt meestal in het midden. Beleggers die goed opletten, kunnen hiervan profiteren. De komende tijd kunnen actieve beheerders zich onderscheiden.'

Small caps lijken dus bij uitstek een domein van actieve beheerders. Toch zien we aardig wat actieve beheerders onderpresteren, vooral in de VS. Hoe kunnen we de juiste actieve beheerder selecteren?

'Het verschil in prestaties bij small caps is, zoals gezegd, erg groot. In theorie zou alleen al door het weglaten van de slechte bedrijven een outperformance kunnen worden behaald, behoudens dan tijdens de bekende, kortdurende 'June rallies'. Als de actieve beheerder in staat is zich te concentreren op de sectoren die het door actuele trends goed gaan doen, is er potentieel voor significant grote outperformance. Selectie van de goede small cap-beheerder kan overigens best een uitdaging zijn. Net zoals er grote dispersie in prestaties van small caps bestaat, bestaat die ook bij de small cap-managers. Fund selectors moeten waakzaam zijn voor 'small cap heroes', managers die met grote overtuiging een zeer geconcentreerde portefeuille aanhouden. Dat kan een aantal jaren goed gaan, waarna ze weer van hun voetstuk kunnen vallen. We gaan op zoek naar managers die over langere tijd outperformance boeken over verschillen subperioden en sectoren. Dat kunnen regelmatig ook 'second quartile managers' zijn. Small cap-managers kunnen vanwege de extra benodigde research ook duurder zijn dan large cap-managers. Mijn advies is om hier niet te rigide te opereren. Het gaat om de consistentie van de outperformance. Ja, sommige daarvan hebben

'Small cap-beheerders met een Amerikaans of wereldwijd beleid moeten zich nu vooral concentreren op de sectoren die van lokale omzet afhankelijk zijn.'

hogere beheer- en transactiekosten, afhankelijk van hoe er gehandeld wordt. Maar nogmaals, het gaat uiteindelijk om de nettoprestaties. Het gaat overigens om de stijl die bij de klant past. Er zijn klanten die liever de consistente outperformance hebben, maar ook die zich senang voelen bij een hoogvolatiele manager die zeer geconcentreerde portefeuilles bouwt, mits daar uiteindelijk een nog veel hogere outperformance tegenover staat. Onze voorkeur gaat momenteel overigens uit naar het eerste type manager, een manager met een core+, stijlagnostische benadering, met 'brede' outperformance (over regio's, sectoren en verschillende beleggingsklimaat- en subperioden). We maken ook altijd nog een uitgebreide 'lookthrough' van de onderliggende aandelen met onze eigen statistieken om uit te vinden of er wellicht toch nog verborgen 'sector biases' of ongewenste leverage tussen zit. Er is outperformance te behalen met actieve managers, maar ook fund selectors moeten hier – net als de actieve managers – extra stappen zetten, om de juiste selecties te maken.' ■

IN HET KORT

Historisch gezien leveren small caps gemiddeld genomen hogere rendementen op dan large caps.

Small caps zijn 'under-researched'.

Verhoudingsgewijs komen small caps veel minder vaak voor in de allocaties van beleggers.

Op dit moment zijn small caps tegen een gemiddelde korting van 15% gewaardeerd in vergelijking met large caps.

Small caps zijn rente-gevoeliger dan large caps en statistisch interessant ten tijde van dalende rentes.

Een core+, stijlagnostische benadering biedt voor small caps de beste kansen.



De toekomst van beleggen

De afgelopen jaren was de beurs te verslaan door thematisch beleggen serieus te nemen. Dat kwam door een combinatie van disruptieve innovaties en de kracht van het verhaal.

Traditioneel wordt een klassieke beleggingsportefeuille onderverdeeld in aandelen en obligaties. De neutrale of gebalanceerde portefeuille was decennialang de portefeuille waarmee rendementen konden worden behaald die vergelijkbaar waren met het rendement op aandelen, maar met de helft van het risico. Sinds de meer dan 50% correctie in langlopende obligaties in 2022 is de glans van obligaties als ultieme veilige haven verdwenen. Veel beleggers zien de grote tech-namen als een betere veilige haven. De gedachte is dat ze wellicht aandelen van Microsoft of Apple te duur kopen, maar dat het op de lange termijn altijd wel weer goed komt. Dat geldt niet langer voor obligaties.

Het is terecht dat beleggers terughoudend zijn met staatsobligaties uit landen die mee hebben gedaan aan de monetaire gekte sinds de Grote Financiële Crisis. In historisch perspectief is de rente nog altijd laag, zelfs zo laag dat er geen zichtbare rem zit op de Amerikaanse economie. Die lijkt eerder te versnellen. De kans is groot dat de reële rente nog altijd te laag is en dat ook inflatieverwachtingen van ongeveer 2% eerder een vloer zijn dan een plafond. Kennelijk ligt de natuurlijke rente hoger. Obligaties mijden lijkt voorlopig het beste advies.

De vraag is alleen hoe we dan tot een goede spreiding komen in een beleggingsportefeuille. Het helpt niet dat er steeds meer in de index wordt belegd. Dat betekent dat de aandelenmarkt steeds meer beweegt als een geheel en dat het lastig wordt outperformance te bereiken

op basis van een landenweging of een sectorweging. Dat één land (de Verenigde Staten) en één sector (IT) beter dan de index presteren, wordt mede veroorzaakt door indexbeleggen. Een aandelenindex is tegenwoordig meer een soort barbellstrategie met aan de ene kant enkele grote techbedrijven en aan de andere kant net iets te veel zombiebedrijven.

Het probleem met bedrijfsobligaties en high yield-obligaties is dat de kredietopslagen feitelijk te laag zijn om voldoende compensatie te bieden voor het risico op de lange termijn. Alleen op private markten zijn de rendementen van debt of credit aantrekkelijk. Private markten kunnen overigens een goede diversificatie bieden binnen een portefeuille die voor een groot deel uit aandelen bestaat. Het probleem bij private markten is niet zozeer de visie dat ze waarde toevoegen, alswel de implementatie. Nog altijd maken veel beleggers de fout daar te veel voor te betalen, het belang van selectie te onderschatten en te denken dat het ook hier gaat om de tijd in de markt, terwijl bij veel aanbieders geld onnodig lang aan de zijlijn blijft staan.

Thematisch beleggen is tegenwoordig een opvallend goede diversificator. Net als vorig jaar komt ook dit jaar het overgrote deel van het aandelenrendement van één thema en dat is kunstmatige intelligentie, vormgegeven door de Magnificent Seven. Op het moment van schrijven zijn deze aandelen dit jaar met meer dan 60% gestegen. Wie de kracht van deze disruptieve innovaties onderkent en ook ziet dat een goed narratief tegenwoordig gemakkelijk viraal kan gaan, weet dat het niet gaat om regio's of sectoren, maar alleen om het gewicht van de Magnificent Seven in de portefeuille. In de komende jaren zullen verschillende nieuwe thema's zich aandienen. Nieuwe kansen om de beurs te verslaan. ■



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

Impact-beleggen: innovatieve exploitatie van sociale risico's

De aandacht van investeerders voor sociale vraagstukken neemt toe. Een baanbrekende beleggingsstrategie die het sociale risico van beursgenoteerde bedrijven analyseert en daarmee een verantwoorde bron van rendement biedt, is het gebruik van de S-Factor™-score.

Door Roland van den Brink

Maatschappelijke verantwoordelijkheid wordt gezien als een belangrijke drijfveer voor financiële prestaties. Bedrijven die sociale risico's proactief beheren, presteren op termijn beter.¹ Recent zijn er krachtige applicaties beschikbaar gekomen voor relatief weinig geld, die documenten, nieuwsberichten, sociale media-uitingen en kwantitatieve gegevens kunnen helpen beoordelen. Met deze informatie kan gericht geïnvesteerd worden in ondernemingen die zowel op sociaal als financieel vlak succesvol zijn.

De meest invloedrijke toepassing is de zogeheten S-Factor-score, begonnen in 2009. Hiermee worden niet alleen de sociale risico's van een bedrijf blootgelegd, maar van de gehele keten van toeleveranciers daarom-

heen. Dit omvat kwesties als arbeidsomstandigheden, ethische bedrijfsvoering, mensenrechtenschendingen en de impact op lokale gemeenschappen. De voorspellende inzichten helpen bij het identificeren van kansen en risico's voordat deze zichtbaar worden in financiële cijfers en aandelenkoersen beïnvloeden. De op AI-gebaseerde methode scant ruim 40.000 wereldwijde aandelen. In de afgelopen 10 jaar werd op basis hiervan bijna 9% meer rendement per jaar behaald dan de zeer brede MSCI All Country World Index.

De werking

In 2021 exploiteerde het toenmalige Franse beursgenoteerde Orpea SA ruim 1.100 verpleeghuizen, assistentiewoningen, post-acute en revalidatiezieken-

huizen en psychiatrische ziekenhuizen. Het bedrijf was in meer dan twintig landen actief, waaronder in Nederland. Op 26 januari 2022 barstte de bom doordat de journalist Victor Castanet via grondig onderzoek aantoonde dat het bedrijf misbruik maakte van bewoners en medewerkers.² De aandelenkoers daalde al reeds een jaar langzaam en deze publicatie gaf de genadeklap. Uiteindelijk bleef van de € 7 miljard nog maar 2% aan beurswaarde over.

Een jaar daarvoor waren er al diverse berichten op Facebook en Twitter verschenen over wantoestanden bij instellingen van Orpea, zoals matig voedsel en verwaarlozing van patiënten door onderbezetting. Dit ondanks de relatief hoge verpleegprijs. Door het geautomatiseerd analyseren van deze berichten, daalde de S-Factor-score van het bedrijf een half jaar eerder in één maand van 55 naar 20 (van de 100). Deze grote verandering was een sterke aanwijzing om niet meer in dit bedrijf te beleggen.

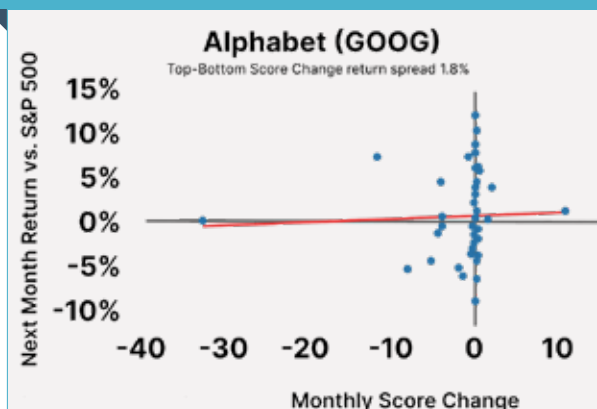
Een ander voorbeeld is de verandering in de dagelijkse S-Factor-score van Alphabet, beter bekend als Google. In

Figuur 1 is zichtbaar dat er meestal weinig opvallend nieuws is en er daarom nauwelijks verandering is in de maandelijkse score. De rechterkant van de grafiek laat zien dat een positieve verandering van de score een maand later leidde tot een beter rendement dan de aandelenindex S&P500. De uitschieter links geeft aanleiding tot nader onderzoek naar materiële gebeurtenissen, zoals bijvoorbeeld rechtszaken of arbeidsconflicten. Met de S-Factor-methode werd voor dit aandeel in een jaar +1,8% extra performance behaald.

De S-Factor-indices

De hamvraag is altijd: werkt het? Welnu, de beschreven aanpak is gebruikt voor het vinden van de 100 beste Amerikaanse bedrijven op zes gebieden: Health & Safety, Human Rights, Ethics, Labour Rights, Diversity & Inclusion en Supply Chain. Hiermee zijn openbare indices samengesteld op elk terrein.³ Vergelijken met de gehele markt blijkt dat voor elke S-Factor-index het risico (gemeten in volatiliteit) lager is en het rendement hoger. Dit is zichtbaar in Figuur 2 aan de hand van de hoge Sharpe-ratio.

FIGUUR 1: S-FACTOR-SCORE VAN ALPHABET



Bron: Roland van den Brink

Te mooi om waar te zijn?

Er zijn twee redenen waarom het werkt. Er zijn vele studies die aantonen dat traditionele balansen alleen informatie geven over een deel van de beurswaarde, vaak maar een derde.⁴ De immateriële assets zijn tegenwoordig belangrijker en juist die waarde heeft een relatie met de beste ESG-praktijken. Ook het gedrag van portfoliomanagers speelt een rol. Alex Edmans, Tom Gosling en Dirk Jenter vroegen recent ruim 500 beheerders naar hoe ze omgaan met ESG-factoren.⁵ Wat bleek? Het voorziene financiële rendement was duidelijk belangrijker dan kwesties als arbeidsomstandigheden, ethische bedrijfsvoering, mensenrechtenschendingen en de impact op lokale gemeenschappen. Zolang dat het geval is, is het niet verwonderlijk dat een alternatieve selectie succes heeft.

De toepassing

Er zijn twee manieren om de observaties om te zetten naar een beleggingsportefeuille. De eerste aanpak is door alleen te beleggen in sociaal vaardige bedrijven (de 'long only'-benadering). Portefeuilles op basis van

deze selectie bleken ook in turbulente tijden zoals de Covid-periode robuust. Echter, het nadeel van de long only-benadering kan zijn dat de verkregen portefeuille inherent andere risico's met zich meebrengt, zoals een hoge concentratie naar een specifieke sector. In de Angelsaksische landen zien we daarom dat vaak wordt gekozen voor een marktneutrale toepassing in de vorm van een hedge fund. In combinatie met het short gaan in bepaalde aandelen en het gebruik van derivaten zoals indexfutures wordt een portefeuille gecreëerd die weinig correlatie heeft met de aandelenbeurs.

Een opvallende bijkomstigheid

In bepaalde staten van Amerika kunnen publieke instellingen, zoals pensioenfondsen, benaderingen als 'ESG-bewust' en 'impactvol beleggen' niet in de communicatie uitdragen. Zoals voor veel zaken is er ook hier een uitweg. Men kan beleggen in fondsen die S-Factor gebruiken zonder in te gaan op de achtergrond. Vanwege het hoge rendement, of beter gezegd de positieve alpha, zijn er geen bezwaren. Kortom,

diverse Amerikaanse instituten en family offices beleggen in de praktijk impactvoller dan menig statistiek ons voorspiegelt.

Beleggingsplan 2025

Er wordt momenteel ongeveer € 50.000 miljard belegd in ESG-strategieën. Echter, er is steeds meer twijfel over de impact daarvan omdat de gehanteerde gegevens vaak neerkomen op ruwe schattingen. De 'S' in ESG, indien aanwezig, is gebaseerd op anekdotische gegevens. Kortom, institutionele beleggers, vooral pensioenfondsen, worden geconfronteerd met het risico van 'de keizer zonder kleren'. De innovatieve S-Factor-aanpak analyseert miljoenen bronnen en combineert daarmee maatschappelijke verantwoordelijkheid met financiële kansen. Bedrijven die transparantie, eerlijke arbeidsomstandigheden en ethische inkoopmethoden hoog in het vaandel hebben, profiteren van deze aanpak. Dit sluit aan bij de bredere Europese normen en waarden rondom sociale rechtvaardigheid, duurzaamheid en langetermijnwaardecreatie. Door geavanceerde technologie en een gerichte focus op sociale risico's biedt deze strategie beleggers de mogelijkheid om zowel sociaal als financieel rendement te behalen. Omdat de mondiale aandelenmarkt groot is, past het bij elke institutionele portefeuille. Een aanzet kan het beleggingsplan voor 2025 zijn. ■



Roland van den Brink

Oprichter TrigNum

IN HET KORT

Door slim sociale informatie van beursgenoteerde bedrijven te verwerken, kan impactvol worden belegd.

De immateriële waarde van bedrijven wordt steeds belangrijker. Zolang de meerderheid van aandelenbeleggers zich alleen richt op traditionele financiële factoren, presteert deze aanpak opvallend goed.

De grootte van de aandelenmarkt maakt dat de S-Factor-aanpak past in elke (institutionele) portefeuille.

Er zijn zes openbare S-Factor-indices beschikbaar voor de Amerikaanse markt.

De verkregen informatie uit de S-Factor-score ondersteunt de kwaliteit van de (verplichte) ESG-rapportages.

FIGUUR 2: S-FACTOR-INDICES

Name	7d Return	Sharpe	Volatility
S-Factor Health & Safety US 100 Index		0.747	17.69
S-Factor Human Rights US 100 Index		0.809	17.31
S-Factor Ethics US 100 Index		0.819	17.62
S-Factor Labour Rights US 100 Index		0.822	16.83
S-Factor Diversity & Inclusion US 100 Index		0.73	17.81
S-Factor Supply Chain US 100 Index		0.874	17.53

Bron: Roland van den Brink

1 MSCI ESG research 'Social Risks and Opportunities for Corporates: Long-Term Performance in Global Equity Markets', augustus 2024.

2 <https://www.epsu.org/article/new-epsu-report-chronicles-downfall-profit-care-giant-orpea>

3 S-Factor-indices: <https://indexone.io/indices> en selecteer bij Issuer 'S-Factor'. Zie ook <https://thesfactor.co/analytics>.

4 Prof. Baruch Lev, Universiteit van New York.

5 Research paper 'Sustainable Investing: Evidence From the Field', September 2024

Overwinning Trump heeft grote gevolgen voor financiële markten

Door Joost van Mierlo Fotografie Cor Salverius Fotografie



De overwinning van Donald Trump tijdens de Amerikaanse verkiezingen heeft grote gevolgen voor financiële markten. Importtarieven zullen waarschijnlijk stijgen en het Amerikaanse begrotingstekort lijkt niet de belangrijkste zorg van Trump. Dat zorgt voor onrust.

Onder leiding van Bob Homan van ING Investment Office discussiëren Edward Markus van ECR Research, Roelof Salomons van BlackRock en Ralph Wessels van ABN AMRO over de scenario's waar beleggers de komende jaren mee te maken krijgen.

Bob Homan: 'Laten we maar meteen met de deur in huis vallen. Wat is volgens jullie de belangrijkste consequentie van de terugkeer van Donald Trump?'

Edward Markus: 'Met de verkiezing is het duidelijk geworden dat de VS China als de belangrijkste bedreiging ziet. Om dat in perspectief te kunnen plaatsen, moeten we even een stap terug. We hebben op dit moment te maken met het definitieve einde van de wereldorde zoals we die sinds de Tweede Wereldoorlog kennen. In plaats van een systeem dat in ieder geval in het Westen was gebaseerd op door vrijwel alle landen geaccepteerde regels, hebben we nu te maken met een wereld waar macht de doorslaggevende factor is. Dat zagen we de afgelopen jaren al aankomen met China en Rusland, maar ook de Verenigde Staten leggen zich daar nu bij neer. Trump is vastbesloten ervoor te zorgen dat de VS de belangrijkste macht ter wereld blijft. Het zal betekenen dat er enorm geïnvesteerd gaat worden in technologie, vooral militaire technologie. Maar het gaat ook om investeringen die noodzakelijk zijn om een economische macht van betekenis te blijven.

Dit zal grote gevolgen hebben voor het begrotingstekort van de VS. Veel mensen denken dat het wel los zal lopen en dat de uitlatingen van Trump over importtarieven een vorm van verkiezingsretoriek waren. Zo ging dat immers ook tijdens zijn eerste termijn. Deze keer is het anders. Het gaat niet alleen maar om het positioneren voor

mogelijke onderhandelingen. Ga er maar van uit dat hij gaat doen wat hij zegt.'

Roelof Salomons: 'Ik kijk er iets anders tegenaan. Ik denk dat de economische orde bepaald wordt door aanbod. Er zijn tal van schokken in het wereldwijde aanbodstelsel die tot een hogere inflatie zullen leiden. De meeste schokken waar we mee te maken krijgen, zijn inflatoir. En die komen op een moment dat schulden van overheden al aan de hoge kant zijn. Nu gaat het bijvoorbeeld om de importtarieven en het hogere Amerikaanse begrotingstekort. Daar staat feitelijk een grote factor tegenover die voor een lagere inflatie zal zorgen: de digitalisering. Maar die zal niet voldoende zijn om de inflatiedruk te weerstaan. Dat is wat we voor de korte termijn verwachten. Het is onduidelijk wat er op de langere termijn gebeurt, maar als we productiever worden, drukt dat de inflatie.'

Homan: 'Wat betekent dat voor de rente?'

Salomons: 'De obligatiemarkt is niet dom. De afgelopen weken is de obligatiemarkt enorm in beweging geweest. Rentes zijn al opgelopen. Inflatieverwachtingen in diverse markten zijn al hoger. Is het voldoende? Waarschijnlijk nog niet, maar het gaat niet in een rechte lijn. Beleggers hebben altijd de neiging om te heftig te reageren. Het is wel duidelijk dat we niet terug zullen keren naar de situatie van de afgelopen jaren, met een negatieve reële rente.'

Homan: 'Hoe bescherm je jezelf dan als belegger?'

Salomons: 'In een situatie met een hogere inflatie flipflopt de correlatie tussen obligaties en aandelen regelmatig. De onzekerheid omtrent inflatie betekent dat je steeds meer voor real assets moet kiezen om je ertegen te beschermen. Dan denk je natuurlijk aan aandelen, maar die zijn – zeker in de VS – niet goedkoop meer. Je kunt ook aan private assets denken. In ieder geval assets die op langere termijn in staat zijn om de inflatie te verslaan.'

Homan: 'Ralph, wat denk jij ervan?'

Ralph Wessels: 'We waren vrij positief over de markten en de economische groei. Dat is echter verminderd sinds de verkiezing van Trump. Laten we hopen dat Trump een >



VOORZITTER

Bob Homan

CIO, ING Investment Office



Edward Markus

Founder & Chief Analyst,
ECR Research



Roelof Salomons

Chief Investment Strategist,
BlackRock



Ralph Wessels

Chief Investment Strategist,
ABN AMRO

pragmatische koers zal kiezen. Wat dat betreft ben ik huiverig. Je hebt Trump verschillende keren horen zeggen dat zijn grootste fout was dat hij in zijn eerste termijn te veel heeft geluisterd naar politici. Dat lijkt nu niet te gaan gebeuren. Hij kiest voor mensen in zijn regering die qua stijl niet erg van hem verschillen. Dat is zorgelijk.

Historisch gezien zijn Republikeinse presidenten met een Republikeinse meerderheid in het congres niet zo gunstig voor de S&P. In de eerste termijn van Trump hadden we bijvoorbeeld twee periodes met bear markets. De negatieve gevolgen van de hogere importtarieven zijn veel ernstiger dan de mogelijke positieve gevolgen van verminderde regelgeving. Ik denk dat het raadzaam is om voorzichtig te zijn. Ik heb het gevoel dat de markt dat onderschat.

Markus: 'Iets anders: er komen tal van stimuleringsmaatregelen aan, terwijl de arbeidsmarkt gespannen is en de economie op volle toeren draait. Dat is zorgwekkend. Het zal ook betekenen dat het begrotingstekort oploopt.'

Salomons: 'Er wordt wel een departement opgetogen om dat tegen te gaan. Alleen de tijd zal het ons leren.'

Markus: 'Laten we dat hopen, maar er zijn tal van krachten binnen het Huis van Afgevaardigden en de Senaat die voor tegenwicht zullen zorgen. Mijn zorg is dat een stijgende post rentebetalingen zal betekenen dat er gesnoeid gaat worden in investeringen die cruciaal zijn voor de groei op de langere termijn, zoals in onderwijs, infrastructuur en research & development. Wij maken ons zorgen dat het zal leiden tot een periode met lage groei, hoge begrotings-tekorten en een hoge rente. Het gevolg zal zijn dat de Fed wordt gedwongen om in te grijpen. Die zal zich genoodzaakt voelen om een steeds groter deel van het begrotings-tekort te financieren. Iets dat de inflatie zou opdrijven.'

Salomons: 'Ik ben het ermee eens dat het begrotingstekort zal stijgen en dat dit gevolgen zal hebben in de vorm van een hogere rente. Ik denk dat het van belang is om de rol van de overheid als het gaat om R&D te relativeren. In de VS wordt ongeveer 3% van het nationale inkomen besteed aan R&D.'

Het leeuwendeel, twee volle procentpunten, komt voor rekening van de private sector. Dat zal echt niet veranderen. Dus zelfs als de overheid iets minder zou investeren, heeft dat niet onmiddellijk ernstige gevolgen.'

Markus: 'Je hebt gelijk door te stellen dat de private sector hier een belangrijke rol speelt. Maar dat zijn voornamelijk technologie-bedrijven. Het is belangrijk dat ook andere onderdelen van de economie investeren.'

Salomons: 'Natuurlijk, maar er wordt wel degelijk geïnvesteerd en dat zal blijven gebeuren.'

Homan: 'Wat zal het betekenen voor de dollar? Zal die stijgen ten opzichte van de euro?'

Markus: 'Wij specialiseren ons in wisselkoersbewegingen. Het lijkt duidelijk dat de situatie in de VS met zich meebrengt dat de rente hoger zal blijven in vergelijking met de situatie in Europa. Maar dat is niet het enige probleem. De kapitaalstromen zoals we die op dit moment zien, drukken de euro. Er ontstaat twijfel of de euro als eenheidsmunt zal blijven bestaan.'

Salomons: 'Ook ik denk dat het zal betekenen dat de dollar krachtiger wordt. Het is natuurlijk niet altijd slim om de meerderheid te volgen, maar op dit moment doe ik dat wel.'

Wessels: 'Ik denk ook dat de rente hoger zal zijn in de Verenigde Staten, maar de grote vraag is wat de inflatie gaat doen. Als de inflatie in de Verenigde Staten ook hoger is, dan maakt het feitelijk geen verschil. Het is afwachten. Het is ook goed om even terug te kijken naar de eerste termijn van Trump als president. In die periode heeft hij nooit gesproken over een krachtiger dollar. Hij wilde juist dat de dollar zwakker werd.'

Salomons: 'Je kunt het wel niet willen, maar de kapitaalstromen wijzen gewoonweg in die richting.'

Homan: 'Is het mogelijk om het begrotings-tekort te laten stijgen als de rente stijgt?'

Wessels: 'Het is tijdelijk altijd mogelijk, maar het is ook zeker dat er een moment komt dat de obligatiemarkt een stijgend tekort niet meer zal accepteren.'

Homan: ‘Wanneer gebeurt dat? Volgend jaar? Over tien jaar?’

Markus: ‘Dat is natuurlijk de grote vraag. We zitten er echter niet al te ver vandaan, zou ik zeggen. In het verleden heb je gezien dat wanneer de overheidsschuld meer dan 110% van het nationale inkomen bedraagt, je in de problemen komt als er sprake is van een hogere rente.’

Homan: ‘Roelof, zal de obligatiemarkt het niet langer accepteren?’

Salomons: ‘Dit voorspellen is je carrière op het spel zetten, dus dat zal ik niet doen. Ik snap het argument, maar wat is het alternatief? Ik zie geen serieus alternatief voor Amerikaanse staatsobligaties. Voor ons hier zouden dat Duitse Bunds moeten zijn. Maar die markt is gewoonweg niet groot genoeg om aan de vraag te voldoen. Misschien kun je kwalitatief hoogstaand investment grade credit kopen. Maar er is te veel kapitaal op zoek naar kwalitatief hoogstaande beleggingen.’

Markus: ‘Het hangt allemaal enorm af van de manier waarop dat tekort wordt veroorzaakt. Als er sprake is van investeringen, dan kan dat leiden tot toekomstige groei. Als ik naar de plannen van Trump kijk, dan lijkt het vooral te gaan om belastingverlagingen en uitgaven aan defensie. Dat is minder gunstig voor de groei.’

Salomons: ‘Het hangt er natuurlijk vanaf hoe de private sector reageert op de belastingverlagingen. Maar dan vertrouwt je feitelijk op de gunstige gevolgen van ‘trickle down economics’. In het verleden heeft dat niet zo goed gewerkt.’

Homan: ‘Een vraag vanuit het publiek: wat betekent de verkiezing voor de discussie rond klimaatverandering?’

Salomons: ‘De herverkiezing van Trump zal minder gevolgen hebben dan mensen denken. Het is namelijk een discussie die gedreven wordt door de private sector. Zelfs als het niet werd gedreven door de private sector, dan heb je in de VS de situatie met de Inflation Reduction Act. Het grootste deel van dat geld, 80%, is uitgegeven. Dat is vooral gebeurd in zogenoemde ‘Rode’, Republikeinse staten. Dat zal gewoon doorgaan. En ook deze trend zal leiden tot

hogere prijzen en inflatie.’

Wessels: ‘Inderdaad, een hogere inflatie. Maar vooral omdat de nieuwe technologie, in tegenstelling tot wat normaal het geval is, waarschijnlijk minder efficiënt is dan de technologie die het moet vervangen. Vanuit het perspectief van de belegger blijft het natuurlijk erg interessant.’

Markus: ‘Ik bekijk het van een andere zijde. Ik denk dat de druk van de Amerikaanse regering op Europa om militaire uitgaven te verhogen flink zal worden opgevoerd. Het moet nu al 2% van het nationale inkomen zijn, maar de Republikeinen willen eigenlijk dat het 3% is. Dat kan nog verder worden opgevoerd naar 4% of zelfs 4,5%. Mijn vrees is dat dit ten koste zal gaan van investeringen rond de klimaattransitie. Natuurlijk heb je dan de private sector nog, maar het geeft toch te denken.’

Homan: ‘Wat gebeurt er met China? Zien jullie daar mogelijkheden?’

Wessels: ‘Op dit moment niet. Dat wil zeggen dat we neutraal zijn ten opzichte van opkomende markten in het algemeen en China in het bijzonder. We denken dat het dieptepunt daar overigens wel voorbij is. Er zal gestimuleerd blijven worden. Maar de noodzakelijke correctie in de vastgoedmarkt neemt, net als in de Verenigde Staten na de kredietcrisis, tijd in beslag en is pijnlijk.’

Salomons: ‘Ik vergelijk de situatie in China eerder met die van Japan nadat de economische luchtbel daar ineens klapte. Het verschil is dat China minder rijk is dan Japan indertijd was. Er is simpelweg meer monetaire en budgettaire stimulus nodig om uit het dal te groeien. Op den duur zal dat werken. Tot dat moment zijn beleggingen in China vooral tactische beleggingen, waarbij we goed kijken naar verbeteringen in de economische situatie op de lange termijn. Vooralsnog blijft die zorgelijk.’

Markus: ‘De demografische situatie is dramatisch. In de rest van de eeuw zal de bevolking misschien met 30% dalen. Zoals ik al zei, gaan we naar een wereld waarin macht de determinerende factor is. In de afgelopen decennia zijn we steeds afhankelijker geworden van China als markt voor onze producten. Dat zal waarschijnlijk verminderen.’ ■

IN HET KORT

Inflatie is weer terug op de weg omhoog.

De rente in de Verenigde Staten is de komende jaren hoger dan in Europa.

Begrotingstekorten blijven een punt van zorg.

Vooruitzichten beleggingsjaar 2025: America First

Door Michiel Pekelharing Fotografie Cor Salverius Fotografie



Hoe werkt het Trump-effect straks door in de wereld-economie? Liggen de kansen vooral op de beurs, of juist op private markten? Op het seminar ‘How to position your portfolio for 2025 in an era of geopolitical uncertainty’ van Financial Investigator blikten vijf experts vooruit op het nieuwe beleggingsjaar.

Schakelt de economie een tandje terug in 2025? Als dagvoorzitter Bob Homan de zaal consulteert, is er van recessievrees bepaald geen sprake. Daar sluit Han Dieperink zich bij aan: ‘Er zou een recessie kunnen komen als de Republikeinse Partij naar een evenwichtige begroting streeft, zoals de partij in het verleden deed. Een snel oplopend begrotingstekort heeft aan de andere kant mogelijk ook grote gevolgen. In dat geval krijg je misschien een schokmoment op de financiële markten, die zich zorgen maken over een stijging van de Amerikaanse rente. Maar voorlopig denk ik niet dat er in 2025 een recessie komt.’ Salman Ahmed waarschuwt dat beleggers niet alleen moeten kijken naar de kracht van de Amerikaanse economie bij het in kaart brengen van recessierisico’s. In zijn ogen draait het straks steeds meer om de dynamiek tussen verschillende regio’s. Ahmed: ‘Als de Verenigde Staten straks handeltarieven gaan invoeren, kan het land in zekere zin een beetje economische groei overnemen van Europa. Het recessiegevaar zit dus dicht bij huis. Europa loopt een groot neerwaarts groeirisico door het beleid dat de Republikeinse Partij mogelijk gaat voeren.’

Vooruitzichten rentemarkt

Homan verschuift de focus naar de rentemarkten. Daar is de verwachting dat de rente op Duitse 10-jaars staatsobligaties eind 2025 rond een niveau van 2% zal bewegen. Olaf van den Heuvel: ‘Maar je moet niet vergeten dat centrale banken van het QE-medicijn hebben geproefd. Ze hebben ervaren hoe makkelijk QE ingezet kan worden en hoe weinig directe

inflatie-effecten er zijn. Als er wat gebeurt in Europa of de VS, is het heel makkelijk voor centrale bankiers om de rente veel verder omlaag te duwen dan iedereen nu denkt. Ze hebben de smaak te pakken en in een negatief economisch scenario is dit de weg van de minste weerstand.’ De rentebewegingen zijn volgens Wouter Weijand niet los te zien van de ontwikkelingen op de valutamarkt: ‘Als de dollar snel in waarde stijgt, importeert Europa inflatie. Dat kan leiden tot een steilere yieldcurve. Bij looptijden van 2 en 5 jaar zouden de rentetarieven nog wat verder kunnen zakken, mocht de ECB ondanks die sterke dollar haar beleid verder versoepelen onder druk van mogelijk tegenvallende economische groei. In de Verenigde Staten zie je dat de oplopende inflatieverwachtingen al aan het lange deel van de yield curve verwerkt zijn. In september werden er nog iets van tien renteverlagingen door de Federal Reserve verwacht. Daar zijn er nu nog maar twee of drie van over.’ Volkert de Klerk waarschuwt dat het inflatierisico een stuk groter is in de VS dan in Europa. De Amerikaanse inflatieverwachting ligt ongeveer tussen 2,5% en 3%. De Klerk: ‘Maar als ik moest kiezen, zou ik zeggen dat de inflatie eerder iets daarboven dan daaronder zal uitkomen.’

Geopolitieke verhoudingen

Op 20 januari betreft Donald Trump voor de tweede keer het Witte Huis. Homan snijdt de vraag aan hoe de veranderende geopolitieke verhoudingen in 2025 doorwerken in de economie. Ahmed: ‘Trump heeft voorgesteld om importheffingen van 60% in te voeren op goederen en diensten uit China. Voor Europa is dat 20%. We weten nu nog niet of en wanneer dit gebeurt. De kabinetsbenoemingen vormen een goede indicator van hoe zijn beleid er straks uitziet. Afgaande op de benoemingen van de afgelopen tijd, lijkt het erop dat de Verenigde Staten een agressief handelsbeleid gaan voeren. China kan daar relatief hard door worden geraakt. Maar dat land heeft al veel ervaring om proactief met hoge importheffingen om te gaan. China zou het effect daarvan kunnen tegengaan met een pakket maatregelen om de eigen economie te stimuleren. Ondertussen lijkt Europa niet te beseffen >



VOORZITTER

Bob Homan

CIO ING Investment Office



Salman Ahmed

Global Head of Macro and Strategic Asset Allocation, Fidelity International



Han Dieperink

Chief Investment Officer, Auréus



Olaf van den Heuvel

Experienced Chief Investment Officer



Volkert de Klerk

Chief Investment Officer, Roots Investments



Wouter Weijand

Chief Investment Officer, Providence Capital

hoe belangrijk het is om de eigen economie te beschermen. Mogelijk gebeurt dat pas als er een recessie komt en de euro sterk daalt.' Dieperink benadrukt dat beleggers verder moeten kijken dan alleen de omslag in het Amerikaanse handelsbeleid: 'Trump heeft gezegd dat hij de oorlog in Oekraïne zal stoppen. Als dat gebeurt, is dat positief voor Europa. En als hij dan ook vrede brengt in het Midden-Oosten en een akkoord sluit met China, krijgt hij misschien zelfs de Nobelprijs voor de Vrede die hij zo graag wil hebben.' Weijand ziet eveneens wat lichtpuntjes van de Republikeinse zege: 'Europa geeft jaarlijks tientallen miljarden aan de oorlog in Oekraïne. Als de oorlog eindigt, kunnen we dat gebruiken voor onze eigen verdediging. Die moet ook worden versterkt. Trump zegt daarnaast 'drill baby, drill'. Op de oliemarkt heb je maar een klein beetje extra aanbod nodig om de prijs omlaag te krijgen. Als dat gebeurt, hoeven we weer wat minder bang te zijn voor een stijgende rente.'

Verenigde Staten versus China

Homan legt de zaal de vraag voor of Trump uiteindelijk een akkoord met China gaat sluiten. Het grootste deel van de aanwezigen heeft daar weinig hoop op. Dat geldt ook voor De Klerk: 'Als belegger kijk ik liever naar de ontwikkelde wereld dan naar China en andere opkomende markten. De economieën van opkomende landen groeien relatief snel en de waardeeringen zijn veel aantrekkelijker dan in de ontwikkelde wereld. Maar een sterke dollar is ongunstig voor opkomende markten. Bovendien is er geen directe relatie tussen een naar verhouding snelle economische groei en stijgende beurskoersen.' Ook Weijand heeft weinig hoop op betere politieke relaties tussen de VS en China. In zijn ogen wordt het heel lastig om het land te stoppen. Weijand: 'Het is heel lastig om met China te concurreren. Kleine elektrische auto's uit dat land zitten even goed in elkaar als die van Europese autobouwers, maar ze kosten slechts de helft. China verplaatst de productie onder meer naar Brazilië, omdat Latijns-Amerika steeds belangrijker wordt als afzetmarkt. Maar ook naar Spanje en Turkije. Zo ontloopt het land Europese importheffingen.' Toch komt China niet op elk gebied als winnaar uit de bus. Ahmed: 'Voor de dollar is op valuta-

markten geen alternatief. Een open kapitaalrekening is een belangrijke eigenschap van een reservevaluta en die heeft China niet. Bovendien is de hele handelsinfrastructuur ingericht op dollartransacties. Op de BRIC-bijeenkomst in Moskou waren de deelnemers het erover eens dat er een alternatief moet komen voor de dollar. Maar zelfs in het meest gunstige scenario gaat het nog tientallen jaren duren voordat een andere munt ook maar in de buurt komt van de dollar in de wereldwijde kapitaal- en handelsstromen.'

Private markten

Homan verschuift het gesprek richting private markten, die een steeds grotere plaats krijgen in institutionele portefeuilles. Van den Heuvel: 'Qua rendementverwachting hebben private markten nog altijd een streepje voor op publieke markten. De premie die je kunt verdienen, ligt momenteel waarschijnlijk iets hoger dan de illiquiditeitspremie die je zou mogen verwachten. Private markten worden steeds toegankelijker. Een bijkomend voordeel is dat beleggers met deze beleggingen goed hun impactdoelstellingen kunnen najagen. Als je kijkt naar de wegging in de portefeuille, zie je dat verzekeers ongeveer 40% van het belegd vermogen in private markten inclusief hypotheek hebben geïnvesteerd. Voor pensioenfondsen is dat nog wat minder.' Ook bij family offices is er vaak ruimte voor een grote positie in private markten. De Klerk: 'Bij Roots Investments is dat gewicht 50% à 60%. Daarbij moet ik wel opmerken dat onze aanpak sterk afwijkt van meer traditionele vermogensbeheerders. We geloven heel sterk in private equity en de kansen die er liggen voor actieve managers om waarde toe te voegen, bijvoorbeeld via het doen van add-on overnames. Daar kunnen steeds meer beleggers van profiteren. Je ziet dat vermogensbeheerders en private banks private marktoplossingen opnemen in het productaanbod voor meer vermogende beleggers met een wat hoger risicoprofiel. Deze markt maakt een flinke groei door.'

De politieke en economische onzekerheid roept bij Bob Homan de vraag op hoe ver de verschillende CIO's vooruitkijken bij het invullen van de assetmix. Weijand maakt in dit opzicht onderscheid tussen een tactische wegging met een horizon van

zes tot achttien maanden en een strategische allocatie waar met klanten minstens vijf jaar vooruit wordt gekeken. Ahmed maakt echter een kanttekening bij de horizon voor de tactische weging: 'In principe hanteren wij ook een periode van zes tot achttien maanden. Maar nu hebben we die behoorlijk ingekort. De volatiliteit kan dan wel laag zijn, maar de onzekerheid in de markt is juist heel groot. Hoe gaat bijvoorbeeld het buitenlandbeleid van de VS er in 2025 uitzien? En wat gaat de Federal Reserve volgend jaar doen? Op de financiële markten is het nu heel lastig voorspellen hoe de wereld er over drie maanden uitziet. Als team moet je nu heel wendbaar zijn.'

Magnificent Seven

Homan sluit het panel af met de vragen welke trends de CIO's voor de komende tijd zien en hoe lang de Magnificent Seven nog volop een plaats in de schijnwerpers opeisen. Volgens Weijand moeten beleggers zich niet te veel laten meeslepen door hun enthousiasme: 'Onlangs was ik op een event waar een spreker van een grote zakenbank zei dat het verwachte jaarendement op Amerikaanse aandelen tijdens het komende decennium op 3% uitkomt. Dat is misschien wel heel pessimistisch, maar de waarderingen lijken nu te ver door te schieten. De komende drie tot zes maanden kan de rally dankzij het positieve sentiment mogelijk doorzetten. Daarna breekt mogelijk een somberdere periode aan op de Amerikaanse aandelenmarkt. Voor wat betreft de Magnificent Seven is kunstmatige intelligentie als technologie geen hype. De voorspelde productiviteitsverbetering zal er wel komen. Het is de vraag of dat ook voor de extra winst geldt die Big Tech dankzij AI zou boeken. Die is nog nauwelijks zichtbaar, maar dat wordt gemaskeerd door hogere winsten bij andere activiteiten zoals advertentieverkopen. Je kunt je ook afvragen hoeveel groter technologiebedrijven kunnen worden als Nvidia al een beurswaarde heeft van \$ 3,5 biljoen. Ik geloof in een verbreding van de markt, waarbij small caps een inhaalslag kunnen maken.' Die beweging ziet De Klerk ook: 'We hadden eerder dit jaar een discussie binnen ons team of we moesten omschakelen van een market cap weight naar een equal weight belegging in de S&P 500. Uiteindelijk hebben we die stap niet gezet.

Wie een of twee jaar geleden was overgestapt naar een equal weighted index, had flink wat rendement misgelopen. Ook speelt mee dat grote technologie- en AI-bedrijven sterke marktposities en echt pricing power hebben. De belangrijkste trend voor de komende jaren is de opkomst van private markten. Met name in het particuliere/HNW-segment liggen nog flinke groeikansen voor aanbieders, dankzij de 'retailization' van private markten. Ik denk dat daar de komende jaren veel interessante nieuwe strategieën bij gaan komen.' Van den Heuvel benadrukt dat beleggers vooral ook naar de geldstromen moeten kijken: 'De afgelopen jaren heb ik me er regelmatig over verbaasd hoeveel geld er naar allerlei risicovolle assets stroomt. Die enorme instroom verklaart waarom waarderingen op veel markten nu hoog liggen. Zolang de geldstromen op peil blijven, kunnen de koersen verder oplopen. En omdat er steeds meer via ETFs belegd wordt, komt een groot deel van de instroom bij de Magnificent Seven terecht.' Bij Dieperink roepen de Magnificent Seven de herinnering op dat hij twee jaar geleden nog aan een klant moest uitleggen waarom Nvidia een gewicht van 6% had in zijn portefeuille. Dieperink: 'Tegenwoordig is Nvidia het bedrijf met de hoogste beurswaarde ter wereld. In veel portefeuilles heeft het aandeel de zwaarste weging. De huidige situatie lijkt wel wat op die van de roaring twenties in de vorige eeuw. Die periode kenmerkte zich door de introductie van allerlei nieuwe, productiviteitsverhogende technieken. Als dat straks doorwerkt in de economische dynamiek, gaan we op de aandelenmarkt een plezierige periode tegemoet.' De discussie wordt afgesloten met een kleine kanttekening bij het positieve plaatje dat Dieperink schetst. Ahmed: 'Ik maak me wel een beetje zorgen over small cap-aandelen. Heel veel kleinere bedrijven komen in handen van private equity-beleggers, in plaats van dat ze naar de beurs gaan. Tegenwoordig bestaat een bedrijf gemiddeld 12 jaar als het een notering krijgt aan een Amerikaanse aandelenmarkt. In 1999 was dat slechts 4 jaar. Het zijn dus vooral private equity- in plaats van aandelenbeleggers die profiteren van de periode waarin kleine bedrijven sterk groeien. In Europa is dit overigens een minder groot probleem.' ■

IN HET KORT

De groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie zijn in 2025 beter dan voor de Europese.

Centrale bankiers kunnen de rente ver omlaag duwen als zich toch een economische vertraging aftekent.

De vooruitzichten voor private markten zijn minstens even goed als voor aandelenmarkten.

OUTLOOK 2025

2024 was een overwegend positief jaar voor de wereldwijde aandelenmarkten. En dat was over het algemeen ook ingecalculeerd door de experts die we eind vorig jaar benaderden met hun verwachtingen voor 2024. Het jaar zou volgens veel experts bovendien een jaar worden waarin de economische groei zou vertragen en de inflatie alsmede de rente zouden dalen. Spot on!

Door Esther Waal

De economische activiteit nam in 2024 zoals verwacht maar bescheiden toe, vooral geholpen door technologische vooruitgang. De MSCI World Index steeg fors. De S&P 500 liet een sterke performance zien, wederom mede dankzij de Magnificent Seven, en dan met name door Nvidia. Sterke bedrijfsresultaten in de technologiesector en de industrie droegen ook bij aan het positieve sentiment op de Europese markten. De Japanse Nikkei 225-index maakte eveneens een zeer positieve ontwikkeling door.

De inflatie nam af en centrale banken voerden meerdere renteverlagingen door of hielden de rente stabiel. Dit leidde bovendien tot een hernieuwde negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties, hetgeen ook al was voorspeld door enkele van de door ons geraadpleegde beleggings-experts.

De experts hadden het eind 2023 ook bij het juiste eind over de prestaties van China. De groei die in 2023 al haperde, nam in 2024 verder af. De stimuleringsmaatregelen van de overheid hebben vooralsnog maar beperkt bijgedragen aan een herstel. De CSI 300-index verloor dit jaar ruim 11%.

De behoorlijke nauwkeurigheid van de voorspellingen van onze beleggingsdeskundigen eind 2023 doet ons natuurlijk reikhalzend uitkijken naar hun verwachtingen voor het komende jaar. Ook dit jaar vroeg Financial Investigator daarom aan 22 experts wat hun verwachtingen zijn voor 2025 en waar de grootste kansen en bedreigingen liggen. Aanvullend vroegen we onderzoeksbureau Alpha Research wederom om hun consensus-grafieken met ons te delen ten aanzien van de gemiddelde asset allocatie van 70 asset managers.



David Rees

Senior Econoom, Schroders

‘Beperkte wereldwijde groei en hardnekkige inflatie.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘In 2025 zal de wereldwijde economische groei waarschijnlijk bescheiden blijven. De inflatie daalt weliswaar wereldwijd, maar blijft op een hoog niveau.’

Hoewel er bezorgdheid is over een op handen zijnde recessie in de VS, achten wij dit als minder waarschijnlijk. De Amerikaanse centrale bank, de Fed, begon in september 2024 al met het verlagen van de rente om de economie te ondersteunen, maar sterke economische basisfactoren wijzen eerder op een zachte landing van de economie dan op een terugval. Wij verwachten niet dat de Fed verdere, ingrijpende renteverlagingen zal doorvoeren, aangezien een agressief versoepelingsbeleid het risico op

een tweede inflatiegolf in 2025 kan verhogen.

In Europa biedt de dalende inflatie de ECB meer ruimte voor renteverlagingen. Maar structurele onevenwichtigheden kunnen de inflatie in 2025 op een hardnekkig hoog niveau houden. Wij verwachten dat de ECB in de loop van het jaar een einde zal maken aan haar versoepelingsbeleid.

De recente renteverlagingen in de VS en Europa, samen met stimulansen in China, zullen de wereldeconomie waarschijnlijk een steuntje in de rug geven. China lijkt zijn groei-doel van 5% in 2024 echter niet te halen. Zonder verdere ingrijpende beleidsinterventies zal de Chinese groei in 2025 verder vertragen.’

Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2025?

‘De Amerikaanse economie en een deel van de eurozone bevinden zich momenteel in een sweet spot. Er is sprake van gematigde economische groei en de inflatie is gedaald naar een acceptabel niveau voor de centrale banken. Hierdoor zijn ze in de tweede helft van 2024 begonnen met het verlagen van de beleidsrentes.’

De bedreigingen voor 2025 liggen zowel aan de groei- als aan de inflatiekant. De vooruitzichten voor de Amerikaanse economie zijn gematigd en een eventuele Amerikaanse recessie zal de hele wereldeconomie raken. Indien de inflatie toch hardnekkiger blijkt dan nu wordt verwacht, zullen centrale banken het monetaire beleid minder versoepelen dan momenteel is ingeprijsd. Beide scenario's, een recessie-achtige of een stagflatoire omgeving, zullen negatief uitpakken voor de meeste risicovolle beleggingen. De huidige hoge

geopolitieke spanningen en dreigende handelconflicten kunnen katalysatoren zijn voor beide scenario's. Daarnaast blijven de hoge begrotingstekorten en de hoge schuld niveaus van Westerse landen punten van zorg.

De grootste kansen zijn te vinden op het gebied van technologische innovatie. Nieuwe doorbraken op het gebied van kunstmatige intelligentie en duurzame energie kunnen de productiviteit verhogen en nieuwe markten openen. De economische groei krijgt dan een positieve impuls, terwijl de inflatie onder controle blijft. Daarnaast kan China voor een positieve verrassing zorgen. De laatste jaren stond de Chinese economie onder druk, maar de Chinese autoriteiten hebben een omvangrijk steunpakket aangekondigd. Afhankelijk van de omvang en de implementatie kan China een positieve factor voor de wereldeconomie worden in 2025.’



‘China kan een positieve factor voor de wereldeconomie worden in 2025.’



Jacob Vijverberg

Head of Asset Allocation, Aegon Asset Management

‘Al met al verwachten we een dalende maar nog steeds positieve groei.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘De wereldeconomie gaat een onzekere periode tegemoet. Geopolitieke strijd, handelsbeperkingen, maar ook snelle technologische ontwikkelingen hebben een moeilijk te voorspellen impact. We verwachten dat de drie grote economieën, de VS, de EU en China, een verschillende economische ontwikkeling zullen doormaken.

De VS heeft een relatief gunstige uitgangspositie door technologische suprematie, relatief gunstige demografische ontwikkelingen en onafhankelijkheid van energie-importen. Met de verkiezing van Donald Trump is het waarschijnlijk dat verdere handelsbeperkingen worden ingevoerd, die in principe de inflatie verhogen en negatief zijn voor economische groei. Al met al verwachten we een dalende maar nog steeds positieve groei. De Fed kan de rente verder verlagen, maar zal dit slechts beperkt doen in 2025 aangezien de inflatie wederom zou kunnen versnellen. Europa komt uit een periode van stagnatie. Die werd veroorzaakt door de energiecrisis en

de lage productiviteitsgroei. Door de hogere looninflatie, een sterke arbeidsmarkt en de dalende prijsinflatie zullen consumenten meer te besteden hebben in 2025, wat de groei tijdelijk ondersteunt. Dit gaat echter gepaard met enkele grote economische risico's, zoals verdere handelsbeperkingen, de oorlog in Oekraïne, lage productiviteitsgroei en grote afhankelijkheden in essentiële importen. We verwachten dat de ECB de rente kan verlagen tot ongeveer 2% in de zomer van 2025.

Verdere handelsbeperkingen met de VS zullen de kwakkelende Chinese economie verder onder druk zetten. Ook het restrictieve beleid van de Chinese overheid heeft innovatie en ondernemerschap afgeremd. We verwachten dat de Chinese economische groei de komende jaren zal dalen. Ook zorgt de hoge industriële overcapaciteit voor een lage inflatie. Wel is de Chinese overheid zeer strategisch in het stimuleren van de energiesector, om minder afhankelijk te worden van energie-importen, en in het stimuleren van geavanceerde industrie. Op termijn zal dit zijn vruchten afwerpen.’

Claus Fintzen

Chief Investment Officer, Infrastructure Debt, Allianz Global Investors

What are the main opportunities and threats for 2025?

‘The need for infrastructure investment is huge – and pressing. To stay competitive, the EU needs to invest € 750-800 billion a year in areas such as digital transformation, the energy transition and defence, according to a recent report by Mario Draghi, former ECB President.

Many new governments have come to power and delivering much-needed infrastructure projects will be on their policy agenda. However, with budget deficits growing, they have limited funding available. Investments won't happen without private capital, opening a window of opportunity for investors with a long-term investment horizon.

We expect more transactions and fund-

raising in 2025 as investors feel comfortable with recent performance delivered in a more volatile environment. And volatility – also against the backdrop of geopolitical risks – will remain.

Many huge projects, such as the modernisation of roads, public transport, the build-out of data centres, social infrastructure and those related to the energy transition, require financing. All these projects need investors with a proven track record that should lead to new and attractive investment opportunities in a rebalancing market environment.

Investing in infrastructure in 2025 means investing in the future drivers of economic and financial performance. For investors, this can present an opportunity to achieve stable returns and portfolio diversification.’



‘The need for infrastructure investment is huge – and pressing.’



Han Dieperink

Chief Investment Officer, Auréus

‘Reken op jaren met een bovengemiddeld rendement op aandelen.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘De laatste jaren is de performance van de Magnificent Seven bepalend geweest voor het wereldwijde rendement op aandelen. Dankzij een aantrekkende economische cyclus zal de aandelenmarkt in 2025 verbreden en versnellen. Na het aantreden van Donald Trump krijgt de Amerikaanse economie extra impulsen via lagere belastingen en deregulering. Buiten de Verenigde Staten is zijn invloed zo mogelijk nog groter. Daardoor verdwijnen geopolitieke risico's naar de achtergrond. Ook China en, na de Duitse verkiezingen, zelfs Europa blijven stimuleren. Hierdoor zal er meer belangstelling komen voor beleggen buiten de grote techbedrijven, zelfs buiten de Verenigde Staten.’

Beleggers met hoogtevrees hebben meerdere alternatieven naast beleggen in aandelen. Private markten profiteren van gestaag dalende beleidsrentes, meer fusies en over-

names, terugtrekkende commerciële banken, hoge investeringen in infrastructuur en het begin van een nieuwe vastgoedcyclus. Voor obligaties is het beeld minder optimistisch, omdat reële rentes en inflatieverwachtingen nog altijd te laag zijn en ook kredietopslagen over het algemeen onvoldoende vergoeding bieden voor de risico's.

De huidige omgeving is vergelijkbaar met die van de ‘roaring twenties’ en het opblazen van de dotcomzeepbel in de jaren negentig. De impact van kunstmatige intelligentie is groter dan de komst van de PC, het internet of de iPhone. Het zorgt voor bovengemiddelde economische groei en drukt tegelijkertijd de inflatie door de sterke productiviteitsontwikkeling. Reken op jaren met een bovengemiddeld rendement op aandelen en benedengemiddelde rendementen op obligaties. Private markten zijn er voor wie diversificatie zoekt. Cryptovaluta wordt steeds meer onderdeel van beleggingsportefeuilles.’

Chris Iggo

Chief Investment Officer, Core Investments, AXA Investment Managers

What are the main opportunities and threats for 2025?

‘The election of Donald Trump as US President creates uncertainties for investors. Expected policies challenge the ‘soft landing’ scenario, meaning potentially higher inflation and interest rates. There is also likely to be upward pressure on the dollar, especially against the euro, given that the path of interest rates between the US and Europe might diverge. More volatility in US interest rates is likely, which will challenge fixed income portfolios. Yields are likely to be higher in the US than in Europe and fundamentals for corporate fixed income remain solid. As such, returns in US bond markets should, on balance, be higher but more volatile. The US high yield market, with yields close to 8%, should remain an attractive asset class.’

US policies should benefit the US economy and, therefore, US equities. Lower taxes

and regulation might help performance of small caps and allow performance to be broader than the technology dominated returns seen over the last year. Equity investors in the US also need to assess the impact of higher bond yields and potential changes to policies like the Inflation Reduction Act.

Europe and the rest of the world will face higher US import tariffs. These are negative for growth. The ECB will need to cut rates aggressively. This suggests looking for opportunities in more domestic facing businesses in Europe. Credit and high yield should continue to be underpinned by solid financial performance and lower interest rates. Further afield, the focus will be on how China adapts and responds to increased US tariffs on Chinese goods. A substantial fiscal stimulus in China will provide some offset to US actions, again benefitting companies focused on domestic demand.’



‘The path of interest rates between the US and Europe might diverge.’



Roelof Salomons

Chief Investment Strategist, BlackRock

‘Ons basis-scenario gaat uit van hogere inflaties en rentes dan nu de consensus is.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘Economie gaat over vraag en aanbod. Over schaarste. En over de prijs die we daarop plakken. De meeste beleggers zijn opgegroeid in tijden dat aanbod geen probleem was. Analisten keken vooral naar de vraagzijde van de economie. Een inschatting van de economische cyclus was vaak voldoende om te weten waar te beleggen. Die tijden zijn voorbij.’

Net als in de afgelopen jaren krijgen we te maken met veranderingen in structurele trends (zoals demografie, deglobalisering en digitalisering). Schokken zullen vooral de aanbodzijde van de economie raken. De mate waarin ze doorwerken, de interactie met de vraagzijde en de reactie van beleidsmakers bepalen in welk scenario we zitten en hoe beleggers moeten beleggen. Alleen door een cyclische bril beleggen, volstaat niet.

Ons basisscenario gaat uit van hogere inflaties en rentes dan nu de consensus is. Dat is vooral in de VS, waar de economie sterk blijft. Cruciaal zijn de investeringen in technologie. Die zijn op de korte termijn weliswaar inflatoir, maar op de lange termijn overheerst de hoop dat het de productiviteit stuwt. Ondanks de hoge waarderingen zullen Amerikaanse aandelen het beter blijven doen dan Europese. Geopolitieke fragmentatie zal ook niet de katalysator zijn om het waarderingsverschil te doen krimpen. Opkomende markten zullen eerder profiteren van veranderingen in supply chains. Binnen obligaties houden we een voorkeur voor Europa, waar groei achterblijft en rentes verder omlaag kunnen en moeten. Met de huidige lage kredietvergoeding zijn bedrijfsobligaties alleen aantrekkelijk voor de coupon. Koerswinst zal beperkt zijn en wij prefereren kortlopend schuld papier of exposure naar private markten waar actief risico meer beloond wordt.’

Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

What are the main opportunities and threats for 2025?

‘Equity markets, and US equities in particular, have reacted positively to the larger-than-expected victory by Donald Trump in the US presidential election. These gains reflect higher expected earnings and inflation as a result of deregulation, M&A activity, and potential fiscal stimulus. We are currently overweight US equities in our multi-asset portfolios. One should recall that US equities outperformed non-US equities during the first Trump presidency (until the start of the Covid pandemic).

The risk is that the acceleration in US growth goes too far. Already, US growth and inflation had not been declining in line with the ‘soft landing’ view many held before the election. US GDP growth was 2.8% in the third quarter, more or less than same as in the prior quarter, and core

inflation was steady at 2.7% in the most recent month. With stronger economic growth expected, how quickly inflation will return to the US Federal Reserve’s target level is an open question. While the Fed reduced the policy rate at its last meeting by 25bp, and the markets expect them to reduce it again at the next, it is unlikely the fed funds rate will fall as much next year as previously believed. As a result, 10-year Treasury yields may also remain elevated.

Future decisions by the Fed will depend on the impact on growth and inflation of policy decisions – particularly around tariffs, immigration and tax cuts – of the incoming administration. While much was said during the campaign, it is only once details are known, and measures actually passed by Congress when needed, that the Fed can begin to assess the consequences.’



‘The risk is that the acceleration in US growth goes too far.’



Frédéric Leroux

Head of Cross Asset, Fund Manager, Carmignac

‘We must hope for a ‘Whatever It Takes 2.0’ for Europe.’

What is the economic outlook for 2025?

‘Donald Trump’s election is a major factor. The implementation of his economic program (lower taxes, deregulation, higher tariffs, massive cuts in immigration, ‘streamlining’ of the administration) will initially be favorable to American growth and rising prices. China will have to find alternatives to its exports to the United States by boosting domestic consumption and stepping up its trade effort with its partners in the Global South. This is not a foregone conclusion. In this global context, Europe seems alone and helpless in the face of the American and Chinese economic fighters.

The question of inflation will be specifically American. The pursuit of growth at all costs in the United States will slow down

the reduction in key rates and raise the general level of interest rates, contributing to a strong dollar. Only a sharp downward correction in US equities and real estate would be capable of producing a recession in the US, via a negative wealth effect.

This strong dollar will not help emerging countries, which will be constrained in their monetary policy but will not suffer from inflationary pressures. Caught between the possibility of increased protectionism, its inability to reform and its high energy costs, Europe is not in a strong position at a time when inflation is catching up with wages. We must not underestimate the reform of the American administration that Elon Musk is bringing about, and hope for a ‘Whatever It Takes 2.0’ for Europe.’

Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2025?

‘Te beginnen met bedreigingen: de lijst is lang. Allereerst is al enkele jaren sprake van toegenomen geopolitieke risico’s, met oorlogen in Oekraïne en het Midden-Oosten, toenemende spanning tussen de VS en China, en, mede als gevolg daarvan, een trend van fragmentatie. Ook klimaatverandering blijft een risico, en, zoals het IMF aangeeft, zal dat tezamen met fragmentatie resulteren in meer volatiliteit, de-globalisering, hogere inflatie en lagere economische groei. Ook de verkiezing van Donald Trump als president van de VS zorgt voor meer onzekerheid en risico’s, onder andere voor de NAVO. Andere risico’s voor beleggers zijn de oplopende staatsschulden en de hoge waarderingen in de aandelenmarkt.

Op veel gebieden is sprake van records: aandelenkoersen en huizenprijzen hebben ‘all-time highs’ bereikt, spreads zijn historisch laag, en staatsschulden zijn his-

torisch hoog. In een omgeving van hoge rentes en geopolitieke risico’s resulteert dat in ‘hoogtevrees’.

Wat betreft kansen scoren commodities en met name catastrofe-obligaties dit jaar wederom goed in ons ‘Capital Market Assumptions’-model. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spread-producten en staatsobligaties is kleiner geworden als gevolg van de afgenomen spreads. De verwachte rendementen voor staatsobligaties zijn iets gedaald, evenals die voor aandelen. Voor zowel aandelen als voor risicovolle obligaties geldt dat categorieën gekoppeld aan opkomende markten beter scoren dan die gekoppeld aan ontwikkelde markten voor wat betreft de risico-rendementsratio. Aanvullende argumenten voor het beleggen in aandelen opkomende markten zijn de stimuleringsplannen van de Chinese overheid, en de gedaalde correlatie tussen aandelen ontwikkelde markten en aandelen opkomende markten.’



‘Records op allerlei vlakken resulteren in ‘hoogtevrees’.



Edward Markus

Founder & Chief Analyst, ECR Research

‘De dollar zal voorlopig sterk blijven.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘Waarschijnlijk zal de Amerikaanse economie volgend jaar met circa 2% blijven groeien. Dat wil zeggen, de neiging zal zijn om harder te groeien als gevolg van de nog altijd ruime monetaire omstandigheden en het grote overheidstekort. Daar komen waarschijnlijk nog eens belastingverlagingen en hulp voor Amerikaanse bedrijven door de invoering van importtarieven bij. De Fed kan echter een groei boven de 2% niet toestaan, omdat anders de inflatie gaat oplopen (tenzij Artificial Intelligence voor een veel hogere productiviteitsverhoging gaat zorgen, maar de meeste experts zien dit voorlopig niet gebeuren). Dit al helemaal tegen de achtergrond van inflatieverhogende importtarieven en de vermindering van immigratie, alsmede de uitzetting van illegalen. De kortetermijnrentes in de VS

zien we hierdoor maar weinig verder verlaagd worden en de langetermijnrentes zien we zelfs verder stijgen.

In Europa groeit de economie zeer langzaam, met circa 1%, hetgeen de ECB er waarschijnlijk toe zal dwingen de rente vrij snel verder te verlagen naar circa 1,75%. De langetermijnrentes zien we daarbij niet al te veel veranderen, omdat die ook enigszins mee omhoog gezogen worden door de stijgende langetermijnrentes in de VS. Dit betekent dat de dollar voorlopig sterk blijft. Temeer daar Europa het zeer moeilijk zal krijgen met de noodzaak om veel meer aan defensie uit te geven en om de Oekraïne voor ondergang te behoeden. Ook gaat de geopolitieke en economische strijd voorlopig vooral om de ontwikkeling van de moderne technologie, waarin Europa geen grote rol speelt.’

Marco Wilner

Co-Head of Dynamic Asset Allocation, Multi-Asset Solutions, Goldman Sachs Asset Management



‘Overall, it’s important to remain vigilant and flexible.’

What are the main opportunities and threats for 2025?

‘The US elections are providing fresh impetus for financial markets. In the ongoing transition period, there is still uncertainty about new policies, for instance in the area of trade, immigration, taxes and spending. The appointments of the new US administration and clarity on the upcoming agenda will be a key factor going forward. The statements in the days after the election point in the direction of additional stimulus, which should support stocks assets in the next year.

Beyond fiscal policies, opportunities arise from further interest rate reductions. The dialing back of restrictive monetary policy presents opportunities in equities and bonds. Investors may benefit from sustained earnings growth in the stock market, while bonds could fulfil their strategic role as a source of income and diversification, especially given the return

of a negative equity-bond correlation. Additionally, the resilience of US consumers and strong corporate balance sheets provide support for market stability. We believe active investment strategies, effective diversification, and strong risk management can help investors navigate the path ahead.

Threats, however, remain significant. A bigger slowdown in US employment or steeper declines in consumer spending could pose a threat to our soft-landing scenario. Policy uncertainty could heighten market volatility, while global trade tensions look likely to stay elevated. Political uncertainty in Europe and ongoing economic challenges in China also pose risks. Overall, it’s important to remain vigilant and flexible, favoring strategies that can enhance portfolios’ resilience, while being nimble enough to capture opportunities as conditions change.’



Edin Mujagić

Econoom, Fondsbeheerder, Hoofbosch

‘De Amerikaanse economie zal die van de eurozone verder achter zich laten.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘Net als 2024, en daarvoor 2023, zal 2025 het jaar zijn waarin de Amerikaanse economie die van de eurozone verder achter zich zal laten. De arbeidsproductiviteit in de VS neemt aanmerkelijk sneller toe dan in de eurozone, vooral omdat in de VS nieuwe technologieën efficiënter bedacht en ingezet kunnen worden. Verhoging van de arbeidsproductiviteit is een zeer belangrijke bron van groei. Daarnaast is de VS zelfvoorzienend op het gebied van energie en hebben ze mede daardoor minder last van oorlogen en spanningen in de wereld. De bevolking is er ook jonger, wat inhoudt dat de vergrijzing in mindere mate de groei afremt dan in veel eurolanden. Amerikaanse bedrijven gaan daarnaast ook aanmerkelijk

minder gebukt onder allerlei regels, zoals op het gebied van klimaatbeleid. In 2025 kan dat zelfs nog minder worden. Daarnaast jaagt de Amerikaanse overheid via uitbundige bestedingen de economie aan, een kracht die in 2025 nog sterker lijkt te worden dan dit jaar. Kijken we namelijk naar de plannen van de nieuwe president, dan lijkt het begrotingstekort nog hoger uit te pakken. Op de lange termijn kan dit een struikelblok vormen voor de economie, bijvoorbeeld door hogere rentes en mogelijk ook door opwaartse druk op de inflatie. De kans dat dit in 2025 zal gebeuren, lijkt echter zeer klein. Bovendien zou een snellere groei van de arbeidsproductiviteit een eventuele neerwaartse druk op de groei (deels) neutraliseren.’

Bob Homan

Chief Investment Officer, ING Investment Office

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘De grote centrale banken zijn in 2024 begonnen met het verlagen van de rente en we denken dat ze hier in 2025 mee doorgaan. Bij de huidige, teruggevallen inflatie is het beleid nog zo verkrappend, dat hier voldoende ruimte voor is. Dit betekent niet dat we ook verwachten dat de wat langere kapitaalmarktrentes meedalen. Integendeel. Weliswaar worden korte rentes verlaagd, maar tegelijkertijd verkopen centrale banken langer lopende obligaties (‘quantitative tightening’) en is er ook aanbod van obligaties door de forse overheidstekorten die gefinancierd moeten worden. Daarnaast zal het verwachte beleid van de regering-Trump de inflatie aanwakkeren door importheffingen en immigratiebeperkingen. Geen lagere kapitaalmarktrentes in de VS dus, en aangezien deze ook de rentes elders sterk beïnvloeden, verwachten we ook in Europa iets hogere kapitaalmarktrentes. Geen koerswinst voor staatsobligaties dus. Maar op de huidige niveaus vinden we het effectieve rendement wel aantrekkelijk.

Wat betreft economische groei blijft het beeld in onze ogen vergelijkbaar met dit jaar: redelijk gezonde groei in de VS en doormodderen in Europa. De groei van de Chinese economie zal naar verwachting net geen 5% bedragen. Op wereldniveau betekent dit een groei van een procent of drie, wat historisch gezien niet veel is, maar wel stabiel in vergelijking met de voorgaande jaren.

Toch verwachten we winstgroei voor bedrijven. We verwachten zelfs een versnelling, omdat de vergelijkingsbasis makkelijker is geworden. De winstgroei werd dit jaar slechts gedreven door een handjevol bedrijven, vooral uit de IT-sector (de Magnificent 7), terwijl bij veel andere bedrijven de winst nauwelijks groeide of zelfs terugviel. Met iets oplopende kapitaalmarktrentes, waaronder die – vooral in de VS – vrij hoog zijn, en risicopremies die flink zijn gedaald, verwachten we dat het rendement op de wereldwijde aandelenmarkten zal achterblijven bij de gemiddelde winstgroei-verwachting voor wereldwijde aandelen van 12%.



‘Redelijk gezonde groei in de VS en doormodderen in Europa.’



Sabrina Denis

Senior Portfolio Strategist, Janus Henderson Investors

'A 'soft landing' for the economy is becoming more plausible.'

What are the main opportunities and threats for 2025?

'Looking towards 2025, the economic landscape presents both opportunities and threats, shaped by a mix of monetary policies, global economic trends, and geopolitical dynamics. A 'soft landing' for the economy is becoming more plausible, buoyed by global rate cuts, stimulus measures from China, and a rebound in US economic indicators.

For equities, the environment suggests a shift towards small- and mid-cap stocks in the US and emerging markets, particularly China, as they stand to benefit more directly from rate cuts and economic stimuli. This shift is underpinned by the potential for broader earnings growth outside the US large-cap segment, offering a more attractive risk-reward profile in a cautiously optimistic global economic outlook.

In fixed income, the current rate environment presents a nuanced picture: the onset of a rate-cutting cycle and a stable economic backdrop support tighter spread, offering attractive opportunities, especially in securitized assets that provide a margin of safety compared to corporates. However, the economic strength also poses a challenge by putting upward pressure on yields, particularly the 10-year yields, necessitating a careful selection within fixed income investments to balance yield and risk.

The overall positive outlook is tempered by the need for late-cycle caution. As such, the main opportunities lie in the potential for growth in specific equity and fixed income sectors, supported by monetary easing and economic stability. Conversely, the primary threats include the potential for economic slowdown, labour market challenges, and geopolitical risks.'

Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

'Wij werken met scenario's. Ons basis-scenario is – al jaren – dat de wereldeconomie het hoofd boven water houdt: geen mondiale recessie of harde landing, ondanks de krachtige tegenwinden van de inflatie-explosie, koopkrachtcrisis en felle afremming van centrale banken. Dit jaar zijn die tegenwinden bovendien aan het afnemen: de inflatie normaliseert, de koopkracht herstelt en centrale banken verlagen de rente. Zo ontpopt zich inderdaad een zachte landing.

Voor 2025 blijft dit ons basisscenario. Groei, inflatie en centrale bank rentes tenderen naar trend-, doel- en neutrale niveaus. Geen spectaculair, maar wel een gematigd positief beeld. De risicoscenario's voor 2025 zijn deels een erfenis van de afgelopen jaren. Hoewel de prijsstijging is genormaliseerd, ligt het prijspeil nu circa 20% hoger dan in 2019. Dit leidt tot veel

maatschappelijke onvrede en voedt de ruk naar populisme en nationalisme. En dat kan weer tot meer geopolitieke spanning leiden. Deze risico's zijn vervat in (Geopolitieke) Disruptie: een scenario dat tot stagflatie leidt. De herverkiezing van Donald Trump past in dit scenario. Dat het een red sweep werd, verhoogt de kans op dit scenario.

De economische effecten van veel Trump-beleid zijn te vergelijken met die van de pandemie en de Oekraïne-oorlog. Dat waren aanbodschokken. Trump's voorgenomen importtarieven en plannen voor de uitzetting van migranten zijn dat feitelijk ook. En aanbodschokken zijn stagflatoir.

Of we dit in 2025 al in volle hevigheid zien, hangt af van de opbouw en timing van Trump's beleidsagenda. Vooralsnog zien we stagflatie als risico. Een toegenomen risico, dat wel.'



'Ons basis-scenario is – al jaren – dat de wereldeconomie het hoofd boven water houdt.'



Siegfried Kok

Senior Portfolio Manager, OBAM

‘Het zal wederom een volatiel jaar worden voor aandelenmarkten.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2025?

‘Met Trump 2.0 is één ding zeker: het zal wederom een volatiel jaar worden voor aandelenmarkten. De thema's inflatie, het (rente)beleid van de centrale banken en de opkomst van Artificial Intelligence (AI) waren de afgelopen jaren dominant. De Magnificent 7-bedrijven trokken daarbij de beurs in de VS omhoog.

De focus van de markt zou in 2025 wel eens kunnen gaan verschuiven naar wat de economische en geopolitieke effecten van Trump 2.0 gaan brengen. Vanuit macro-economisch perspectief valt hierbij te denken aan het nu al grote begrotingstekort en de schuldenberg in de VS. De (lange) kapitaalmarktrente zou hierdoor op een hoger niveau kunnen blijven, mogelijk ook omdat het beleid van Donald Trump inflatoir kan gaan werken door onder andere importtarieven. Een potentieel sterkere Amerikaanse dollar en de genoemde importtarieven zouden negatief kunnen zijn voor (exporterende) opkomende markten.

Anderzijds zijn er ook verschillende positieve effecten te bedenken, zoals een lagere belastingvoet, minder wet- en regelgeving, en het beleid van Trump is over het algemeen pro-business. Sectoren als financiële instellingen en industriële bedrijven op het gebied van automatisering en elektrificatie (als gevolg van reshoring) kunnen profiteren. Er zal ook een hernieuwde focus gaan komen op bedrijven met prijskracht wanneer er wederom inflatiedruk ontstaat op basis van importtarieven.

Wel verwachten we dat de ontwikkelingen rondom AI een belangrijk thema blijven. Steeds meer bedrijven zullen hier in toenemende mate van gaan profiteren op het gebied van efficiency en productiviteit. In het bijzondere geval dat Trump ook de huidige geopolitieke spanningen weet op te lossen, zou Trump 2.0 voor een positief sentiment op aandelenmarkten kunnen zorgen.’

Emile Cardon

Senior Investment Strategist, PGGM

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2025?

‘De overwinning van Donald Trump kan tot grote veranderingen leiden. Op de korte termijn kunnen de effecten positief zijn voor de Amerikaanse economie, doordat de kans op budgettaire stimulering is toegenomen, wat (beursgenoteerde) bedrijven en consumenten kan ondersteunen. Dit brengt echter ook het risico met zich mee dat de inflatie weer zal toenemen, waardoor de Amerikaanse centrale bank de rente mogelijk niet zo ver zal verlagen als eerder was gedacht. Daarnaast zien

we op geopolitiek vlak risico's. Trumps voornemen om de handelstarieven te verhogen, kunnen zowel de VS zelf als de rest van de wereldeconomie schaden. Economieën als Mexico, China en de eurozone kunnen hierdoor geraakt worden. De situatie in Duitsland baart ons in dit opzicht zorgen. De economische groei ligt al tijden vlak bij het nulpunt, mede door de problemen in de autosector – één van de sectoren die mogelijk hard geraakt wordt door handelstarieven. Ten slotte kan de Amerikaanse groei door een streng migratiebeleid op termijn lager uitvallen.’



‘De overwinning van Donald Trump kan tot grote veranderingen leiden.’



Robert Tipp

Chief Investment Strategist, PGIM Fixed Income

‘De bullmarkt in obligaties is nog lang niet voorbij.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen in 2025?

‘Nu de korte rentes dalen, neemt de zoektocht naar rendement toe en gaat de bullmarkt in obligaties een nieuwe fase in. Door de renteverlagingen van centrale banken staat de aantrekkingskracht van ‘cash’ stevig onder druk. Beleggers worden gestimuleerd om hun heil verderop in de rentecurve te zoeken, oftewel vastrentende beleggingen te kopen met een langere looptijd. Tegelijkertijd houden de zorgen over hoge aandelenwaarderingen aan.

Obligatiefondsen zien als gevolg van deze ontwikkelingen op de geld- en aandelenmarkt een sterke instroom. Deze kan toenemen als het rendement op cash verder daalt en beleggers harder op zoek gaan naar meer rendement. Op de kapitaalmarktrentes oefent die instroom een neer-

waartse druk uit, terwijl spreads dicht in de buurt van hun historisch lage niveaus kunnen blijven.

Ondertussen hebben de Amerikaanse obligatiemarkten zich aangepast aan de sterker dan verwachte economische data sinds de bijeenkomst van de Federal Reserve in september. Mogelijk zijn die data nu in de koersen verwerkt, waardoor yields op een aantrekkelijk niveau zijn beland.

Het komt er dus op neer dat de bullmarkt in obligaties nog lang niet voorbij is. Enige consolidatie op korte termijn is mogelijk. Maar over het geheel genomen blijven de vooruitzichten voor vastrentende waarden op de lange termijn gunstig, dankzij yields en spreads die binnen een bepaalde breedte zullen bewegen of op het punt staan te dalen vanaf de huidige niveaus.’

Ralph Wessels

Chief Investment Strategist, ABN AMRO

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘Wij zijn voorzichtig optimistisch voor 2025, maar zullen gedurende het jaar waakzaam blijven. Onze economen verwachten dat de start van 2025 goed uitpakt voor de wereld-economie, maar dat Trump's handelsoorlog in de loop van het jaar voor tegenwind zal zorgen. Desondanks blijft de VS de kar trekken. Europa en China lijken het dieptepunt achter zich te laten, waarbij de Chinese overheid mondjesmaat zal blijven stimuleren. De meeste risico's zijn er voor Europa, waar het groeimomentum afneemt. Onze verwachting is dat het beleid van centrale banken gaat divergeren. De Fed moet oplopende inflatie bestrijden en kan minder snel zijn beleidsrente verlagen, terwijl de ECB de economie juist moet ondersteunen met lagere rentes.

Als gevolg hiervan blijven we vooralsnog licht overwogen in zowel aandelen als

obligaties. De winstgroei-ervachtingen zijn redelijk, terwijl margeverbetering nog mogelijk is als Trump de belastingen gaat verlagen en voor minder regels zorgt. De waardering is echter wel een punt van aandacht. Qua regio's ligt de voorkeur bij de VS, met een neutrale visie op opkomende markten en een onderwogen oordeel op Europa. Bij obligaties blijft onze voorkeur uitgaan naar kwaliteit ten opzichte van hoger risico. High yield en EMD zijn ook duur.

Gedurende het jaar zullen beleggers wel alert moeten blijven vanwege de onduidelijkheid over Trump's plannen. Wij gaan uit van een geleidelijke ophoging van de tarieven vanaf het tweede kwartaal. Voor Europa zijn hier nog wel mogelijkheden als het een uitzonderingspositie kan uitonderhandelen. Andere risico's zijn geopolitieke spanningen en toenemende inflatie door verhoogde importtarieven.’



‘Goedgemutst van start, maar wees alert.’



Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg,
Van Lanschot Kempen Investment Management

‘We voorzien geen uitbundige groei.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2025?

‘Voor 2025 voorzien we een groeiende wereldeconomie. Dalende inflatie en renteverlagingen door centrale banken zijn positief. De VS stevenen af op een zachte landing, waarbij de inflatie daalt terwijl de economie doorgroeit. In Europa heeft vooral de consument ruimte om meer te besteden. We voorzien geen uitbundige groei. In de VS zit de economie dicht tegen haar grenzen aan en in Europa zullen overheden per saldo bezuinigen. We denken dat de Chinese overheid de economie zal weten te stabiliseren, maar voorzien geen fiscale groei-impuls. We zien kansen in aandelen, waarbij rendementen meer zullen worden gedreven door winstgroei en minder door hogere waarderingen dan in 2024 het geval was. We denken dat staatsobligaties de vooruitzichten van renteverlagingen door centrale banken redelijk verdisconteren. Het rendement zal dan ook vooral moeten

komen van de couponrendementen. We vinden risico-opslagen vooral laag bij Amerikaanse investment grade bedrijfsobligaties en high yield-bedrijfsobligaties in het algemeen. Binnen obligaties hebben we een relatieve voorkeur voor Europese investment grade-bedrijfsobligaties en in iets mindere mate voor obligaties uit opkomende markten.

Politiek risico komt vooral vanuit de VS. Belastingverlagingen door de nieuwe regering kunnen een inflatoir effect hebben. Dit is negatief voor obligaties, maar kan ook dure Amerikaanse aandelen parten spelen. Voor aandelen uit Europa en opkomende markten vormen vooral hogere Amerikaanse invoertarieven een risico. Waarbij aangetekend dat Europa beter voorbereid is op een agressieve Amerikaanse handelspolitiek en wellicht door onderhandelingen een handelsoorlog zal weten te voorkomen.’

Peter van der Welle

Multi-assetstrateeg, Robeco

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2025?

‘Wij verwachten opnieuw een uitdagend jaar voor de wereldeconomie, gekenmerkt door tegenstrijdige signalen en een complexe dynamiek. Volgens ons basisscenario zwakt de Amerikaanse groei in 2025 af als gevolg van een afkoelende consumptie en hogere tarieven. Andere regio's – met name Europa en China – klimmen uit het dal, maar staan daarbij wel voortdurend onder druk.

Wel is er het risico op wereldwijde stagflatoire druk door escalerende handelstarieven, geopolitieke spanningen en hoge militaire uitgaven. Een stagflatoire omslag kan een krachtige tegenstroom blijken te zijn in een verder veerkrachtige Amerikaanse economie. Dit onderstreept de noodzaak van flexibiliteit in multi-assetallocatie.

We voorzien dat Amerikaanse aandelen hun stijging voortzetten, waarbij de waarderingen van de S&P 500 hoog zijn na een

jaar van sterke performance. Het markt-sentiment kan echter abrupt omslaan als de macro-economische narratieven veranderen, wat het belang benadrukt van gediversifieerd en dynamisch portefeuillebeheer. Voorzichtigheid is geboden voor high yield-obligaties, waar de spreads krap zijn, terwijl investment grade-credits in euro's aantrekkelijker lijken dan hun Amerikaanse tegenhangers.

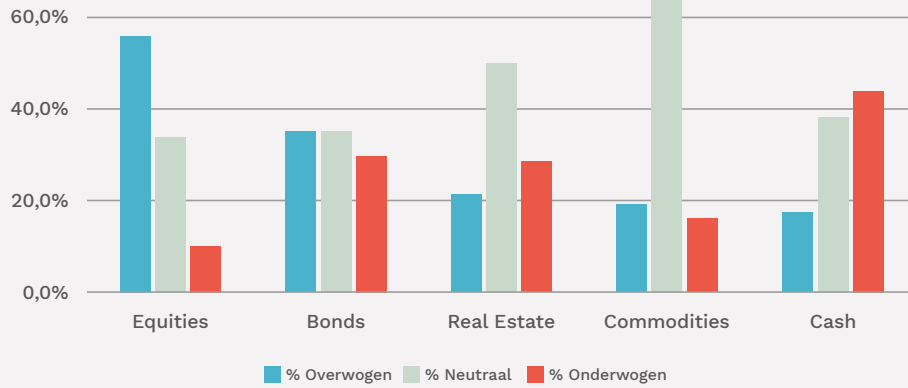
Vooruitkijkend verwachten we dat veranderende macrocijfers, het Amerikaanse handelsbeleid en de wereldwijde liquiditeit allemaal van invloed zijn op het rendement van de beleggingscategorieën in 2025.

De aanhoudende economische uitdagingen kunnen ervoor zorgen dat sommige bedrijven en beleggers op de korte termijn minder belang hechten aan duurzaamheid. Het algemene traject naar decarbonisatie blijft echter intact. We verwachten dat het momentum in de richting van wereldwijde duurzaamheidsdoelen ook na 2025 aanhoudt.’



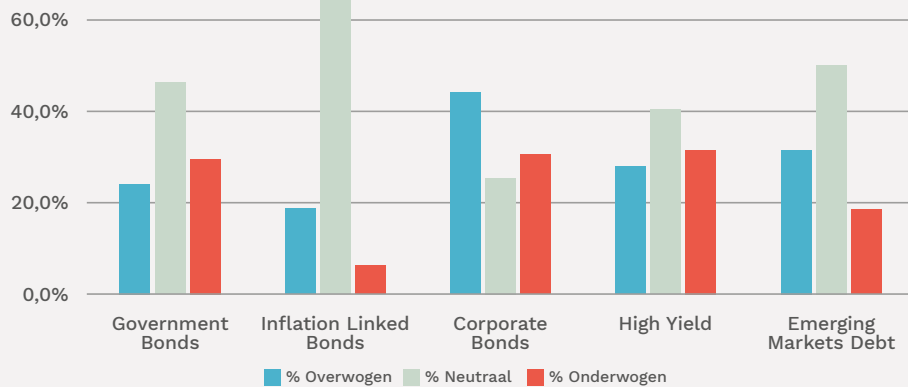
‘Volgens ons basisscenario zwakt de Amerikaanse groei in 2025 af.’

FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 30/11/2024



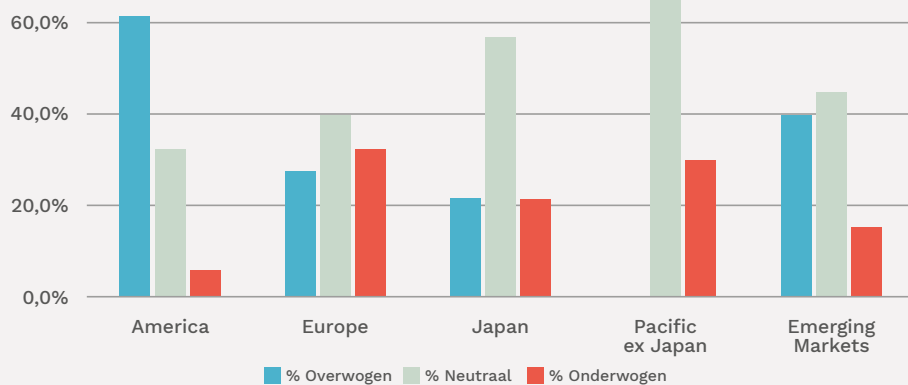
Bron: Alpha Research

FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 30/11/2024



Bron: Alpha Research

FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 30/11/2024



Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

22 visies van 22 beleggingsexperts, en dan ook nog eens de consensus-oordelen van 70 asset managers over de relatieve aantrekkelijkheid van verschillende asset classes... Is daar nog een rode draad in te ontdekken? Welnu, er blijkt behoorlijke overeenstemming over bepaalde zaken. Maar er bestaan zeker ook tegengestelde verwachtingen.

Wat opvalt is de algehele gematigd positieve verwachting voor de economische groei en voor de aandelenmarkten, en de inschatting dat regionale verschillen prominent zullen zijn. De VS laat naar verwachting de sterkste groei zien en Europa blijft achter. Maar over andere markten is minder overeenstemming. De een is positief gestemd over opkomende landen, terwijl de ander de regio liever links laat liggen. China in het bijzonder is voer voor controverse. Diverse experts verwachten een positieve impuls van de aangekondigde steunmaatregelen door de Chinese overheid. Anderen vermoeden dat Trump's aangekondigde handelsbeperkingen de kwakkelende Chinese economie verder onder druk zullen zetten en dat het land voorlopig moet worden gemedan.

Over de renteverwachtingen heerst een zekere consensus: er liggen verdere renteverlagingen in het verschiet. Meerdere experts verwachten evenwel dat het rentebeleid van de Fed en de ECB zal divergeren. In de VS zal de rente minder snel dalen dan in Europa, onder druk van de dreiging van hogere inflatie. Voor de langetermijnrentes is het beeld minder eensgezind. Waar maar liefst vijf deskundigen anticiperen op hogere kapitaalmarktrentes, verwachten vier deskundigen een daling of een stabiel

niveau. Onze specialisten gaan niet expliciet in op regio's, maar mogelijk hebben ze ook hier regionale verschillen voor ogen.

De vooruitzichten voor de rente vertalen zich in een prognose voor fixed income. Ook hier is het beeld redelijk eensgezind. Velen zien kansen in vastrentende waarden, vanwege de neerwaartse druk op de rente. Een enkeling spreekt zelfs van een 'nieuwe fase voor de bullmarkt in obligaties'. Qua subcategorieën is het beeld echter veel minder homogeen. Waar de een staatsobligaties roemt, mijdt de ander die liever. Voor EMD en high yield en zelfs bedrijfsobligaties geldt hetzelfde. De verdeeldheid is opvallend.

Kijkend naar andere asset classes, strooien diverse experts met wat zij als de pareltjes zien: small caps, mid caps, private markets, grondstoffen, catastrofe-obligaties. Maar het zijn uiteindelijk vooral Amerikaanse aandelen waar de meeste consensus over bestaat, én de technologiesector.

Daar moet u het als lezer mee doen. Hoewel... voorspellingen van beleggingsdeskundigen zouden geen voorspellingen zijn als ze niet flink worden omkleed met disclaimers. En ook hier grossiert een flinke eensgezindheid. Er liggen namelijk nogal wat risico's op de loer volgens de experts, die alle verwachtingen flink onder druk kunnen zetten: handelsconflictdreiging, geopolitieke spanningen en een hogere inflatie dan gedacht.

En dus is het devies, zoals één expert het bondig uitdrukt, om 'waakzaam en flexibel te blijven'.

Kosteneffectiviteit is stok achter de deur voor Big Pharma

Health Economics is een relatief jong vakgebied binnen de economische wetenschappen. Financial Investigator sprak met Maarten Postma, Professor Health Economics en tweede op de lijst van meest innovatieve economen volgens de ESB-ranking van 2023, over diverse maatschappelijk relevante gezondheidsvraagstukken en het al dan niet bestaan van ‘Big Pharma’.

Door Harry Geels

Waarom heeft u de tweede plaats in de ESB top-20 meest vernieuwende economen te danken? En wat doet een Professor Global Health Economics?

‘Het is goed om even te memoreren hoe deze ranking tot stand komt. Bij de achterliggende berekening wordt over een periode van vijf jaar gekeken of een bepaalde wetenschappelijke studie beschouwd wordt als dé standaardstudie over een bepaald onderwerp. Andere, latere studies verwijzen dan alleen nog naar deze standaardstudie en citeren niet meer alle daaraan voorafgaande studies. Secundair kan het ook om onderzoek gaan dat echt innovatief is, in de zin dat er weinig voorafgaande, vergelijkbare studies zijn geweest. Hoe minder referenties er zijn gebruikt – niet uit luiheid, maar gewoon omdat er weinig zijn – hoe vernieuwender een paper zou zijn.

Het vernieuwende in de onderzoeken die ik doe, zit hem in de relatie tussen gezondheid en economie, en dan vooral in de toepassing van economische methoden op allerlei aspecten van de gezondheidszorg. In Groningen hebben we specifiek ook nog de combinatie van Health Economics en Ontwikkelingseconomie. Het is lastig om één vernieuwend kernpunt van onze studies te benoemen. Maar als je het toch vraagt, dan is dat ‘kosteneffectiviteit’. We zien

dat het belang van kosteneffectieve beslissingen in de gezondheidszorg toeneemt, bijvoorbeeld voor het introduceren van nieuwe medicijnen, vaccins, screeningsmethoden en technologieën, en we hebben allerlei modellen ontwikkeld om die beslissingen zo goed mogelijk te nemen.

Platgeslagen moeten de directe en indirecte baten ervan groter zijn dan de kosten. Meestal zullen de kosten de directe geldbesparingen overtreffen. De vraag is dan wat de indirecte ‘gezondheidswinst’ is. De facto bepalen we de waarde van een ‘levensjaar’, waarbij we ook de kwaliteit van dat extra leven meenemen, samengevat in het magische begrip ‘quality-adjusted life year (qaly)’, die in Nederland nu rond de € 50.000 ligt. In andere landen kan die hoger of lager zijn, afhankelijk van de lokale kosten van levensonderhoud. Zo stellen we de vraag wat een eventueel nieuw medicijn per qaly kost. Als het nieuwe medicijn per gewonnen qaly bijvoorbeeld hoger is dan € 50.000, dan is het niet kosteneffectief. Daaronder wel. Eventuele besparingswinst komt bijvoorbeeld ook in de vorm van minder ziektedagen, dus meer productiviteit, als het geneesmiddel of vaccin voldoende effectief is.

Voor vaccins maken we overigens weer een net iets andere berekening. De besparingen en gezondheidswinsten van vaccins gelden immers niet alleen

‘Kosteneffectiviteit is een stukje van de puzzel. Er is ook nog een ethische afweging.’



CV

Maarten Postma

Prof. Maarten J. Postma (1960) is Hoogleraar Global Health Economics (UMCG) en Farmacoeconomie (RUG), met leerstoelen in onder andere Indonesië. Met een MSc in Econometrie en een PhD in Gezondheidseconomie leidt hij een team van 100 onderzoekers. Hij is expert in de rol van Farmacoeconomie, vooral ten aanzien van de kosteneffectiviteit van medicijnen en vaccins. Daarnaast is hij adviseur voor overheden, farmaceuten en de WHO, en lid van het Britse Joint Committee on Vaccination and Immunisation. Hij publiceerde zo'n 1.000 wetenschappelijke artikelen (H-index 100) en verwierf € 25 miljoen aan onderzoeksgelden.

voor de gevaccineerde, maar ook voor de mensen in de omgeving, omdat die dan minder risico lopen om geïnfecteerd te raken. Voor vaccins zijn onze simulatiemethodieken, vanwege deze indirecte effecten, dus ingewikkelder dan bijvoorbeeld die voor medicijnen. Om de link met ontwikkelingseconomie te maken: we passen veel van onze ontwikkelde vaccin-modellen ook daar toe en we zijn bijvoorbeeld betrokken geweest bij de recent geïnstalleerde, speciale Indonesische commissie voor technologische gezondheidstoepassingen. Deze commissie beoordeelt voor Indonesië sinds kort alle nieuwe medische hulpmiddelen op kosteneffectiviteit.'

Hoe beïnvloedt gezondheidszorg de economie precies, bijvoorbeeld wat betreft enkele actuele onderwerpen, zoals epidemieën, vruchtbaarheid en vergrijzing?

'De maatschappelijke invloed van de gezondheidszorg is groot. Specifiek raken de toepassingen van kosteneffectiviteitsmodellen de BV Nederland, zoals we dat wel zo mooi uitdrukken. We kunnen bijvoorbeeld uitrekenen hoeveel griepvaccins voor de BV Nederland opleveren. Ze kosten X en leveren Y op in de vorm van meer productieve werkdagen en minder ziekenhuisopnames. De COVID-19-pandemie bewijst het belang van vaccins. Die kostte Nederland in 2020 maar liefst 8% van het bbp. Vaccins konden deze kosten in de opvolgende jaren voorkomen. Een indirecte gezondheidswinst van vaccins is verder dat het overbelasting van de gezondheidszorg kan voorkomen. In januari en februari overstroomt de zorg doordat vaak veel virussen tegelijkertijd rondwaren en veel ouderen in ziekenhuizen terecht komen, wat weer tot overbelasting en vervolgens weer tot extra uitval van personeel kan leiden. Als we dat met gerichte vaccins kunnen voorkomen, levert dat veel maatschappelijk voordeel op.

Het concept van kosteneffectiviteit kan verder helpen bij de vraag welke patiënten we nog wel of niet meer door willen behandelen. Als een bepaalde behandeling zeg € 200.000 kost, dan is die bijvoorbeeld niet meer kosteneffectief voor iemand die 85 is, maar wel voor iemand die 40 is. We kunnen dit soort zaken ook stellen voor medicijnen. Bijvoorbeeld voor statines, waarop in Nederland als eerste het concept van kosteneffectiviteit werd toegepast. Die zijn voor een jonge risicopatiënt mogelijk kosteneffectief, maar voor een tachtigjarige mogelijk niet. Dit illustreert trouwens direct ook de mogelijk gespannen verhouding tussen Health Economics en de ethiek.'

En de vruchtbaarheid en vergrijzing?

'Over andere zaken, zoals afnemende vruchtbaarheid of toenemende vergrijzing, en of immigratie kan bijdragen aan de oplossing, heb ik natuurlijk een politieke privémening, maar die is hier niet echt relevant. Ik kan wél uitrekenen of bijvoorbeeld een IVF-behandeling kosteneffectief is. Voor IVF valt de balans trouwens positief uit. De kosten ervan – niet alleen de technische behandeling, maar ook de latere gezondheids- en onderwijskosten – zijn relatief beperkt vergeleken met de winst in de kwaliteit van het leven van de aanstaande ouders en extra economische groei gerelateerd aan iedere nieuwgeborene.

Voor de duidelijkheid: kosteneffectiviteit is een stukje van de puzzel. Er is ook nog een ethische afweging. Ik zeg altijd tegen mijn studenten: 'Mocht je in de gezondheidszorg terechtkomen en kosteneffectiviteitsberekeningen maken, laat je gerust overtuigen door een ethicus als die zegt dat die berekeningen in een bepaalde situatie niet doorslaggevend mogen zijn.' In de meeste commissies die medische toepassingen beoordelen, zitten naast gezondheidseconomen ook klinici, farma-therapeuten en ethici.' >

‘Ik durf de stelling aan te gaan dat de meeste vernieuwingen kosteneffectief zijn.’

Er gaat steeds meer geld naar gezondheidszorg. Gaat dat efficiënt? Moet gezondheidszorg publiek of privaat geregeld worden? Sommige artsen in dienst van publieke ziekenhuizen klagen weleens over het gemak waarmee private ziekenhuizen geld verdienen, omdat ze standaardoperaties doen zonder de 24-uurszorg.

‘Het criterium is wederom kosteneffectiviteit. Als private zorginstellingen een deel van de operaties door hun specialisaties efficiënter gaan uitvoeren, is dat voor de gezondheidszorg in het algemeen een goede ontwikkeling. Daarom zien we ook dat publieke ziekenhuizen zich specialiseren op bepaalde onderdelen van de zorg. In de academische ziekenhuizen werken de artsen in dienstverband in eerste instantie vanwege de unieke, niet-routineuze ingrepen, vooral als die ook de wetenschap verder kunnen helpen.

Tussen de private en academische ziekenhuizen zitten de ziekenhuizen die voor zichzelf een zo efficiënt mogelijke rechtvaardiging moeten zien te vinden. Er zijn mogelijk wél twee complicaties. Ten eerste als zorgverzekeraars privaat zouden bevoordelen boven publiek, bijvoorbeeld omdat ze meer budget vrijmaken voor standaardoperaties dan voor niet-standaardoperaties, door daar periodiek een budgettaire stop op te zetten, hetgeen tot een financiële onbalans tussen privaat en publiek kan leiden. Ten tweede als er geen gelijke toegang tot zorg is voor alle Nederlanders, bijvoorbeeld als mensen met geld zich private zorg kunnen toe-eigenen die anderen niet krijgen.

Ik heb de indruk dat wij het in ons land wat betreft deze complicaties prima geregeld hebben. Het heet in Nederland officieel privaat, maar het past uiteindelijk prima in het grote plaatje. In veel andere landen manifesteren deze complicaties zich overigens wel degelijk. Voor de duidelijkheid stel ik niet dat er hier nooit sprake is van zorgongelijkheid. Actueel is bijvoorbeeld de discussie over het gordelroosvaccin, waar de Nederlandse overheid geen budget voor heeft, daar waar ouderen in andere landen dit vaccin wel gratis toegediend krijgen. Er zijn Nederlanders die dit vaccin zelf kunnen kopen en anderen die het niet kunnen betalen. Dat riekt naar ongelijkheid. Anderzijds, stel dat een deel van de ouderen het vaccin toch zelf koopt, dan leidt dat op totaalniveau waarschijnlijk tot minder zorg. Ondanks dat er dus op persoonsniveau sprake is van ongelijkheid, is de maatschappij er toch bij gebaat als mensen dit vaccin kopen. Sterker nog, de overheid zou het gebruik van het vaccin eigenlijk met campagnes kunnen stimuleren.’

De geneesmiddelenindustrie wordt gedomineerd door Big Pharma, althans in de perceptie van het

publiek. Is Big Pharma, als het al bestaat, bevorderlijk voor de gezondheidszorg specifiek en de maatschappij in het bijzonder?

‘De uitgangssituatie is hoe wij de maatschappij hebben georganiseerd. In ons kapitalistische systeem zijn er inderdaad een aantal grote farmaceuten ontstaan. Een waardeoordeel hierover zou zich moeten baseren op de vernieuwingen die plaatsvinden in de gezondheidszorg. Het is mijn indruk dat die voor het leeuwendeel afkomstig zijn van deze grote bedrijven. Er is blijkbaar voldoende concurrentie. Er is specifiek voor de farmaceutische bedrijven nog een stok achter de deur, namelijk de reeds veelbesproken kosteneffectiviteit. Als ze namelijk producten maken die niet kosteneffectief zijn, dan worden ze ook niet afgenomen, dus zijn farmaceuten gedwongen hun eigen kosten onder controle te houden. Inderdaad wordt er vaak geschermd met hoge ontwikkelkosten om hoge prijzen te rechtvaardigen, zonder daar echt transparant over te zijn. Daarover discussiëren is echter meestal een heilloze weg. Daarom draai ik het schaaqbord met de kosteneffectiviteit graag om.

Ergens begrijp ik het spookbeeld van Big Pharma wel, omdat veel mensen diep van binnen vinden dat er geen winst mag worden gemaakt met gezondheid. Sommigen zien ook niets in het begrip kosteneffectiviteit en vinden dat er geen prijs per qaly zou moeten bestaan. Hoe we er ook politiek naar kunnen kijken, ik durf de stelling aan te gaan dat de meeste vernieuwingen kosteneffectief zijn. En dat geldt zeker ook voor de COVID-19-vaccins die de EU heeft ingekocht. Zelfs als die tweemaal zo duur waren geweest, waren ze nog kosteneffectief.’

Wat zijn uw plannen en ambities, als wetenschapper, als mens, wellicht als politicus of anderszins?

‘Mijn persoonlijke missie is om mens en maatschappij vooruit te helpen. Een van de manieren om dat te bereiken, is via vaccins. Ze helpen op individueel niveau (mensen worden minder ziek) en op maatschappelijk niveau (ze kunnen de zorgkosten drukken). In Nederland zijn er nog stappen te zetten, bijvoorbeeld in vergelijking met Engeland, waar niet alleen vaccins tegen gordelroos goed worden ingezet, maar ook tegen bijvoorbeeld meningokokken. Bij deze ambitie hoort ook mijn bijdrage in de discussies over het nut, en in sommige gevallen ook de verplichting, van vaccins. Tot slot, ondanks dat ik nog maar twee jaar voor mijn pensioen zit, ben ik nog altijd een ambitieuze wetenschapper. Hoewel ik geen idee heb hoe de ESB-criteria precies uitwerken, wil ik graag nummer 1 op de ESB-lijst worden, want tweede is toch eigenlijk ook weer net niks.’ ■

Tjitsger Hulshoff

Van iPEPP naar Allianz



2010

Msc Investment Management, Vrije Universiteit Amsterdam

2001

Msc Econometrics, Erasmus Universiteit Rotterdam

1979

Geboren in Rotterdam

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

‘Uitstekend. De PPI- en verzekeringsmarkt kent zowel consolidatie als organische groei en heeft een significant marktaandeel. De markt staat aan de vooravond van nieuwe groei, gedreven door verbeterde beleggingen, integratie van opbouw en uitkeringen, en verbeterde deelnemerservaring. En natuurlijk door de Wtp en de daarmee samenhangende regelgeving en marktdynamiek. De grenzen tussen pensioenfondsen en PPI's vervagen, de samenwerking tussen pensioenfondsen en verzekeraars komt op, en de regelgeving zal zich steeds meer richten op het individuele klantbelang.’

U begon uw professionele carrière bij Ortec. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren (in het kort) uw ervaringen?

‘Ortec heeft me gevormd. Ik heb geleerd om de theorie naar de praktische kern te vertalen. ‘Welk probleem willen we oplossen, en lossen we dat ook echt op?’ Dit mantra is nog steeds relevant, bijvoorbeeld bij de huidige pensioentransitie, waar

we soms te veel complexiteit stapelen in plaats van te kiezen voor eenvoudige, doeltreffende oplossingen.’

Verder heeft u in diverse functies gewerkt bij onder andere ING IM (nu GSAM) en i-PensionSolutions. Kunt u kort aangeven welke kennis u op deze posities heeft opgedaan?

‘Bij ING IM ben ik diep in de DC-markt gegaan. De DC-propositie was erg goed en haar tijd vooruit. Maar dat betekent niet dat het vanzelf verkoopt. Ik heb in die jaren veel geleerd over het belang van thought-leadership, business development en operational excellence. i-PensionSolutions was een hele compacte club: mouwen opstropen en ondernemen. We beheersten de hele keten, van administratie en deelnemerscommunicatie tot zorgplicht, beleggen en accountmanagement.’

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Allianz?

‘De relatie met Allianz is altijd uitstekend geweest, zowel persoonlijk als professioneel. Hun onderscheidende positie in annuïteiten, gecombineerd met een sterk aanbod in opbouwproducten en risico-verzekeringen, sprak mij aan. Het gesprek met Henk Boeve over Allianz’ ambitieuze plannen voor de Nederlandse markt versterkte mijn enthousiasme en leidde tot verdere gesprekken.’

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

‘Mijn ervaring met de Wtp en ketenintegratie komt hier

uitstekend van pas, net als mijn eerdere ervaringen bij pensioenuitvoerders en vermogensbeheerders. Ik kan deze kennis nu inzetten om de verbinding tussen annuïteiten, pensioenen en beleggingen in alle pijlers verder te versterken. Voor zowel retail, zakelijk als grootzakelijk.’

Vindt u het een uitdaging om in deze nieuwe functie te beginnen?

‘Zeker. Het is een mooie combinatie van uitdagingen en kansen. Hoewel het altijd spannend is om je in een nieuwe organisatie te bewijzen, voel ik me hier al helemaal thuis. De organisatie heeft een schat aan kennis in huis en er heerst een energieke sfeer. Hard werken en een grap wanneer het kan. Echt Rotterdams.’

Wat verwacht u als Lead Pension & Annuities van Allianz te bereiken?

‘We hebben een sterke uitgangspositie als marktleider in annuïteiten. Mijn ambitie is om de propositie nog verder te verbreden en te verdiepen.’

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

‘Ik word gedreven door de ambitie om klanten te helpen om de best mogelijke financiële welvaart en zekerheid te bereiken. Dat betekent het beste rendement, de beste klantervaring en de beste set aan keuzemogelijkheden. Randvoorwaardelijk is een efficiënte procesvoering en governance, zonder de klant te belasten met onnodige complexiteit en met een stevige rol voor de adviesmarkt.’

Of het nu gaat om individuele consumenten, deelnemers in collectieve regelingen, MKB of grootzakelijke klanten, ik ga voor het beste pensioenresultaat.’ ■

Peter Koppers

is benoemd tot Investment Management Director bij Achmea Real Estate. Hij werkt al sinds 2012 bij Achmea.

Tiemo Wesseling

is aangetreden als Head of Treasury bij NWB Bank. Hij komt over van BNG Bank, waar hij sinds 1999 werkzaam was.

Ita Demyttenaere

is benoemd tot Director Sustainable & Transition Solutions bij BlackRock Nederland. Hiervoor werkte hij ruim tien jaar bij Morningstar Sustainability.

Michel Etezade Keyhani

is benoemd tot Manager Fixed Income bij a.s.r. verzekeringen. Hij is daar al sinds augustus 2023 werkzaam.

Else Bos en Martijn Vos

zijn toetreden tot het bestuur van Ortec Finance. Bos werkte hiervoor bij DNB. Vos was al actief voor het bedrijf.

Erna Boogaard

is toetreden tot de RvT van OBAM. Zij blijft daarnaast onder meer actief in het bestuur en de beleggingscommissie van Pensioenfonds APF.

Niek van der Schaaf

is benoemd tot Manager Investment Optimization bij a.s.r. vermogensbeheer. Hiervoor was hij Quantitative Investment Analyst bij a.s.r. verzekeringen.

Peter Csardas

is begonnen als Sales Director bij Natixis Investment Managers. Hiervoor was hij Benelux Institutional Sales bij State Street Global Advisors.

Juan Pang

is aangesteld als Expert Portfolio Manager Index Strategies bij APG Asset Management. Zij was daar al sinds 2018 werkzaam.

Gerard Boonstoppel

is benoemd tot CFO van BeFrank. Hiervoor was hij Hoofd Enterprise Risk Management bij NN Schade & Inkomen.

Koen de Reus

is aangesteld als Head of Client Servicing, Climate & ESG Solutions bij Ortec Finance. Hij is al sinds 2014 als Consultant verbonden aan het bedrijf.

Koen van Ederen

is begonnen als ALM Model Developer bij ING. Hij komt over van Probability & Partners, waar hij Quantitative Risk Management Consultant was.

Anne de Groot

is benoemd tot Head of Retail Supervision Insurance & Pension bij Autoriteit Financiële Markten. Zij was daar al sinds 2012 werkzaam in uiteenlopende functies.

Michael Entzinger

is aangesteld als Hoofd Strategie Beleggingen bij Pensioenfonds ABP. Hij werkte daar al als Expert Adviseur Beleggingen.

Vince Verhoeven

is benoemd tot Investment Director bij Loomis, Sayles & Company. De afgelopen acht jaar werkte hij bij Van Lanschot Kempen.

Mark Geubbels

is aangesteld als Directeur Balansmanagement bij Achmea. Hij was hiervoor CFRO bij Achmea Bank.

**Svetlana Borovkova**

gaat aan de slag als Quantitative Researcher bij Bloomberg. Ze komt over van Probability & Partners en was Associate Professor bij de Vrije Universiteit Amsterdam.

Lonneke Thissen en Willem Eikelboom

zijn toetreden tot het pensioenteam van PwC Nederland. Thissen was Partner bij Sprenkels. Eikelboom werkte bij Willis Towers Watson.

Edward Schreuder

is aangesteld als Hoofd Investor Relations van BB Capital. Hij was de afgelopen jaren Sales Consultant bij The Rent Company.

Tim Reitsma, Daniel Kroon, Sjors Hofste en Lars Schmeets

traden in dienst bij Auréus als respectievelijk Junior Investment Adviseur, Marketing Specialist, Private Markets Support en Commerciële Support.

Mark van Engelen

heeft zijn eigen bedrijf Van Engelen Vermogensbeheer & Advies opgericht. Hiervoor was hij 13 jaar lang Hoofd Fondsenmanagement bij ASR.

Werner Bonekamp

is begonnen als Analist bij AF Advisors. Hij studeerde onlangs af aan de Universiteit Utrecht.

Gerrit van Huffelen

is begonnen als Senior Vermogensbeheerder bij Wierda Vermogensbeheer. Hiervoor werkte hij meer dan 40 jaar bij Rabobank.

Bas Huisman

is aangetreden als Voorzitter van Bpf. Medisch Specialisten. Hij zit al 5,5 jaar in het fondsbestuur.

Mariët van den Berg

is aangesteld als Directeur van het Koninklijk Actuarieel Genootschap en het Actuarieel Instituut. Zij was reeds Interim-Directeur bij deze organisaties.

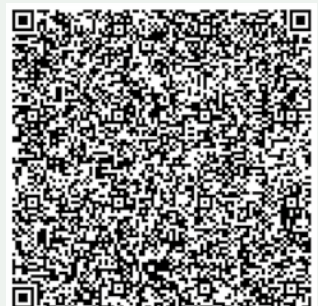
Marlies van Loon

is lid geworden van de visitatiecommissie van Bpf. Loodsen. Zij is ook Werkgeversvoorzitter bij Pf. Schilders en RvT-lid bij PDN.

Alex de Waal

is benoemd als Projectmanager en Kwartiermaker Bestuursbureau bij Pf. KLM-Cabinepersoneel. Hij blijft daarnaast actief als zelfstandig consultant.

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:



Asset Allocation Seminar on how to position your portfolio for 2025: Debate, Awards & Networking Drinks Reception

11 February 2025

Vlerick Business School, Brussels

Financial Investigator is pleased to invite you to the educational **Asset Allocation seminar on how to position your portfolio for 2025** that will take place on Tuesday, February 11th, 2025, from 3.30 to 7 pm, at Vlerick Business School in Brussels.

Relevant questions will be discussed, including:

- What trends can be identified that impact the investment world in 2025 and beyond?
- What is the outlook for (private) equity and (private) debt markets?
- What are the biggest risks on the horizon?
- How to position your portfolio for 2025 and beyond?

The seminar is led by **Jan De Bondt**, Advisor at Vlerick Business School and Board Member at various organisations.



During the event, two Asset Allocation Debates will take place, with asset owners and asset managers.

The first Asset Allocation Debate is with:

- **Tim Derycke**, KBC Pension Fund
- **Joris Laenen**, Chief Investment & Life Officer, Ethias
- **Christel Lootens**, Director, United NRJ



In addition, the **10th Asset Allocation Awards** will be presented in cooperation with Alpha Research.

The Asset Allocation Awards are distributed to the asset managers who gave the best advice in the last 3 years in the areas of Asset Allocation, Fixed Income, Equity Region and Equity Sector, and who published the most consistent investment report.

Registration:

Participation is open to buy-side investment professionals working at pension funds, fiduciary managers, family offices, consultants, banks, insurers or working in the field of fund selection at independent asset managers. Your registration is subject to approval by Financial Investigator and the parties making this seminar financially possible.



In cooperation with:



The Global Investment Forum is coming to Amsterdam

From 4–6 March 2025, Mercer’s Global Investment Forum will bring together more than 400 asset owners, asset managers and investment professionals to examine critical dynamics of the current investing environment. Sessions will include specialised breakouts, exclusive keynotes such as Paul Polman and Anthony Scaramucci, and the latest insights from Mercer leaders.

This year’s theme, “Swing State,” captures the shifting forces that define today’s investment landscape. From economic shocks and rising geopolitical tensions to market concentration and evolving government policies, the environment is in a state of flux, demanding a fresh look at portfolio strategy.



Join us and more than 400 international investment professionals.

Scan the QR code to secure your spot at the Global Investment Forum!

¹For the purposes of the Forum, an asset owner is a client or contact of Mercer who is an executive, board member or other key decision maker of a retirement plan, wealth management firm, insurer, endowment, foundation, government agency or similar entity. Invited asset owners do not have to pay a registration fee. Asset managers are invited to contact their usual Mercer representative to register their seat.

Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer (US) LLC and/or its associated companies.
© 2024 Mercer (US) LLC. All rights reserved.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer’s prior written permission. Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications. This does not constitute an offer to purchase or sell any securities. For Mercer’s conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see mercer.com/footer/conflicts-of-interest-mercer-investments.