

The Rule of Law onder druk: implicaties voor beleggers

Door Marlies van Boven

‘Ik ben echt een vermogensbeheerder’, zegt Olaf van den Heuvel, sinds ruim een jaar Chief Investment Officer bij Achmea Investment Management. ‘Ik hou van markten en beleggen en ben daarin al lange tijd actief’. Achmea staat bekend als zeer succesvolle financier en verzekeraar, maar is volgens Olaf ook een van de grotere vermogensbeheerders van Nederland. € 227 miljard per 31-1-2026. Dat is best een goed bewaard geheim. ‘We beleggen grote bedragen actief: onder andere in credits, staatsobligaties en aandelen. Voor mij is de uitdaging hoe we dat zichtbaarder en op welke manier kunnen we daarin nog succesvoller worden?’

Daarbij speelt ook een bredere overtuiging. Nederland is een land met enorm veel assets, maar een gedeelte van het beheer vloeit de afgelopen jaren deels weg naar het buitenland. ‘Het lijkt soms aantrekkelijker om met een manager in San Francisco te werken dan met een manager in Zeist. Maar dat betekent natuurlijk niet dat een Amerikaan het beter doet. Ik vind het echt belangrijk dat Nederland sterke, professionele vermogensbeheerders houdt en zet me daar graag voor in’.

RULE OF LAW ALS BELEGGINGSREALITEIT

Volgens Olaf is de link tussen rule of law en beleggen fundamenteel. In staats- en bedrijfsobligaties kijk je altijd naar governance: in hoeverre zijn je rechten beschermd, hoe voorspelbaar is het beleid, en gebeurt er wat je redelijkerwijs mag verwachten? Dat raakt zowel aan klassiek kredietrisico als aan normatieve keuzes.

Achmea, met een coöperatieve achtergrond, vindt het belangrijk om breder naar stakeholders te kijken dan alleen maar aandeelhouderswaarde; zoals arbeidsrechten. In de praktijk proberen sommige grote bedrijven vakbondsvorming te ontmoedigen. Dat is een groeiend thema. In de Verenigde Staten is het recht op vakbondslidmaatschap wettelijk beschermd, maar bedrijven voeren soms agressieve antivakbondscampagnes zoals bij Amazon en Tesla.

‘Dit kan voor beleggers aanleiding zijn om positie te kiezen. Uiteindelijk beheren wij het geld van onze klanten en pensioenfondsen. Het is hun geld, dus hun spelregels. Maar we hebben wel een bepaalde ondergrens.’ En daar zitten die normatieve kaders.

Nederlandse beleggers zijn historisch gewend aan een principle-based benadering: vertrouwen op redelijkheid, principes en institutionele continuïteit. Internationaal zie je vaker een rules-based benadering, waarbij regels letterlijk worden gevolgd – of

opgezocht – zolang ze formeel geldig zijn. Dat is voor ons soms wennen. ‘Zeker als regels zó worden ingezet dat ze de geest van wat je belangrijk vindt ondermijnen’.

CHINA ALS MEEST CONCRETE VOORBEELD

Waar rule of law echt directe allocatie-impact heeft gehad, is China. De afgelopen jaren is wereldwijd de allocatie naar China afgenomen, mede doordat beleggers zich zorgen maakten over aandeelhoudersrechten en eigendomsstructuren. ‘Het gevoel dat je zomaar onteigend kunt worden, of dat je rechten ineens anders geïnterpreteerd worden, weegt zwaar’.



Olaf van den Heuvel, CFA, is Chief Investment Officer bij Achmea Investment Management.

Hij begon zijn loopbaan in de financiële sector in 2000 toen hij in dienst trad bij Aegon Asset Management als portfolio-manager en strateeg. Tijdens zijn carrière bij Aegon vervulde hij diverse functies binnen de investeringsteams en werd hij in 2017 benoemd tot CIO en lid van de Raad van Bestuur. Sinds december 2024 is Van den Heuvel benoemd tot Directeur Vermogensbeheer bij Achmea Investment Management. Van den Heuvel studeerde economie aan de Universiteit van Tilburg en is CFA-charterhouder.

VERENIGDE STATEN: VEEL DISCUSSIE, WEINIG REALLOCATIE

In de Verenigde Staten ligt dat anders. ‘Daar is de discussie over rule of law, arbeidsrechten en ESG-beleid zichtbaar toegenomen, maar de daadwerkelijke allocatieverschuivingen blijven vooralsnog beperkt’. ‘Dat heeft ook een praktische reden, zegt Olaf’. ‘In aandelenindices weegt de VS enorm zwaar. Het is niet eenvoudig, en vaak ook niet wenselijk, om daar substantieel van weg te bewegen’.

Wel spelen normatieve afwegingen een rol. ‘Je ziet dat het soms moeilijker wordt om ESG- of diversiteitsbeleid te voeren. Dat zijn thema’s die op termijn kunnen leiden tot uitsluitingen, maar we zijn nog niet op het punt waarop dat dit de hele portefeuille raakt’.

Ook de discussie over de dollar en de rol van de VS als anker van het financiële systeem leidt vooral tot debat, niet tot directe actie. Olaf hoort veel gesprekken, maar ziet nog weinig actieve herallocatie – ook niet in valuta-afdekking.

EUROPA: MINDER NAÏEF, MEER REALISME

De verkiezingen in de Verenigde Staten hebben het Europese perspectief merkbaar veranderd. ‘We zijn minder naïef geworden’, stelt Olaf. Europa leeft volgens hem in een wereld waarin hogere defensie-investeringen onvermijdelijk zijn. Met uitgaven van circa 3% tot 5% van het bbp gaat het om substantiële bedragen, waarvan de economische gevolgen nog onzeker zijn.

Die realiteitszin ziet Olaf ook terug in de Europese regelgeving. Ondernemers worden niet zozeer geremd door een gebrek aan kapitaal, maar door hoge energieprijzen en toenemende regel-druk. Tegelijkertijd groeit het besef dat niet alle uitdagingen via regelgeving zijn op te lossen.

Europa heeft op het gebied van duurzaamheid veel bereikt, maar niet altijd op de meest efficiënte manier. Olaf wijst daarbij op China, waar in sommige sectoren sneller duurzame industrie is opgebouwd. Stabiliteit van regelgeving is mogelijk belangrijker dan een voortdurende stroom aan nieuwe regels – daar kunnen zowel beleggers als ondernemers op anticiperen.

Hij verwacht niet dat de energietransitie in de Verenigde Staten structureel zal terugdraaien, ondanks politieke retoriek. De route van A naar B kan veranderen, maar de richting blijft hetzelfde.

LOKALE ZICHTBAARHEID VERSUS MONDIALE IMPACT

Een terugkerend dilemma in duurzaam en impactbeleggen is de spanning tussen lokale herkenbaarheid en mondiale effectiviteit. ‘Mensen willen graag zien waarin ze investeren: een windmolen in de Noordzee, een batterijproject in Flevoland’, zegt Olaf.

Maar als je kijkt naar mondiale impact, is wat er in landen als India gebeurt waarschijnlijk veel relevanter. Economische ontwikkeling gaat daar gepaard met stijgende energie- en grondstoffenvraag. De echte verduurzamingsopgave ligt op schaal. Dat vraagt om lastige keuzes: hoe combineer je zichtbaarheid voor klanten met maximale impact wereldwijd?

Volgens Olaf begint dat bij een fundamentele vraag: wil je duurzaam beleggen, of wil je daadwerkelijke impact realiseren?

Voor het laatste zijn private markets vaak geschikter dan publieke markten. Daar zijn we samen met onze klanten ook echt stappen in aan het zetten.

MEER ONZEKERHEID VRAAGT OM MEER FLEXIBILITEIT

Voor de komende jaren verwacht Olaf dat geopolitieke onzekerheid een blijvend kenmerk van het beleggingslandschap zal zijn. Niet zozeer omdat één specifiek rampscenario dominant is, maar juist omdat er meerdere mogelijke uitkomsten zijn. Denk aan handelsspanningen, geopolitieke conflicten of onverwachte politieke besluiten. Zulke ontwikkelingen kunnen flinke effecten hebben op financiële markten, bijvoorbeeld via valuta, energieprijzen of risicopremies.

Volgens Olaf betekent dit niet dat beleggers zich structureel uit bepaalde regio’s moeten terugtrekken. Wel vraagt het om een beleggingsproces dat voldoende flexibiliteit kent en het mogelijk maakt om tactisch te reageren wanneer de omstandigheden daarom vragen.

Dat kan betekenen dat categorieën die de afgelopen jaren minder populair waren, opnieuw relevant worden. Hedge funds, of bredere asset-allocatiemandaten, kunnen helpen om met uit-schietters om te gaan. In een pensioenomgeving waarin rendementen transparanter en frequenter worden vergeleken, wordt die flexibiliteit belangrijker.

VAARDIGHEDEN EN TOOLS VAN DE TOEKOMST

De veranderende wereld vraagt ook andere vaardigheden. Olaf ziet sterke groei in impact-, data- en quant-teams. Data is cruciaal: waar komt je data vandaan, hoe maak je die vergelijkbaar, hoe rapporteer je erover? Private markets blijven groeien, en ook quant-beleggen krijgt een nieuwe impuls door betere data en slimmere modellen.

AI ziet hij als een potentiële game changer, met name voor krediet- en ESG-analyse. Dat waren al trends, maar ze versnellen nu. Je ziet dat teams groeien en dat we actief zoeken naar mensen met deze expertise.

EUROPA EN INNOVATIE

Over Europese innovatie is Olaf voorzichtig optimistisch. Er is meer aandacht voor het wegnemen van belemmeringen, maar de structurele uitdaging blijft: Europa is gefragmenteerd. Het probleem is niet zozeer kapitaal, maar schaal. Eén markt, één taal – dat is het grote voordeel van de Verenigde Staten. De kracht van Europa is pluriformiteit, maar dat is tegelijk de zwakte.

TOT SLOT

Als afsluiting keert Olaf terug naar zijn beginpunt. Het zou goed zijn als de Nederlandse financiële sector weer wat meer zelfvertrouwen krijgt. Er zit hier ongelooflijk veel kennis en kwaliteit. Het is belangrijk dat we dat blijven zien – en uitdragen.