

VAN ASSET MANAGEMENT NAAR
WEALTH MANAGEMENT

JAARGANG 41 | Nummer 165 | zomer 2026

Van vermogensbeheer naar
family stewardship

18

Family Offices in Nederland:
groei, professionalisering
en nieuwe spannings-
velden

26



Inhoud

EDITORIAL

Van Asset Management naar Wealth Management 3

Marlies van Boven, Roy Hoevenaars, Michel Wetser & Mark Geene

PRAKTIJK

From Access to Outcomes: Institutionalizing Private Markets in Benelux Wealth Channels 9

Rachael Petronelli

COLUMN

Democratisering van beleggen: wat is uw financiële dienstverlener eigenlijk waard? 17

Michel Wetser

PRAKTIJK

Van vermogensbeheer naar family stewardship 18

Daphne Paree Engelke & Florentine Hanlo

PRAKTIJK

Family Offices in Nederland: groei, professionalisering en nieuwe spanningsvelden 26

Boudewijn Chalmers & Marieke Kopinsky

PRAKTIJK

De Keuzebegeleidingskloof 32

Chantal de Groot & Ronald Janssen

ONDERZOEK

Van klassieke lifecycle naar Total Portfolio Approach 39

Teun Loermans & Maurice Geraets

INTERVIEW

Van product naar persoon: wealth management in een nieuw tijdperk 48

Michel Wetser & Marlies van Boven

COLUMN

Jeremy Grantham's (GMO) memoir contains still relevant investment lessons but lacks humility 52

Mark Geene

INTERVIEW

BlackRock: Asset and Wealth Management in the Netherlands in a new era 54

By Marlies van Boven & Roy Hoevenaars

ONDERZOEK

Succesvolle vastgoedbeleggingsstrategieën 59

Jan-Willem Dijkhuis

COLUMN

Een pleidooi voor kwartaal-rapportages 68

Keshav Bhatt

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

Beleggen voorbij het einde van de geschiedenis 5

Thomas van Galen

Wetenschappelijk talent

What Shapes Market Prices? 69

Ion Lucas Saru

Bookreview

Chokepoints: American Power in the Age of Economic Warfare 70

Evelien van Hilten

CALL FOR PAPERS

Diversificatie in veranderende markten. Free lunch of illusie van spreading

De redactie van het VBA Journaal nodigt u uit om bijdragen in te dienen voor de 2026 wintereditie. Het thema is dit keer "Diversificatie in veranderende markten". In een tijd waarin geopolitieke spanningen, inflatie, technologische ontwikkelingen en verschuivende marktdynamiek samenkomen, vraagt diversificatie meer aandacht van beleggers. De redactie vraagt zich af of beleggers in deze nieuwe tijd wel kunnen vertrouwen op diversificatie, zonder extra bewust te zijn van de actuele ontwikkelingen, risico's en implicaties. Kunnen beleggers of marktparticipanten erop vertrouwen dat diversifiërende eigenschappen van en tussen beleggingen ook in de toekomst aanwezig zullen zijn? Enerzijds nemen correlaties tussen asset classes in stressperiodes toe, waardoor spreading minder effectief lijkt. Ook valt in een 'breed gespreide index' te bezien of hier geen aanleiding is voor verborgen concentraties, nu een aantal bedrijven en een sector zo'n groot (aan)deel vertegenwoordigd. Anderzijds ontstaan er nieuwe mogelijkheden via alternatieve beleggingen, technologische innovaties en maatwerkoplossingen. Is diversificatie nog steeds "the only free lunch", of vraagt de

huidige marktomgeving om een fundamentele herziening van dit principe? Bieden obligaties een voldoende diversifiërende werking naast aandelen nu inflatie hoger blijft? Zijn er nieuwe diversificatie mogelijkheden te ontdekken, bijvoorbeeld in private markten?

Onderwerpen van interesse:

We verwelkomen bijdragen die ingaan op, maar niet beperkt zijn tot, de volgende onderwerpen:

- **Afnemende diversificatievoordelen:** In hoeverre nemen correlaties tussen traditionele asset classes structureel toe, en wat betekent dit voor portefeuilleconstructie?
- **Alternatieve beleggingen:** Welke rol spelen private markets, infrastructuur, hedge funds en commodities in het verbeteren van diversificatie? Zijn deze instrumenten daadwerkelijk effectief in stressscenario's?
- **Geografische spreading:** Bieden internationale markten nog voldoende diversificatie in een wereld van geopolitieke fragmentatie, reshoring en regionale machtsblokken?
- **ESG en duurzaamheid:** Leiden ESG-doelstellingen tot meer concentratierisico's of juist tot nieuwe vormen van spreading? Welke impact hebben sector uitsluitingen en/of de keuze

voor meer geconcentreerde portefeuilles op diversificatie.

- **Factorbeleggen en smart beta:** In hoeverre dragen factorstrategieën bij aan diversificatie, en wat zijn de risico's bij crowding?
- **Technologische ontwikkelingen:** Hoe beïnvloeden AI en data-analyse de manier waarop diversificatie wordt toegepast en gemeten?
- **Top down benadering:** Biedt een integrale benadering van de portefeuille nieuwe mogelijkheden om diversificatie op rendementsdrijver niveau in te zetten?
- **Praktijkcases:** Ervaringen van institutionele beleggers en vermogensbeheerders met het implementeren van nieuwe diversificatiestrategieën.
- **Diversificatie resultaten uit het verleden:** In hoeverre sluiten geobserveerde diversificatievoordelen in recente jaren aan bij de theorie?
- **De rol van scenario's:** Kan scenarioanalyse verborgen diversificatie aan het licht brengen en portefeuilles robuuster maken?

Geïnteresseerde auteurs worden verzocht uiterlijk **15 augustus 2026** een korte samenvatting van hun bijdrage te sturen naar irma.willemsen@cfasociety.nl.

Van Asset Management naar Wealth Management

Verschillende ontwikkelingen dragen eraan bij dat (Private) Wealth Management een grote opmars maakt en vermogensbeheer in verandering brengt. De verwachting is dat deze trend de komende jaren zal aanhouden. Het aantal family offices is bijvoorbeeld de afgelopen jaren sterk toegenomen. Tevens zien wij een trend naar verdere democratisering van voorheen institutionele asset classes als private equity, credit en infrastructuur.

Vanwege deze ontwikkelingen willen we in de voorliggende zomereditie de activiteiten omtrent Wealth Management op verschillende manieren belichten. Dit doen we via een aantal artikelen plus twee interviews. Ook bevat deze editie enkele artikelen met een aanpalend onderwerp plus columns en twee boekbesprekingen.

Rachael Petronelli (StepStone) bespreekt de verschuiving van eenvoudige toegang tot private markten ("Private Markets 1.0") naar de noodzakelijke institutionalisering van het beleggingsproces in de Benelux. Het gaat daarbij volgens hem over hoe private markt exposure wordt geconstrueerd, gedistribueerd en gemonitord. Alleen met institutionele discipline kan aan beleggingsverwachtingen worden voldaan.

Redactielid Michel Wetser stelt een prikkelende vraag: wat is de toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder in een wereld waarin goedkope indexproducten en AI beleggen voor iedereen toegankelijk maken? Voor veel beleggers volstaat een eenvoudige 60/40-portefeuille al. De echte meerwaarde verschuift daarmee naar gedragsbegeleiding, vermogensplanning en fiscale advisering, maar die meerwaarde moet wél aantoonbaar zijn.

Daphne Paree Engelke en Florentine Hanlo (Van Lanschot Kempen) beschrijven hoe ontwikkelingen bij single family offices en private markten het speelveld veranderen voor vermogensbeheerders, private banks en toezichthouders. Het artikel benadrukt dat bestuurlijke professionalisering vaak achterblijft bij de beleggingsfunctie binnen family offices. Deze professionalisering wordt steeds urgenter door de groeiende toegankelijkheid en blootstelling aan private markten.

Boudewijn Chalmers en Marieke Kopinsky (EY) beschrijven hoe de groei en professionalisering van family offices in Nederland leidt tot een toenemende focus op bestuurbaarheid. Naast vermogensbeheer ontwikkelen governance, fiscaliteit, compliance en technologie zich tot essentiële pijlers van de organisatie, die in belangrijke mate bijdragen aan effectieve besturing en strategische besluitvorming.

Chantal de Groot en Ronald Janssen (Ortec) schetsen de kansen die de Wet Toekomst Pensioenen biedt voor pensioenfondsen om keuzebegeleiding opnieuw vorm te geven. Daarbij laten zij zien hoe digitalisering, elementen uit Wealth Management en nieuwe vormen van ondersteuning – zoals doelbegeleiding en het Britse concept Targeted Support – deelnemers gericht kunnen helpen, zonder dat direct volledig individueel advies nodig is.

Leeftijd alleen is niet meer genoeg als kompas voor beleggingsbeslissingen. Teun Loermans en Maurice Geraets (Achmea) laten zien dat lifecycle-beleggen in Wealth Management vraagt om een bredere blik: de volledige financiële balans van de klant én de economische omgeving verdienen een plaats naast het klassieke afbouwpad.

Het eerste interview is gehouden met Richard de Groot, hoofd van het Global Investment Centre van ABN AMRO. Hij neemt ons mee in de fundamentele verschuiving die Wealth Management momenteel doormaakt: van product-gedreven dienstverlening naar integraal, persoonlijk financieel advies. Digitalisering, maatwerk en veranderend klantgedrag vormen daarin de rode draad.

Redactielid Mark Geene heeft een kritische column over de memoires van Jeremy Grantham, de oprichter van GMO en bekende lange termijn belegger en contrarian. Mark belicht de grote toegevoegde waarde van de beleggingslessen die Jeremy aan de lezer verstrekt, maar ook zijn regelmatige arrogante opstelling en wraakgevoelens jegens teleurgestelde en vertrokken klanten.

In het tweede interview gaan Monique Donders en Annemarie Stephenson (Blackrock) in op de sterke groei van Wealth Management, gedreven door demografische verschuivingen, technologische innovatie en veranderende klantbehoeften. Daarbij bespreken zij de toenemende vervaging tussen institutioneel beleggen en Wealth Management, de democratisering van private markten en de rol van personalisatie en AI in de toekomst van vermogensbeheer.

Jan Willem Dijkhuizen (Lymos) analyseert de historische verschuiving van Nederlandse pensioenfondsen naar internationale, indirecte vastgoedbeleggingen en onderzoekt de performance van 42 fondsen tussen 2005 en 2024. Met het CAPM ontrafelt hij welke specifieke vastgoedstrategieën succesvol zijn, waarbij cruciale factoren zoals omvang, geografische allocatie en risico-aversie het verschil maken tussen winnaars en achterblijvers.

De commissie risicomanagement pleit in haar column voor voldoende frequente transparantie en daarmee het behoud van kwartaalrapportage van bedrijven.

In de rubriek Wetenschappelijk Talent komt Ion Lucas Saru aan bod. Hij onderzoekt met moderne econometrische technieken hoe informatie en handelsgedrag de prijzen op financiële markten bepalen.

Redactielid Evelien van Hilten bespreekt Choekpoints van Edward Fishman, een boek dat laat zien hoe economische macht uitgesgroeid is tot een van de scherpste instrumenten in de moderne geopolitiek. Landen en vooral de Verenigde Staten zetten financiële en technologische knelpunten strategisch in om hun invloed te vergroten. Een verhelderend inzicht in de mechanismen achter economische oorlogsvoering en de toekomstige wereldorde.

Wij hopen hiermee u als onze lezer een lezenswaardig nummer te bieden waarin u uw tanden kunt zetten tijdens de zomer(vakantie).

Marlies van Boven, Roy Hoevenaars,
Michel Wetser & Mark Geene

AGENDA		
10 september 2026 Unlocking Capital for Europe: The Role of Securitisation in Modern Fixed Income Portfolios 	24 september 2026 Beyond Traditional Indexing 	25 november 2026 Performance Round Table 2026 3 punten 
16 september 2026 Annual Dinner 	1 oktober 2026 Risk Management congres 	26 november 2026 ALM congres 
	6 oktober 2026 Private Equity / Venture Capital Event 	

Beleggen voorbij het einde van de geschiedenis

Thomas van Galen¹

Jarenlang konden beleggers geopolitiek behandelen als ruis. Niet onbelangrijk, maar zelden doorslaggevend voor strategische portefeuilleconstructie. Dat tijdperk is voorbij. Geopolitiek is opnieuw van belang voor markten. Strategische grondstoffen, energiezekerheid en defensiecapaciteit zijn terug in het economische debat. Conflicten werken sneller door in inflatieverwachtingen, rente, valuta en risicopremies.

Die verandering is niet gisteren begonnen, maar sinds 2022 is deze moeilijk te negeren. De Russische invasie van Oekraïne liet zien hoe snel geopolitiek kan doorwerken in energieprijzen, koopkracht, begrotingsbeleid en monetair beleid. Aandelen en obligaties kwamen tegelijk onder druk. De klassieke portefeuillelogica, waarin staatsobligaties bescherming bieden bij onrust op aandelenmarkten, werkte niet vanzelfsprekend meer. Niet omdat diversificatie waardeloos werd, maar omdat het dominante regime veranderde.

De vraag is niet of de geschiedenis is teruggekeerd, maar hoeveel portefeuilles nog zijn gebouwd op de aanname dat zij voorbij was.

De uitzonderlijke orde achter modern beleggen

Na de val van de Berlijnse Muur leek de wereld een duidelijke richting te hebben gevonden. Francis Fukuyama schreef over het "einde van de geschiedenis": niet omdat er niets meer zou gebeuren, maar omdat liberale democratie en marktkapitalisme geen geloofwaardige systeemrivaal meer leken te hebben (Fukuyama, 1992). Voor beleggers was dat geen abstract filosofisch debat. Het werd de achtergrond waartegen moderne portefeuilleconstructie vorm kreeg.

Vanaf het begin van de jaren '80 profiteerde beleggers van de stabiliteit die The Great Moderation bracht. Het economische succes leidde vanaf 1990 het unipolaire tijdperk in.

Deze periode werd gekenmerkt door globalisering, dalende inflatie, toenemende kapitaalmobilititeit en onafhankelijke centrale banken. Productieketens werden internationaler. Arbeidsaanbod werd mondiaal ruimer. Technologie drukte kosten. Centrale banken bouwden geloofwaardigheid op. Inflatieverwachtingen raakten beter verankerd. De rente daalde trendmatig.

Binnen die omgeving werkte klassieke diversificatie uitzonderlijk goed. Bij groeischokken konden centrale banken de rente verlagen. Obligaties stegen dan vaak in waarde terwijl aandelen onder druk kwamen. De negatieve correlatie tussen aandelen en

staatsobligaties werd daardoor een fundament onder veel strategische allocaties.

Dat leek vanzelfsprekend. Het was het niet.

Die uitzonderlijke samenloop is zichtbaar wanneer politieke, economische en financiële regimes naast elkaar worden gezet. De wereldorde verandert doorgaans langzaam, economische regimes bewegen sneller, en financiële regimes reageren het meest direct op schokken in groei, inflatie en beleid. Juist daardoor ontstaan in overgangperiodes fricties: portefeuilles kunnen nog zijn ingericht op het oude financiële regime, terwijl de economische en geopolitieke onderlaag al verschuift. Figuur 1 laat die gelaagdheid zien.

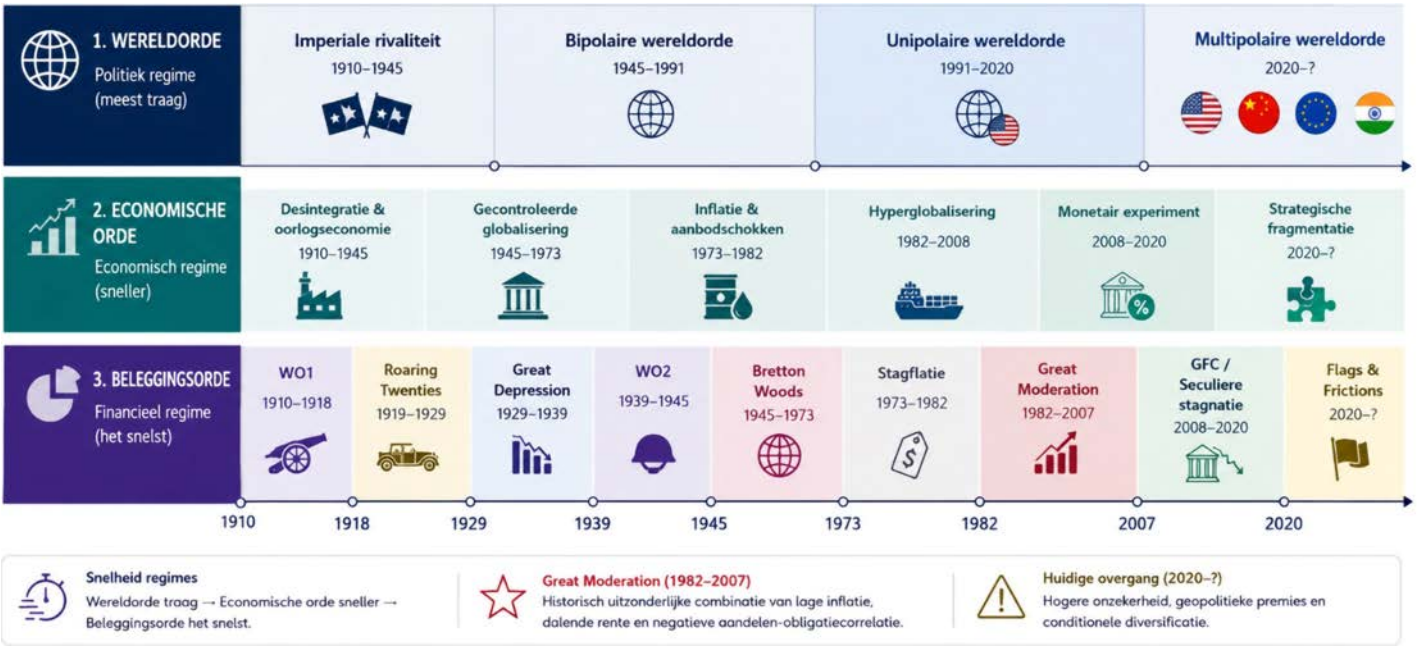
De figuur maakt duidelijk dat de Great Moderation geen losstaand marktfenomeen was, maar mede aanleiding en zeker uitdrukking van een bredere ordening: Amerikaanse geopolitieke dominantie, internationale economische integratie, geloofwaardige centrale banken en breed

Thomas van Galen

Hoofdstrateeg Achmea Investment Management



Figuur 1
Evolutie van de wereldorde, economische orde en beleggingsorde
De stabiliteit waaraan we tijdens de unipolaire wereldorde gewend zijn geraakt was de uitzondering op de regel



vertrouwen in convergentie. Wanneer die onderlaag verandert, verandert ook de betekenis van historische rendementen, risico's en correlaties.

Wanneer geopolitiek weer macro wordt

Die ordening is niet verdwenen, maar wel minder vanzelfsprekend geworden. De wereld beweegt richting een meer multipolaire configuratie. Dat betekent niet dat globalisering simpelweg wordt teruggedraaid. Integendeel: economieën, financiële markten en productieketens blijven diep verweven. Juist daardoor kunnen geopolitieke schokken sneller doorwerken.

De kern is dat politieke divergentie sneller toeneemt dan economische ontkoppeling. Landen blijven afhankelijk van elkaar, maar vertrouwen elkaar minder. Daardoor worden afhankelijkheden strategische kwetsbaarheden. Russisch gas was vóór 2022 een bron van goedkope energie. Daarna werd het een geopolitieke hefboom. Taiwanese chips zijn niet alleen industrieel belangrijk, maar raken ook aan veiligheidspolitiek. De dollar is niet alleen een reservemunt, maar ook infrastructuur voor sanctiemacht en financiële invloed.

Geopolitieke ontwikkelingen raken markten meestal via economische variabelen: energieprijzen, inflatieverwachtingen, rente, valuta, handelsstromen, winstverwach-

tingen en risicopremies. Het IMF wijst erop dat geo-economische fragmentatie via kapitaalstromen, financieringscondities en financiële stabiliteit kan doorwerken in markten (IMF, 2023). De Wereldbank benadrukt eveneens dat handelsfragmentatie, beleidsonzekerheid en geopolitieke spanningen structurele tegenwind kunnen vormen voor groei en investeringen (World Bank, 2025).

In een geïntegreerde wereldeconomie blijft geopolitiek niet aan de rand van de portefeuille; het beweegt via inflatie, rente en risicopremies naar het centrum

De illusie van voorspelbaarheid

Dat vraagt om een andere manier van denken. Veel institutionele besluitvorming begint nog altijd met een centraal pad. Begrotingen, ALM-studies, strategische assetallocaties en bedrijfsplannen worden vaak geijkt op één consistente set aannames. Dat is logisch. Modellen vragen interne consistentie. Zonder basisscenario is analyse stuurloos.

Maar de kracht van modellen is tegelijk hun beperking. Modellen rekenen meestal binnen een regime. Ze zijn goed in het analyseren van gevoeligheden rondom een veronderstelde wereld. Scenario's hebben een andere functie. Zij maken voorstelbaar wat

er gebeurt als het regime zelf verandert. Dat is de kern van de scenariobenadering zoals die in de strategieliteratuur is ontwikkeld: niet voorspellen, maar besluitvorming robuuster maken onder fundamentele onzekerheid (Wack, 1985).

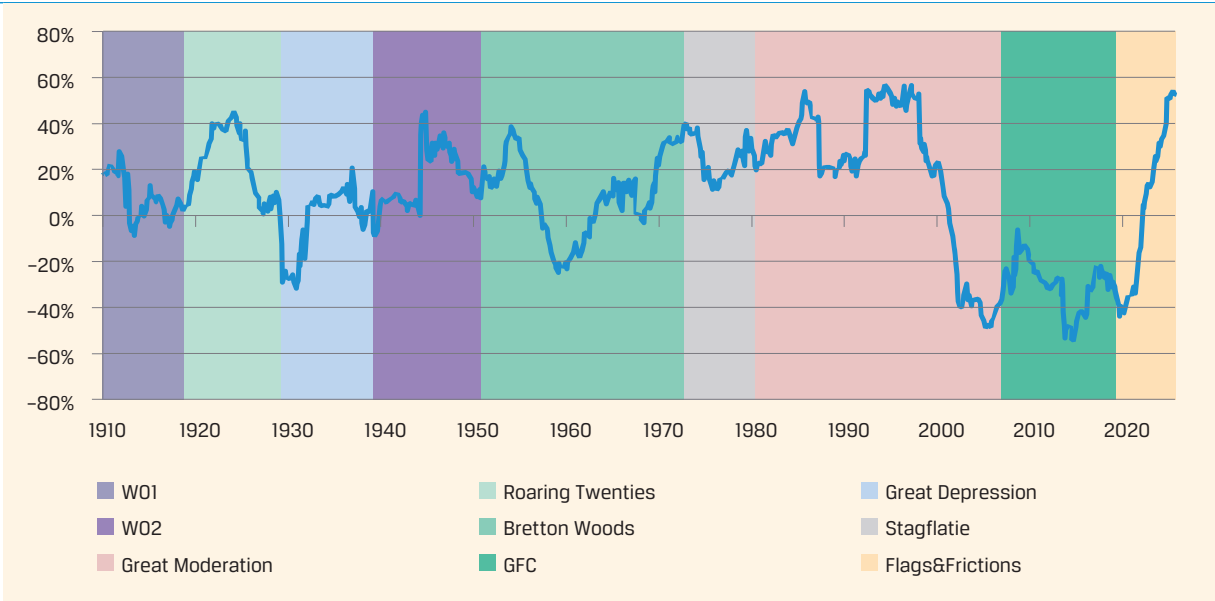
Europa had het exacte verloop van de energieschok in 2022 niet hoeven voorspellen. Maar het scenario van een ernstige verstoring van Russische gasleveringen had veel serieuzer kunnen worden doorleefd. Welke buffers waren nodig? Welke industriële sectoren waren kwetsbaar? Welke begrotingsruimte was vereist? Wat betekende het voor inflatie, rente en koopkracht?

De waarde van scenariodenken zit niet in voorspellen maar in voorbereiden.

Modellen optimaliseren binnen regimes. Scenario's bereiden voor op regimewisselingen

Voor beleggers is dit cruciaal. Een portefeuille die optimaal lijkt onder één centraal pad kan kwetsbaar blijken als inflatie het dominante risico wordt, als geopolitieke stress de energieprijzen raakt of als institutionele geloofwaardigheid plots een marktvariabele wordt. De centrale vraag verschuift dan van precisie naar robuustheid.

Figuur 2
Historische aandelen-obligatiecorrelatie en beleggingsregimes
De negatieve aandelen-obligatiecorrelatie aan het einde van de Great Moderation en post GFC was uitzonderlijk, niet vanzelfsprekend.



Diversificatie is conditioneel geworden

Een tastbare illustratie van regime-afhankelijkheid is de instabiele aandelen-obligatiecorrelatie. In een groeigedomineerd regime bieden staatsobligaties vaak bescherming. Groeivertraging drukt aandelen, maar geeft centrale banken ruimte om de rente te verlagen. In een inflatiegedomineerd regime werkt dit anders. Inflatieschokken kunnen centrale banken juist dwingen om te verkrappen, ook als de groei verzwakt. Dan kunnen aandelen en obligaties tegelijk dalen.

De aandelen-obligatiecorrelatie laat precies zien waarom regimebewustzijn nodig is. In de praktijk wordt de negatieve correlatie vaak behandeld als een structurele eigenschap van portefeuilles. Historisch is zij echter eerder een regime-uitkomst. In eerdere regimes was de relatie vaker positief of instabiel, in lijn met onderzoek waaruit blijkt dat inflatie, reële rente en overheidskwaliteit belangrijke verklarende variabelen zijn voor de aandelen-obligatiecorrelatie (Molenaar et al., 2024).

Daarmee verschuift de interpretatie. Staatsobligaties blijven belangrijk, maar hun rol als automatische hedge tegen aandelenrisico is minder vanzelfsprekend zodra inflatie, begrotingsbeleid en geloofwaardigheid van beleid dominanter worden. Ook de ECB wijst erop dat veranderingen in langetermijnrentes en de natuurlijke rente kunnen duiden op een blijvender verschuiving in

het rente- en inflatieregime (Schnabel, 2025). De vraag is dus niet óf obligaties nog diversificeren, maar onder welke omstandigheden.

Van optimalisatie naar regimebewuste portefeuilleconstructie

De implicatie is niet dat beleggers hun modellen moeten weggooien. Integendeel. De analyse moet juist verbreed worden, waardoor de nadruk verschuift. Minder vertrouwen op historische gemiddelden als stabiele gids. Meer aandacht voor de vraag onder welk regime die gemiddelden tot stand kwamen.

Regimebewuste portefeuilleconstructie begint met het expliciet maken van kwetsbaarheden. Hoe reageert de portefeuille op een inflatieschok? Wat gebeurt er bij stijgende reële rentes? Wanneer werkt duration nog als hedge? Welke diversificatie werkt in een groeischok? Waar zit liquiditeit als herallocatie nodig is?

Dit raakt direct aan de praktijk van institutioneel beleggen. Een renteafdekking kan bescherming bieden tegen dalende rente, maar anders uitpakken in een regime van stijgende inflatie en hogere reële rentes. Inflatiegevoelige beleggingen kunnen nuttig zijn, maar alleen als kasstromen of waarde-ringen daadwerkelijk meebewegen met het relevante inflatierisico. Alternatieve beleggingen kunnen spreiding toevoegen,

maar alleen als hun liquiditeitsprofiel past bij stressscenario's.

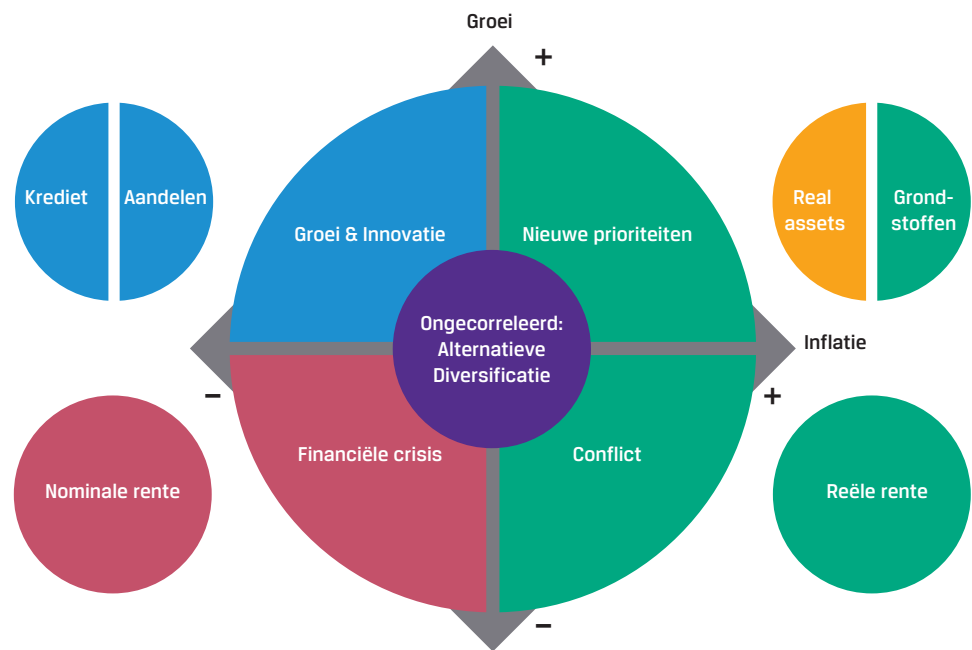
Regimebewuste portefeuilleconstructie vraagt daarom niet om één nieuwe heilige graal, maar om meerdere verdedigingslijnen. Een groeischok vraagt andere bescherming dan een inflatieschok. Een financiële crisis vraagt andere liquiditeit dan een geopolitiek conflict. Figuur 3 vertaalt dit naar een scenarioraamwerk: niet elk scenario wordt door dezelfde bouwsteen opgevangen.

De waarde van zo'n raamwerk zit niet in het kiezen van het juiste kwadrant. De waarde zit in het zichtbaar maken van concentraties in kwetsbaarheid. Een portefeuille kan goed gespreid lijken over beleggingscategorieën, maar toch sterk afhankelijk zijn van één macroregime: lage inflatie, dalende rente en geloofwaardige beleidsreacties. Scenarioanalyse maakt dat verborgen concentratierisico expliciet.

Niet pessimistischer, wel bewuster

Beleggen voorbij het einde van de geschiedenis is geen reden voor somberheid. Markten blijven functioneren. Innovatie gaat door. Globalisering verdwijnt niet volledig. Liberale instituties blijven economisch krachtig. Maar de vanzelfsprekendheid van het post-Koude Oorlog-regime is verdwenen.

Figuur 3
Scenariodiagram
portefeuilleconstruc-
tie
Regimebewust
beleggen vraagt om
meerdere bronnen
van diversificatie;
niet elk scenario
vraagt dezelfde
bescherming.



Dat vraagt om een herijking van ons denken. Modellen blijven nodig, maar moeten worden aangevuld met scenario's. Diversificatie blijft essentieel, maar moet rekening houden met inflatie, geopolitiek en institutionele geloofwaardigheid. Portefeuilles blijven gebouwd op verwachte rendementen en risico's, maar die aannames vragen meer regimebewustzijn.

De grootste kwetsbaarheid van een portefeuille is vaak niet volatiliteit zelf, maar afhankelijkheid van één wereldbeeld. De belegger met de beste voorspelling heeft niet automatisch de sterkste portefeuille. Sterker is de belegger die het minst afhankelijk is van een wereld die langzaam verdwijnt.

Literatuur

- Fukuyama, F. (1992). *The End of History and the Last Man*. Free Press.
- IMF (2023). *Global Financial Stability Report, April 2023: Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*. International Monetary Fund.
- Molenaar, R., Swinkels, L., Sénéchal, E. en Wang, Z. (2024). "Empirical evidence on the stock-bond correlation." *Journal of Asset Management*.
- Schnabel, I. (2025). "No longer convenient? Safe asset abundance and r^* ." Speech, European Central Bank.
- Wack, P. (1985). "Scenarios: Uncharted Waters Ahead." *Harvard Business Review*.
- World Bank (2025). *Global Economic Prospects, June 2025*. World Bank.

Noot

1 De auteur heeft bijgedragen aan het MiFID II Stay Compliant Programma 2026 van CFA Society Netherlands voor Macroeconomics.

From Access to Outcomes: Institutionalizing Private Markets in Benelux Wealth Channels

Rachael Petronelli

Institutional investors have historically allocated to private markets to enhance returns, generate income, and diversify portfolios. As these asset classes become increasingly accessible to private investors, the focus for Benelux wealth channels shifts beyond access to institutionalization: replicating the governance, liquidity discipline, valuation rigor, reporting transparency, and alignment standards that institutional allocators treat as non-negotiable. This article is written primarily for wealth allocators, private banks, family offices, CIOs, and distribution platforms evaluating semi-liquid private market solutions for client portfolios. It outlines a practical underwriting and governance framework designed to align investor expectations with the structural realities of private assets.

For the purposes of this paper, “institutionalization” refers to the application of institutional-grade investment disciplines, governance frameworks, and implementation standards within wealth-facing private market portfolios. To understand why institutionalization will be imperative for the next phase of private market adoption, it is necessary to look at how earlier wealth-facing structures performed. These early wealth-facing solutions (“Private Markets 1.0”) demonstrated that access alone is not enough and can expose investors to liquidity mismatches, opaque fee structures, and valuation uncertainty.

In Benelux, this necessity is amplified by the region’s institutional sophistication. It is not a homogeneous retail market but an integrated ecosystem where large pensions, global fund manufacturing platforms, and cross-border distribution networks intersect, setting a high bar for governance, transparency, and implementation.

Against this backdrop, the next phase (“Private Markets 2.0”) depends less on expanding access and more on institutionalizing the investment process that governs how private market exposure is constructed, distributed, and monitored. The central question is whether private market structures can realistically meet investor expectations across three dimensions: returns, liquidity, and transparency. In practice, this depends not only on product design and governance, but on ensuring that investor expectations are appropriately aligned with the underlying characteristics of private assets. Private markets will inherently differ from public markets in areas such as liquidity, valuation frequency, and transparency, making investor education and expectation management essential for durable adoption in the wealth channel.

WHY “PRIVATE MARKETS 1.0” DISAPPOINTED END INVESTORS AND WHO IS RESPONSIBLE FOR OVERSIGHT NOW?

The first wave of private market products distributed to wealth clients (“Private Markets 1.0”) was largely built by adapting institutional strategies into open-ended fund structures. While this approach enabled broader access to private assets, the

Rachael Petronelli
Vice President StepStone Private Wealth



supporting liquidity, governance, and investor communication frameworks often remained less developed than those used in traditional institutional portfolios.

At the core of these vulnerabilities was a liquidity mismatch. Many wealth-facing private market vehicles offered investors periodic redemption opportunities while investing in underlying assets such as commercial real estate, private credit, or private equity that could not be liquidated quickly without potentially significant discounts. During periods of market stress, several open-ended real estate funds, for example, suspended withdrawals or imposed redemption gates and queues as investor liquidity demands exceeded the realizable liquidity of the underlying portfolio.

Importantly, the challenge was not simply that liquidity management tools existed, but that redemption terms, portfolio construction, investor expectations, and the underlying liquidity characteristics of the assets were often insufficiently aligned. In practice, many earlier wealth-facing structures relied heavily on long-duration primary investments and less predictable portfolio cash flows while offering dealing terms that investors and distribution channels frequently interpreted as evidence of stable or public-market-like liquidity.

PRIVATE MARKETS 1.0 REVEALED
STRUCTURAL VULNERABILITIES UNDER
STRESS

These episodes highlighted the difficulty of extending institutional private market strategies into wealth channels without fully adapting the implementation architecture for wealth investors, including liquidity framework design, portfolio pacing, suitability assessment, stress testing, and investor communication.

As a result, regulatory and industry focus increasingly shifted toward liquidity risk management, valuation governance, fee transparency, and investor suitability within wealth-facing private market structures.

These developments coincide with the emergence of what may be described as “Private Markets 2.0.” The comparison in Table 1 synthesizes the key pitfalls of private markets 1.0 and how private markets 2.0 has responded to enhance investor outcomes.

The rapid growth of these products illustrates the demand for improved structures. While difficult to capture the true size of global semi-liquid assets, Morningstar estimates that semi-liquid fund assets reached \$493 billion as of the third quarter of 2025 in the US alone, representing growth of approximately 130% since 2022.¹

UNDERWRITING WORKFLOW:
THE INSTITUTIONALIZATION "SYSTEM"

As private markets expand across wealth channels, the central implementation challenge becomes designing structures that appropriately align liquidity frameworks, portfolio construction, and investor expectations with the structural characteristics of the underlying assets.

Experience in more developed wealth markets, particularly the United States, provides a useful reference point. As semi-liquid private market vehicles have scaled, periods of market stress have reinforced the importance of liquidity design, investor communication, and expectation setting.

In 1Q26, several US private credit interval funds and non-traded Business Development Companies “BDCs” received redemption requests in excess of their stated quarterly liquidity limits. In many cases, redemption requests were prorated or deferred pursuant to disclosed fund terms, despite underlying portfolio performance remaining broadly stable.

Importantly, most managers adhered to their stated liquidity parameters, fulfilling redemptions within disclosed limits rather than forcing asset sales at discounted prices to meet liquidity demands. Institutional allocators largely continued deploying capital into private credit over the same period, underscoring the divergence between institutional behavior and wealth-channel flows.

Table 1 Key Lessons from Private Markets 1.0 and Corresponding Developments in Private Markets 2.0	Private Markets 1.0 Challenge	Investor Outcome	Private Markets 2.0 Response
	Liquidity mismatch between fund terms and underlying assets	Gating, delayed withdrawals, forced asset sales	More explicit liquidity management frameworks, calibrated redemption terms, and stress testing
	Opaque valuation and reporting practices	Difficulty assessing risk and portfolio value	Greater use of institutional valuation standards and independent oversight
	Layered fee structures and limited cost transparency	Realized returns below investor expectations	Increased focus on all-in cost disclosure and fee governance
	J-curve and uneven cash flow dynamics	Early-period return pressure and liquidity uncertainty	Greater use of secondaries and diversified portfolio construction to improve cash flow pacing
	Retail expectations shaped by public market liquidity	Misalignment between expectations and product design	Greater emphasis on investor suitability, communication, and conditional liquidity frameworks

Table 2 Underwriting Workflow	Phase	Step	Stage
	Portfolio construction	A	Client objectives and constraints
		B	Role in the total portfolio
	Vehicle design & implementation	C	Wrapper and access route
		D	Liquidity design and stress testing
		E	Valuation, reporting, and performance measurement
		F	Fees & alignment
	Governance & lifecycle management	G	Operational infrastructure
		H	Portfolio monitoring, liquidity management, and governance

These dynamics reinforce that gating mechanisms are not necessarily indicators of structural failure, but components of contingent liquidity frameworks designed to preserve portfolio integrity and equitable investor treatment during periods of elevated redemption demand. In practice, recent pressures appeared to stem less from underlying portfolio deterioration and more from the interaction between the investor behavior and the conditional nature of liquidity in private market structures.

As these vehicles scale, sustaining investor confidence increasingly depends on disciplined implementation. The underwriting workflow in Table 2 provides a practical framework for doing so.

PORTFOLIO CONSTRUCTION

A. CLIENT OBJECTIVES AND CONSTRAINTS

The starting point for any private market allocation is the investor’s capacity to absorb illiquidity and valuation uncertainty.

Unlike traditional public market funds, private market vehicles may involve delayed capital deployment, periodic valuation updates, and conditional redemption rights. In semi-liquid structures, liquidity is not guaranteed but depends on the liquidity of the underlying assets and the operation of defined liquidity management tools.

- Suitability assessments should therefore consider:
- investment horizon relative to asset duration
 - liquidity needs and portfolio cash-flow requirements
 - loss capacity and tolerance for valuation volatility
 - behavioral responses during periods of gating, redemption queues, or deferred withdrawals

Within the Benelux wealth channel, MiFID II suitability frameworks already require many of these assessments. However, private market allocations amplify their importance because liquidity constraints are structural characteristics of the asset class rather than temporary market dislocations that can be fully engineered away through product design.

As a result, allocators must ensure not only that investor expectations are aligned with the liquidity mechanics of the investment, but that the allocation itself remains appropriate relative to the investor’s broader liquidity needs and portfolio objectives. Clear communication of these mechanics is essential to maintaining investor confidence and ensuring allocations remain consistent with investor time horizons and liquidity needs.

B. ROLE IN THE TOTAL PORTFOLIO

Private markets are comprised of multiple sub-asset classes, and each serve different investment functions.

Private equity (including venture capital) is generally used to enhance long-term returns, while private credit focuses on generating income and diversifying yield. Infrastructure investments add value through inflation sensitivity and long-duration cash flows, and real estate typically combines income generation with moderate appreciation and partial protection against inflation.

Clearly determining the role and appropriate size of private market allocations in a client’s portfolio helps avoid two common risks in portfolios:

- strategy drift, where allocations expand opportunistically without a clear objective
- liquidity misalignment, where the size and duration of private market exposures conflict with client liquidity needs and broader portfolio cash flow requirements

These roles should be clearly defined within broader portfolio construction and liquidity planning frameworks.

VALUATION DESIGN & IMPLEMENTATION

Once portfolio objectives and constraints are established at the allocator level, implementation decisions shift toward the product and operational design of the investment vehicle itself. From the perspective of the AIFM or product manufacturer, these decisions include vehicle structure, liquidity design, valuation policies, governance arrangements, and distribution practices. The allocator’s role then becomes evaluating whether the selected implementation vehicle appropriately aligns with the client objectives and liquidity needs.

Table 3
Vehicle wrappers
comparison and key
implementation
features

Structure / Regime	Typical Investor Base	Liquidity Design	Key Governance Risk
Closed-end private market fund (LP/GP structure)	Institutional investors, family offices	Capital locked for 8-12 years; liquidity via exits or secondary markets	Limited investor control and long capital lock-up
AIF (AIFMD regulatory framework for alternative funds)			
– SIF (Luxembourg)	Well-informed investors	Typically institutional-style structures; often closed-end	Transparency and governance discipline rely primarily on investor sophistication
– RAIF (Luxembourg)	Well-informed investors	Flexible structures; liquidity terms determined by manager and AIFM	Governance discipline depends heavily on the appointed AIFM
– ELTIF 2.0 (typically under AIFMD)	Professional and retail investors	Long-term investment structure; regulated periodic liquidity	Investor expectations may exceed practical liquidity mechanisms
Part II UCI (Luxembourg)	Professional and retail investors	Periodic liquidity defined in the prospectus	Liquidity terms must be carefully aligned with underlying asset liquidity (often operating under AIFMD when investing in alternatives)

Sources: UCITS Directive; AIFMD consolidated text; Luxembourg SIF law and RAIF law; ALFI RAIF description; ELTIF reform regulation.

C. WRAPPER AND ACCESS ROUTE

Private market exposure can be delivered through several fund structures and regulatory regimes. In practice, European private market access routes often combine multiple layers, including a legal fund structure, a regulatory framework, and governance oversight provided by an authorized AIFM. Table 3 summarizes the most common vehicles used in European wealth channels, beginning with traditional institutional closed-end funds and progressing to regulated structures that enable broader investor access.

Vehicle structure is therefore a first-order design decision because it shapes investor eligibility, liquidity mechanics, governance oversight, and distribution flexibility. Historically, private market investments were accessed primarily through closed-end institutional structures. Today, wealth-facing access increasingly relies on regulated frameworks supported by AIFMD governance, including structures such as SIFs, RAIFs, Part II UCIs, and ELTIFs.

Recent reforms under ELTIF 2.0 further expanded the practical design space for wealth-facing private market structures by supporting broader retail participation and more flexible semi-liquid implementation frameworks within regulated vehicles.

D. LIQUIDITY DESIGN AND STRESS TESTING

Unlike U.S. interval funds, which are required to conduct scheduled repurchase offers, European semi-liquid private market structures generally rely on contingent liquidity, meaning investor redemptions are conditional on underlying portfolio liquidity, available liquidity buffers, and the activation of liquidity management tools (“LMTs”).

European supervisory guidance increasingly emphasizes robust liquidity risk management for open-ended structures. ESMA’s work on LMT frameworks seeks to ensure that tools such as redemption gates, notice periods, and swing pricing are appropriately calibrated to a fund’s investment strategy and

redemption profile. Swing pricing adjusts a fund’s NAV during periods of significant investor subscriptions or redemptions to allocate transaction costs to the transacting investors rather than diluting remaining shareholders. These mechanisms do not eliminate liquidity risk. Rather, they are intended to allocate liquidity fairly across investors while preserving portfolio integrity and reducing the likelihood of forced asset sales.

In practice, liquidity design in semi-liquid private market vehicles is closely linked to the characteristics of the underlying asset class. Strategies with longer-duration assets or less predictable distribution profiles may require more conservative redemption limits, while portfolios with more predictable cash flows may support higher levels of investor liquidity. As a result, redemption parameters are typically calibrated to reflect the expected liquidity dynamics of the underlying portfolio rather than applied uniformly across strategies. Misalignment between these parameters and underlying asset liquidity can introduce destabilizing dynamics, particularly during periods of elevated redemption demand.

Liquidity frameworks may also evolve as vehicles scale. For example, liquidity buffers and financing facilities such as credit lines can be sized relative to fund assets, providing additional flexibility to manage short-term liquidity needs while maintaining portfolio stability.

Liquidity stress testing frameworks should consider interacting shocks including:

- market valuation shocks affecting realizable asset prices
- valuation lag between NAV calculation and redemption requests
- redemption clustering driven by distribution platforms or advisors
- financing shocks affecting credit facilities

Rather than producing a simple pass-fail outcome, stress tests should predefine governance responses, including which liquidity management tools activate and how investor communication

and operational processes are executed. In this sense, liquidity stress testing serves not only as a risk management tool, but as a mechanism for ensuring that product design, investor expectations, and operational execution remain aligned under both normal and stressed conditions.

E. VALUATION, REPORTING, AND PERFORMANCE MEASUREMENT

Unlike public markets where prices are continuously observable, private market valuations rely on structured governance processes to support consistent and defensible fair value estimates.

Industry standards provide the foundation for this framework. In practice, three widely recognized standards form the core reporting stack:

- IPEV valuation guidelines, which support fair value measurement consistent with IFRS and US GAAP
- ILPA reporting templates, which improve transparency around fees, expenses, and carried interest
- GIPS standards, which provide ethical principles for performance presentation and disclosure.

In institutional settings, valuation governance typically includes formal oversight, independent review, and documented methodologies, with fair value determined using a combination of market, income, and cost approaches depending on available inputs. In practice, institutional valuation governance frameworks often combine formal valuation committee oversight, independent third-party review, and ongoing back-testing processes. For example, valuation committees may include representatives from finance, compliance, and senior investment leadership operating under documented escalation and reporting procedures. Independent valuation specialists may periodically review selected positions or provide range-of-value analyses, while ongoing monitoring frameworks compare fair value marks against subsequent transaction data or GP-reported capital accounts to identify and explain material variances over time.

However, valuation in private markets remains inherently judgement-based, introducing variability across managers and market environments. Empirical research has shown that appraisal-based valuation approaches in private markets can produce smoother reported return profiles than underlying economic performance would suggest, reflecting the lagged and judgement-based nature of private asset valuation.² While this is a structural feature of private asset valuation, it becomes particularly relevant in semi-liquid vehicles where subscriptions and redemptions occur at reported NAV, with direct implications for pricing fairness and investor outcomes.

Two measurement issues are particularly relevant in wealth distribution. First, the use of credit facilities can affect the timing of capital deployment and the transparency of portfolio leverage, requiring clear disclosure. Second, the interaction between valuation cadence and dealing frequency is a critical design consideration in semi-liquid structures, given its impact on redemption pricing.

For wealth platforms, valuation governance should therefore be treated as a core product design consideration rather than a reporting afterthought. Robust valuation processes, independent oversight, and transparent reporting are essential to support large-scale distribution, consistent communication, and alignment with investor expectations around transparency.

F. FEES AND ALIGNMENT

Total costs in private market products often extend beyond the headline management fee. Distribution costs including platform fees and advisory costs can represent a significant share of investor expenses.

ESMA's total cost report estimates distribution costs represent 48% of UCITS total costs and 27% of AIFs, highlighting that traditional advised distribution through private banks, investment firms, or wealth platforms can be materially more expensive than execution-only channels, where investors transact directly through platforms without ongoing advisory services.³ In parallel, industry research highlights that semi-liquid private market funds frequently carry higher expense ratios (relative to public market solutions) due to borrowing costs, incentive fees, and operational complexity.

**ACCESS ALONE IS NOT ENOUGH. OUTCOMES
DEPEND ON INSTITUTIONAL DISCIPLINE**

These dynamics introduce a key consideration in wealth-facing private markets: a potential disconnect between gross return expectations and net investor outcomes. While private markets are often positioned as return enhancing allocations, layered fee structures and distribution costs can materially reduce realized returns, particularly when not fully understood or transparently disclosed.

For wealth distribution platforms, effective fee governance therefore requires evaluating the all-in investor experience, rather than focusing solely on the fund's headline fee structure. This includes assessing how fund-level fees, financing costs, and distribution charges can impact net returns. As private markets access expands, ensuring transparency and alignment in total cost structures becomes a critical component of institutionalization, directly impacting both investor outcomes and long-term confidence in the asset class.

GOVERNANCE & LIFECYCLE MANAGEMENT

G. OPERATIONAL INFRASTRUCTURE

Institutionalization of private markets in the wealth channel also requires operational infrastructure capable of supporting large-scale distribution, periodic liquidity management, and high governance standards.

In practice, wealth-facing private market vehicles rely on a multi-layered operating framework in which several specialized parties perform distinct oversight and operational functions. Key elements typically include:

- AIFM governance- responsible for portfolio oversight, liquidity risk management, valuation supervision, and regulatory reporting under the AIFMD framework
- Depositary oversight- providing asset safekeeping, cash flow monitoring, and independent control functions designed to protect investors
- Transfer agency and registry infrastructure- manages investor onboarding, subscription and redemption processing, and the operational execution of liquidity management tools
- Fund administration and data systems- supports NAV production, portfolio transparency, and investor reporting aligned with institutional disclosure standards

Weak coordination between AIFM, administrator, depositary, and transfer agent can convert otherwise well-designed liquidity tools into operational risk points, particularly when dealing volumes increase through wealth distribution channels.

At the same time, as private markets have become more widely adopted, particularly in developed fund domiciles such as Luxembourg with more standardized governance frameworks, broader experience among service providers, and the expansion of fund platform infrastructure have contributed to more consistent coordination across these functions.

H. PORTFOLIO MONITORING, LIQUIDITY MANAGEMENT, AND GOVERNANCE

Semi-liquid private market funds require active diligence and monitoring throughout the investment lifecycle. Unlike traditional closed-end funds, where investor capital is locked up until exits occur, semi-liquid structures combine long-duration assets with periodic liquidity opportunities. Maintaining stability in these structures requires active portfolio monitoring and engagement.

I. Manager diligence and oversight

Private market outcomes remain highly manager-dependent, with significantly wider performance dispersion relative to public markets as shown for private equity in Figure 1, reinforcing that manager selection is a primary driver of realized returns.

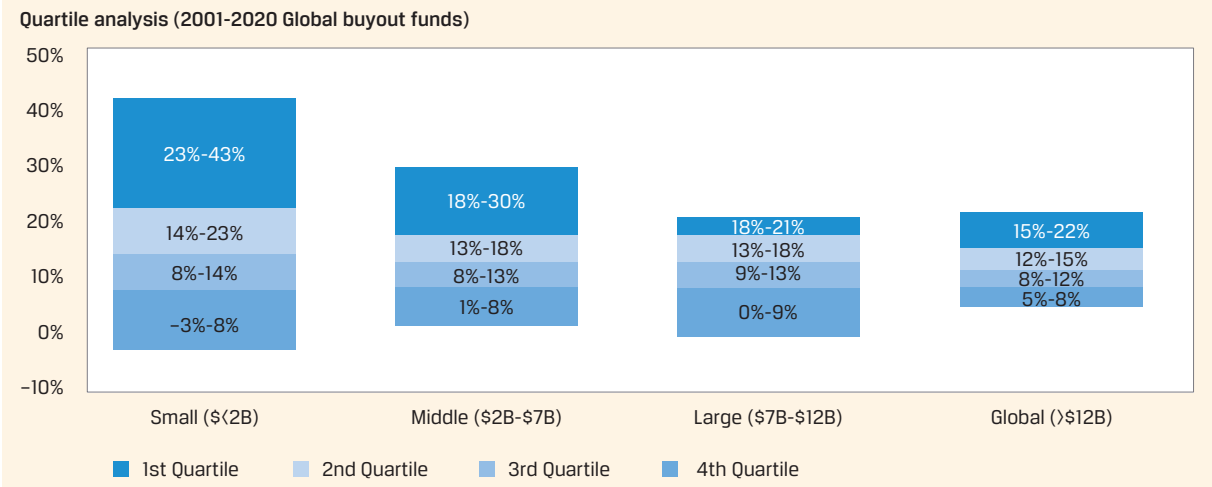
INSTITUTIONALIZATION REQUIRES
A STRUCTURED UNDERWRITING APPROACH
ACROSS PORTFOLIO CONSTRUCTION,
PRODUCT DESIGN, AND GOVERNANCE

Initial due diligence and ongoing monitoring should evaluate sourcing capability, underwriting discipline, portfolio construction, and pacing decisions. In semi-liquid private market vehicles, where capital is deployed continuously, access to high-quality deal flow becomes particularly important. Managers must be able to source sufficient investment opportunities across market cycles to deploy capital without compromising underwriting standards. Robust sourcing networks and long-standing relationships across sponsors, intermediaries, and secondary markets therefore play a critical role in maintaining investment discipline while managing ongoing capital deployment.

II. Portfolio construction and liquidity management

While liquidity design establishes the structural framework for investor redemptions, the stability of semi-liquid vehicles also depends on portfolio construction and active monitoring of underlying cash flows. Although redemption capacity ultimately relies on liquidity buffers and the activation of liquidity management tools, the composition and pacing of the portfolio materially influence the reliability of investor liquidity over time.

Figure 1
Quartile Analysis
(2001-2020 Global
Buyout Funds)



Source: SPI by StepStone, as of September 30, 2025, for buyout funds with vintages from 2001-2020.

Semi-liquid private market portfolios typically combine multiple asset types, including primary fund investments, secondaries, and co-investments, that exhibit different j-curve profiles. For example, secondaries often involve more seasoned assets that may generate earlier distributions than primary commitments. By layering assets with different durations and cash flow dynamics, portfolio construction can support more balanced distribution profiles over time.

Monitoring frameworks should therefore track not only redemption flows and liquidity buffers but also portfolio pacing, distribution forecasts, and the evolving mix of underlying asset types and their durations. If portfolio construction is not aligned with the fund’s liquidity framework, particularly during periods of elevated redemption demand, this can result in a mismatch between expected cash flows and investors liquidity needs, potentially leading to delayed redemptions or other sub-optimal outcomes, such as having to sell assets at a discount to meet redemptions.

Secondary markets may provide an additional layer of liquidity. While not typically a primary source for semi-liquid funds, secondary transactions can allow managers to rebalance exposures, manage concentrations, or adjust portfolio composition as market conditions evolve. In this sense, secondary sales can supplement the natural liquidity generated by portfolio cash flows, assuming the sale price meets underwriting standards.

In practice, the stability of semi-liquid private market vehicles therefore depends not only on formal liquidity tools, but also on disciplined manager selection, thoughtful portfolio construction, and ongoing monitoring of portfolio cash flows.

III. Portfolio implementation and governance framework

The checklist in Table 4 summarizes practical implementation considerations for integrating private market strategies into wealth client portfolios.

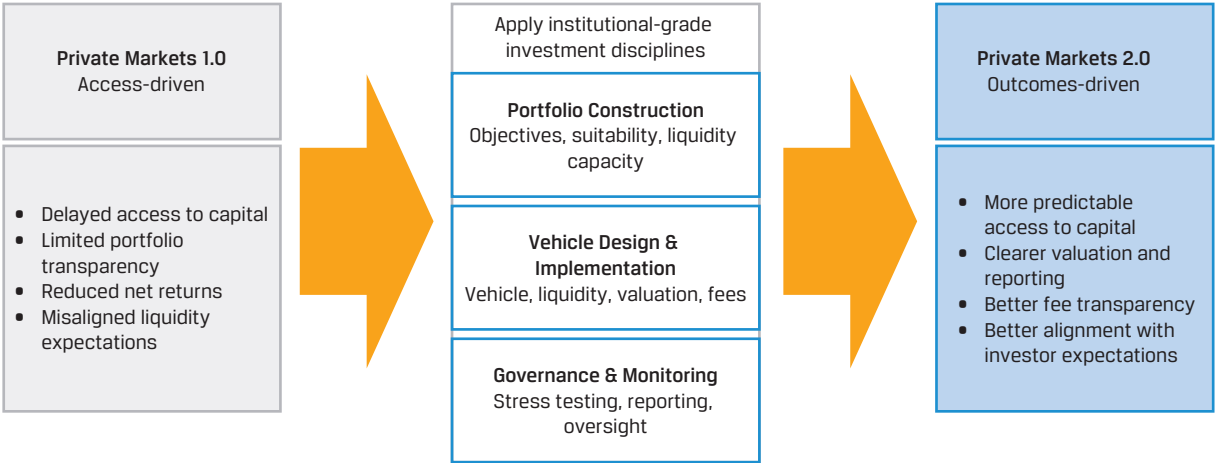
Taken together, these steps reflect how private market investing has historically been approached by institutions. For wealth portfolios, replicating this level of discipline is not simply a matter of best practice but a prerequisite for aligning outcomes with investor expectations. Consistent implementation across manager selection, portfolio construction, liquidity management, and governance ultimately determines whether private market structures can deliver outcomes aligned with investor expectations

CONCLUSION

The Benelux region is structurally advantaged in private markets. The Netherlands provides institutional investment scale, Luxembourg serves as Europe’s leading fund manufacturing hub, and Belgium operates as a cross-border distribution center. As private markets become increasingly accessible to wealth investors, the central question is not simply whether access can be expanded, but whether these products can deliver outcomes consistent with investor expectations.

Table 4 Implementation Levers Checklist	Phase	Implementation Area	Key Governance Deliverable	Typical Timing
	Manager & Strategy Selection	Manager selection & strategy fit	Investment due diligence assessing sourcing network, underwriting discipline, portfolio construction, and track record	Pre-commitment
		Operational due diligence (ODD)	Assessment of operational controls, governance framework, administrator, and reporting capabilities	Pre-commitment
	Vehicle & Governance Assessment	Vehicle structure selection (UCITS / AIF / SIF / RAIF / ELTIF)	Documented rationale linking wrapper to target market, eligible assets, and liquidity design	Pre-launch
		Liquidity framework	Defined redemption terms, LMT policy, queue/ gate governance, and investor communication protocols	Pre-launch; annual review
		Liquidity stress testing	Multi-scenario liquidity stress testing with predefined governance responses	Quarterly; event-driven
		Valuation governance	Valuation policy aligned with IPEV and independent valuation oversight	Pre-launch; ongoing
		Investor reporting framework	ILPA-aligned reporting, fee transparency, and look-through exposures	Quarterly
		Total cost governance	All-in cost analysis including distribution layers and investor disclosures	Pre-launch; updated as needed
		Depositary and custody oversight	Depositary oversight framework and asset safekeeping controls	Pre-launch; ongoing
		Subscription line governance	Policy on use, limits, disclosures, and stress test integration	Pre-launch; periodic disclosure
	Ongoing Portfolio Monitoring	Portfolio monitoring & governance	Ongoing review of portfolio construction, liquidity profile, and investor communication	Continuous

Figure 2 A Roadmap for Institutionalizing Private Markets in Benelux Wealth Channels



In practice, private market structures can meet these expectations, but only where design and implementation are aligned with the underlying characteristics of the asset class. This requires balancing three core dimensions: delivering return potential net of fees, providing liquidity that is consistent with portfolio cash flows rather than investor assumptions, and ensuring transparency in valuation, reporting, and total cost structures.

Ultimately, the next phase of private market adoption in the Benelux wealth channel will depend less on expanding access and more on aligning product design, governance frameworks, liquidity mechanics, and investor expectations with the structural realities of private assets. Where these disciplines are consistently applied, private markets can become a durable component of diversified wealth portfolios rather than simply an extension of product availability.

Literature

— Ang, A., Chen, B., Goetzmann, W.N. and Phalippou, L., 2018, *Estimating private equity returns from limited partner cash flows*, *The Journal of Finance*, vol. 73, no. 4: 1751-1783.

— European Central Bank, 2025, *The Eurosystem's exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement*, ECB, Frankfurt.

— European Securities and Markets Authority, 2025, *Report on total costs of investing in UCITS and AIFs*, ESMA Market Report, ESMA50-1949966494-3918, Paris.

— European Securities and Markets Authority, 2025, *Report on the functioning and review of the DLT Pilot Regime*, ESMA75-117376770-460, Paris.

— Kephart, J., Shannon, J. and Moriarty, B., 2025, *The state of semiliquid funds*, Morningstar Manager Research, Chicago.

Notes

- 1 The State of Semiliquid Funds 2025 | Morningstar
- 2 Estimating Private Equity Returns from Limited Partner Cash Flows on JSTOR
- 3 ESMA50-1949966494-3918 Report on total costs of investing in UCITS and AIFs

Democratisering van beleggen: wat is uw financiële dienstverlener eigenlijk waard?

Beleggen is goedkoper geworden dan ooit. Dat merk ik in mijn dagelijkse praktijk als beleggingsprofessional. Wat vroeger het exclusieve domein was van institutionele beleggers en private banks, zoals wereldwijde spreiding en blootstelling aan vrijwel elk activaklassen, is vandaag binnen handbereik van iedere particuliere belegger. De opkomst van een oneindige hoeveelheid goedkope indextrackers heeft het beleggingslandschap ingrijpend veranderd. En daarmee rijst bij mij de vraag: wat levert aanvullende beleggingsdienstverlening nog op?

Ik stel die vraag niet als provocatie, maar vanuit een analytisch uitgangspunt. Want wat mij opvalt, is dat grote delen van de 'beleggingstoolbox' die private banks traditioneel inzetten inmiddels in toenemende mate breed toegankelijk zijn geworden via goedkope producten, online platformen en analysetools. Daar komt nog bij dat AI zich heeft ontwikkeld tot een verrassend goede sparringpartner voor vermogensbegeleiding en -advies. AI-applicaties kunnen een beleggingsportefeuille nauwkeurig analyseren, scenario's doorrekenen en concrete voorstellen helpen formuleren. Deze ontwikkeling gaat razendsnel.

Laten we deze democratisering concreet maken. Hiervoor gebruik ik graag de klassieke 60/40-portefeuille als referentiepunt: zestig procent wereldwijd gespreide aandelen, veertig procent risicoarm vastrentend. Niet omdat zij optimaal of innovatief is, maar juist vanwege haar eenvoud en transparantie. Talloze academische studies bevestigen dat een dergelijke portefeuille over langere perioden robuust presteert. Wie een wereldwijde aandelen tracker combineert met een euro-obligatiefonds heeft in essentie al een doordachte, gespreide portefeuille in handen, tegen minimale kosten.

Precies daarom gebruik ik de 60/40-portefeuille ook als benchmark om de toegevoegde waarde van private banks, wealth managers en de nieuwe fintech beleggers te beoordelen. Execution-only beleggen

beperkt zich in essentie tot het markttrendement minus minimale fricties. Zodra een aanbieder een aanvullende vergoeding rekt, rijst de vraag wat die vergoeding oplevert boven op wat een particuliere belegger zelf al goedkoop kan realiseren.

Die vraag is niet triviaal. Bij een beleggingshorizon van twintig jaar kan het cumulatieve effect van beheervergoedingen, uitgaande van een startkapitaal van één miljoen euro en een identieke marktblootstelling, oplopen tot enkele honderdduizenden euro's. Een verschil dat niet voortkomt uit slimme allocatiekeuzes of timing, maar uitsluitend uit kosten.

Aanvullende dienstverlening heeft zeker waarde, maar de vraag is waar precies. AI neemt inmiddels veel uit de klassieke beleggingstoolbox over: portefeuilleanalyses, scenario's, kostenvergelijkingen, rebalancing en het structureren van doelen zijn grotendeels te automatiseren. Wat overblijft als kern van echte meerwaarde zijn gedragsbegeleiding, fiscale afstemming en vermogensplanning, evenals terreinen waar AI wettelijk geen beslissingen mag nemen. Formele risicoprofielbepaling en geschiktheidstoetsing zijn geen rekenkundige exercities maar verantwoordelijkheden met juridische en toezichtmatige implicaties. Juist daar heeft aanvullende dienstverlening een andere status dan een slimme analysetool. De relevante vraag is dus niet of een dienstverlener iets toevoegt, maar of die meerwaarde opweegt tegen wat een particuliere belegger vandaag al goedkoop zelf kan realiseren.

De democratisering van beleggen heeft de spelregels veranderd en de lat voor financiële dienstverleners ligt hoger dan ooit. De 60/40-portefeuille is in dat licht geen normatief ideaal, maar een analytisch ijkpunt dat zichtbaar maakt wat jarenlang verborgen bleef achter complexiteit en ondoorzichtige kostenstructuren. De markt voor vermogensbeheer staat voor een fundamentele heroriëntatie. Private banks,

wealth managers en fintech banken die hun bestaansrecht willen bewijzen, zullen niet langer kunnen volstaan met het aanbieden van standaardoplossingen. Zij zullen hun meerwaarde meetbaar en inzichtelijk moeten maken: in rendementen, risicobeheersing, uitgespaarde kosten en aantoonbare gedragseffecten. Niet in marketingtaal, maar in transparante resultaten. De particuliere belegger heeft de middelen, de informatie en inmiddels ook de AI-applicaties om hen daarop af te rekenen. Als de sector dit niet zelf doet, zal de toezichthouder het uiteindelijk eisen.

Tot slot nog een belangrijke kanttekening. Voor financiële producten gelden altijd disclaimers, en deze column vormt daarop geen uitzondering. Het uitgangspunt in dit stuk veronderstelt bovendien dat de belegger beschikt over kennis van beleggen, voldoende om de weg te vinden in het brede aanbod van beleggingsproducten en in het gebruik van AI-applicaties. Dat is ook nodig om de uitkomsten van AI kritisch te kunnen beoordelen. Wie die kennis mist, doet er verstandig aan professioneel advies in te winnen en zeker niet blind te varen op wat een AI-applicatie suggereert. Ook voor die belegger biedt een financiële dienstverlener duidelijke meerwaarde, al gaat dat wel gepaard met een passende en uitlegbare prijs.

Michel Wetser
Redactielid van het VBA Journaal



Van vermogensbeheer naar family stewardship

HOE SINGLE-FAMILY OFFICES EN PRIVATE MARKT BELEGGINGEN HET SPEELVELD HERDEFINIËREN VOOR VERMOGENSBEHEERDERS, PRIVATE BANKS EN TOEZICHTHOUDERS

*Daphne Paree Engelke & Florentine Hanlo
Met dank aan Teun Domburg, Trainee, Van Lanschot Kempen Zwitserland*

INTRODUCTIE

Dit artikel beschrijft twee samenhangende bewegingen in de wereld van private wealth die gezamenlijk leiden tot een structureel nieuwe benadering van het beheer van familiaal vermogen. De eerste is de snelle professionalisering van single-family offices (SFO's) in de Benelux en Europa, die evolueren van discrete servicekantoren naar institutioneel ingerichte vermogensorganisaties. De tweede is de verschuiving van private markt beleggingen richting private wealthkanalen. Waar private markt beleggingen traditioneel vooral toegankelijk waren voor institutionele beleggers, worden deze investeringen in toenemende mate beschikbaar voor private wealth. Dit is voor SFO's van directe betekenis, aangezien hun portefeuilles reeds substantieel zijn gealloceerd aan private markten en zij hierdoor steeds meer opereren op het snijvlak van private banking en institutioneel vermogensbeheer. Samen wijzen deze bewegingen op een groeiende behoefte aan geïntegreerd wealth management,

waarin private banking en institutioneel vermogensbeheer onder één dak worden gecombineerd.

Campden Wealth en Van Lanschot Kempen hebben 59 family offices onderzocht in het Benelux Family Office Report 2025. Van deze 59 family offices zijn circa 80 procent single-family offices en de overige 20 procent private multi-family offices, een representatieve steekproef voor de Benelux-markt. De gemiddelde familiewaarde van de betrokken family offices is circa €1.393 miljoen. Het gemiddelde vermogen onder beheer is €654 miljoen exclusief het operationele bedrijf. Van de 59 onderzochte family offices is 60 procent opgericht na 2010. Nog eens 29 procent na 2020. Meer dan de helft van de onderzochte family offices verwacht binnen de aankomende tien jaar een leiderschapsoverdracht (Campden Wealth/Van Lanschot Kempen, 2025). Deze family offices zijn geen langdurige statische instituten. Integendeel, het zijn vaak jonge, zich snel ontwikke-

Florentine Hanlo, CFA (I)
Head of Private
Client Solutions,
Managing Director,
Van Lanschot Kempen

**Daphne Paree
Engelke (r)**
CEO, Van Lanschot
Kempen Zwitserland



lende partijen die tegelijkertijd voor een eerste generatiewissel staan. Die verjonging verklaart deels het tempo. Nieuwe SFO's starten vandaag al op een professioneel niveau dat oudere generaties pas later bereikten. The European Family Office Report 2024 van Campden en HSBC Private Bank bevestigt dit beeld.

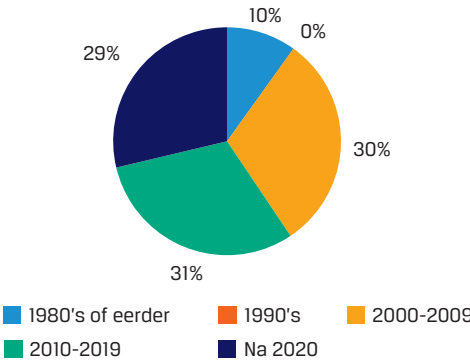
Die professionalisering en generatiewisseling hebben consequenties voor niet alleen de family offices zelf, maar ook de partijen waarmee zij samenwerken, zoals vermogensbeheerders, private banks en toezichthouders. Als SFO's vermogenscontinuïteit over meerdere generaties willen organiseren, moeten institutionele beleggingsmogelijkheden worden gecombineerd met family governance, liquiditeitsarchitectuur en eigenaarschapsdiscipline. Daarvoor richten SFO's zich steeds meer op externe uitvoeringspartners: vermogensbeheer wordt al bij circa 79 procent ten minste gedeeltelijk uitbesteed, terwijl de strategische regie intern blijft.

Wie SFO's als concurrent beschouwt, mist de kans om als structurele uitvoeringspartner geselecteerd te worden. Een SFO is primair een opdrachtgever, geen rivaal. Dit onderscheidt SFO's ook van multi-family offices (MFO's) en private banks: terwijl MFO's meerdere families bedienen vanuit een gedeelde structuur, en private banks een breed scala aan vermogende cliënten, richt dit artikel zich op SFO's omdat hun schaal, complexiteit en bestuurlijke ontwikkeling specifieke uitdagingen en kansen creëren.

Tegelijkertijd openen vermogensbeheerders en private banks toegangsroutes naar private markten die lange tijd uitsluitend voorbehouden waren aan institutionele beleggers. Evergreen-fondsen, semi-liquide structuren, co-investment-fondsen – het aanbod groeit snel. De fundamentele risico's van private markt beleggingen verdwijnen daarbij echter niet. De onderliggende illiquiditeit, moeilijke waardering en beperkte 'trackrecords' verdwijnen niet simpelweg door een ander distributiekanaal.

Dit artikel beschrijft die twee bewegingen: de professionalisering van SFO's in de Benelux en Europa, en de verschuiving van private markt beleggingen richting private wealthkanalen. Beide bewegingen wijzen naar geïntegreerd wealth management.

Figuur 1
Oprichtingsjaren
Benelux family
offices
Oprichtingsjaren van
de 59 onderzochte
Benelux family
offices per tijdvak.
Illustreert dat 60%
na 2010 is opgericht.



Bron: Campden Wealth/Van Lanschot Kempen (2025)

DE OPKOMST VAN HET FAMILY OFFICE ALS ORGANISATIEVORM

Ook in de academische wereld wordt erkend dat family offices nog een relatief jong onderzoeksdomein is. In een systematische literatuurreview van 104 publicaties over family offices tussen 1979 en 2023 concludeerden Hayoz, Ge en De Massis dat het onderzoeksveld nog 'in its infancy' is. Het onderzoeksveld telde slechts vier studies in de eerste 21 jaar. Het merendeel van de bestaande studies richt zich op hoe een family office zich als dienstverlener positioneert, waarbij multi-family offices en single-family offices niet altijd scherp worden onderscheiden. Wie een family office slechts ziet als een luxe servicekantoor, mist de kernfunctie die het kan vervullen.

Hayoz et al. (2025) omschrijven een family office als een structuur die door een familie wordt ingezet om haar vermogensdoelstellingen en ambities te verwezenlijken, met als doel familiecohesie te bewaken, volgende generaties te inspireren, een ordelijke generatieoverdracht van vermogen te faciliteren en continuïteit te waarborgen.

BELEGGINGSVOLWASSENHEID KAN HARDER GROEIEN DAN BESTUURLIJKE VOLWASSENHEID – DAT VERSCHIL WORDT PAS ZICHTBAAR ALS HET TE LAAT IS

Rivo-López et al. (2020) beschrijven family offices als een mechanisme dat familieactiva centraliseert en vermogen in brede zin helpt overdragen, niet alleen financieel, maar ook in termen van autonomie, privacy, familie-erfgoed en filantropische oriëntatie. Schickinger et al. (2023) nuanceren dit door te wijzen op de heterogeniteit van family offices: latere generaties leggen doorgaans meer nadruk op familie-gerelateerde doelstellingen en governance, terwijl vroegere generaties vaker ondernemend investeringsgedrag vertonen.

Krüger et al. (2025) voegen toe dat SFO's een 'business family identity' over generaties kunnen behouden, ook zonder een actief familiebedrijf, via portefeuillesamenstelling, formele governance-structuren of actieve betrokkenheid van familieleden.

VAN SERVICEPLATFORM NAAR BESTUURSINSTRUMENT

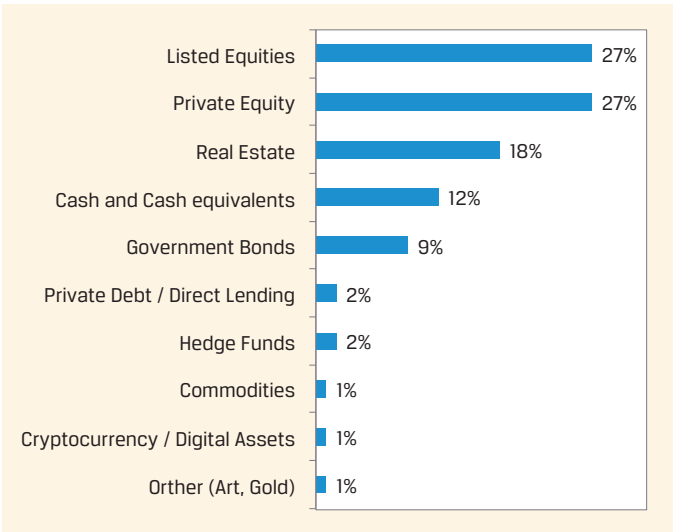
Een veel voorkomende misvatting is dat wealth management de vriendelijke, service-gerichte uitbreiding van asset management is: rendement behalen, mandaten uitvoeren en risico beheersen, maar dan met een persoonlijke bankier en fiscaal advies. Wealth management omvat inderdaad de kernpunten van asset management, maar het totale concept reikt verder.

Het richt zich op wat kan worden omschreven als 'family stewardship': de verantwoordelijkheid om familievermogen over generaties te bewaken, door te geven en te laten dienen aan de

doelen van de familie. Liquiditeitsarchitectuur verwijst daarbij naar het bewust inrichten van de balans tussen liquide en illiquide beleggingen in relatie tot verwachte familiecashflows. Die bredere definitie heeft betrekking op asset allocatie, managerselectie, rapportage en risico, maar ook op governance, opvolging, eigendomseducatie, fiscale en juridische samenhang, reputatie, filantropie en de vraag wat het vermogen voor de familie moet bewerkstelligen. In het Global Family Office Report van IMD Business School en Family Business Network wordt die verbreding bevestigd. Family offices verschuiven van discrete ‘back-office’-functies naar strategie over het vermogen en innovatie.

De portefeuillesamenstelling van Benelux family offices professionaliseert eveneens, zo bevestigen de data. De gemiddelde portefeuille bestaat voor circa 27 procent uit beursgenoteerde aandelen en 27 procent uit private equity, gevolgd door vastgoed met 18 procent. Elk van de 59 onderzochte family offices had een blootstelling aan private equity, en 42 procent wil deze in de komende twaalf maanden vergroten (Campden Wealth/ Van Lanschot Kempen, 2025).

Figuur 2
Portefeuilleverdeling Benelux family offices
Gemiddelde assetallocatie van de 59 onderzochte offices.



Bron: Campden Wealth/ Van Lanschot Kempen (2025)

DE GOVERNANCE-KLOOF: INVESTERINGS-VOLWASSENHEID LOOPT VOOR OP BESTUURLIJKE VOLWASSENHEID

Ondanks de professionalisering van de beleggingsfunctie laat het Benelux-rapport zien dat de bestuurlijke professionalisering achterblijft, en dat is precies waar het risico het grootst is bij toenemende investeringen in private markten. Hoewel meer dan de helft van de family offices een beleggingscomité heeft, en meer dan 40 procent een ‘mission statement’, ontbreken family councils en family boards bij een groot deel. Die achterstand valt minder op zolang families klein zijn en één generatie aan het roer staat. Zodra de generatiehorizon langer wordt en eigendom over meer partijen en generaties verdeeld moet worden, vormt het

een structureel risico (Campden Wealth/ Van Lanschot Kempen, 2025).

Het European Family Office Report 2024 van Campden Wealth en HSBC bevestigt dit beeld voor Europa. Van de 101 onderzochte family offices heeft 64 procent een beleggingscomité, 58 procent een family-office board en 40 procent een family council. Maar slechts 47 procent heeft een opvolgingsplan en slechts 13 procent een formeel schriftelijk plan. Strategische beleggingsrichtlijnen zijn veel gebruikelijker dan familiestatuten, risicomangementkaders of mechanismen voor conflictoplossing.

Een recenter onderzoek uit 2025 van Campden en AITi Tiedemann naar 146 family offices wereldwijd bevestigt deze achterblijvende bestuurlijke professionalisering. Family offices scoren hoog op beleggingsfunctie en complexiteitsmanagement, maar blijven achter op het gebied van governance en opvolgingsplanning. Opvallend is ook dat 79 procent ten minste een deel van het vermogensbeheer uitbesteedt – typisch bewaarneming, liquiditeitsbeheer, valuta-afdekking en gestructureerde producten – terwijl private equity en vastgoed juist vaker intern worden gestuurd.

EEN SFO IS GEEN CONCURRENT VAN EEN PRIVATE BANK – HET IS EEN OPDRACHTGEVER. WIE DAT BEGRIJPT EN PRIVATE BANKING MET INSTITUTIONEEL VERMOGENSBEHEER COMBINEERT, BEANTWOORDT AAN EEN STRUCTURELE MARKTBEHOEFTE

De diagnose is duidelijk: family offices geven prioriteit aan het professionaliseren van hun beleggingsfunctie en besteden pas later aandacht aan de familie-infrastructuur. Een grotere vraag is daarbij: hoe kunnen SFO’s met steeds complexere portefeuilles borgen dat er voldoende beleggingsexpertise aanwezig blijft, juist ook wanneer specifieke uitvoeringsfuncties worden uitbesteed? Uitbesteding lost het governancevraagstuk niet op; het verschuift de verantwoordelijkheid deels, maar laat de strategische verantwoordelijkheid bij de SFO. Die kwetsbaarheid wordt het meest zichtbaar op het terrein van private markten: naarmate de blootstelling daaraan groeit, worden beslissingen over timing, waardering en exit steeds afhankelijker van interne expertise en bestuurlijke slagvaardigheid die bij veel SFO’s nog onvoldoende is. Families kunnen lang veronderstellen dat governance ‘later wel komt’, totdat een overlijden, verkoop, echtscheiding of overgang naar een zogenoemd cousins partnership – een fase waarin eigendom en zeggenschap worden verdeeld over meerdere takken van de familie – die de vrijblijvendheid ineens kostbaar maakt.

Tabel 1
Vergelijking SFO
versus institutionele
belegger

Kenmerk	Single-family office	Institutionele belegger
Primair doel	Vermogenscontinuïteit, familiecohesie, opvolging, controle, soms filantropie of impact	Rendement binnen expliciet mandaat, liabilities of beleidsdoelen
Kapitaalbasis	Geconcentreerd familiekapitaal, vaak verbonden met ondernemingsvermogen	Kapitaal van deelnemers, polishouders, donoren of aandeelhouders
Governancekern	Investment committee vaak aanwezig; family council, constitutie en opvolgingsplan vaker onvolledig	Board, risk/compliance, mandaten en rapportage meestal formeler uitgewerkt
Tijdshorizon	Lang, maar beïnvloed door familiecashflows, generatiewissels en operationeel bedrijfsrisico	Lang, maar vaak expliciet liability- of benchmark-gedreven
Niet-financiële dimensie	Hoog: identiteit, legacy, volgende generatie, reputatie, familielaties	Beperkter en meestal institutioneel geformaliseerd
Operatiemodel	Lean teams; interne regie op strategie en allocatie, selectieve uitbesteding van uitvoering	Meer interne functiescheiding, schaal en processtandaardisatie

Noot: analytische synthese op basis van Rivo-López et al. (2020), Schickinger et al. (2023), Krüger et al. (2025), Campden Wealth/HSBC (2024), Campden Wealth/Van Lanschot Kempen (2025) en Campden Wealth/AITi Tiedemann Global (2025). De tabel beoogt analytische patronen te identificeren; de daadwerkelijke inrichting van individuele family offices varieert aanzienlijk.

Dat dit risico reëel is, blijkt uit wat family offices zelf als grootste risico rapporteren. Onder family offices met blootstelling aan private equity noemde 61 procent het gebrek aan exits als voor-naamste probleem en 48 procent een gebrek aan liquiditeit (UBS, 2024). De fundamentele risico’s van private markten verdwijnen niet door ze via een toegankelijker vehikel aan te bieden.

SFO VERSUS INSTITUTIONELE BELEGGER:
EEN ANALYTISCHE VERGELIJKING

De onderstaande tabel vergelijkt single-family offices met institutionele beleggers op de kenmerken die in de praktijk het meeste verschil maken. Hierin komt de governance-kloof tot uiting, per kenmerk. Ter vergelijking: institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars beschikken doorgaans over uitgebreidere interne governance- en risicomanagement-kaders. Multi-family offices nemen een tussenpositie in: zij bieden schaalvoordelen en gedeelde infrastructuur, maar missen het maatwerk van een SFO. De vergelijking laat tevens zien waar de vraag naar gespecialiseerde uitvoering het grootst is.

DE WAARDE VAN HET GEÏNTEGREERDE MODEL

De governance-kloof bij SFO’s en de toenemende complexiteit van hun portefeuilles roepen de vraag op: welk type externe partner kan zowel op het niveau van institutionele beleggings-expertise als op het niveau van de persoonlijke vermogens- en familiecontext iets toevoegen?

Vermogensbeheerders die naast private banking ook asset management en investment banking onder één dak hebben geïntegreerd hebben hier een structureel voordeel. De institutionele beleggingsafdeling brengt de beleggingsexpertise, manager selectie, risicomodellen en toegang tot private-markt beleggings-mogelijkheden die SFO’s nodig hebben om hun portefeuille te professionaliseren. Vervolgens vertaalt de private bank die institutionele discipline naar de specifieke doelen, horizon en governance van de familie. De investment banking afdeling kan aanvullende diensten leveren rond fusies en overnames, kapitaal-marktbegeleiding, of de verkoop of aankoop van een familie-

bedrijf, precies op de momenten dat een SFO voor grote transitie-beslissingen staat.

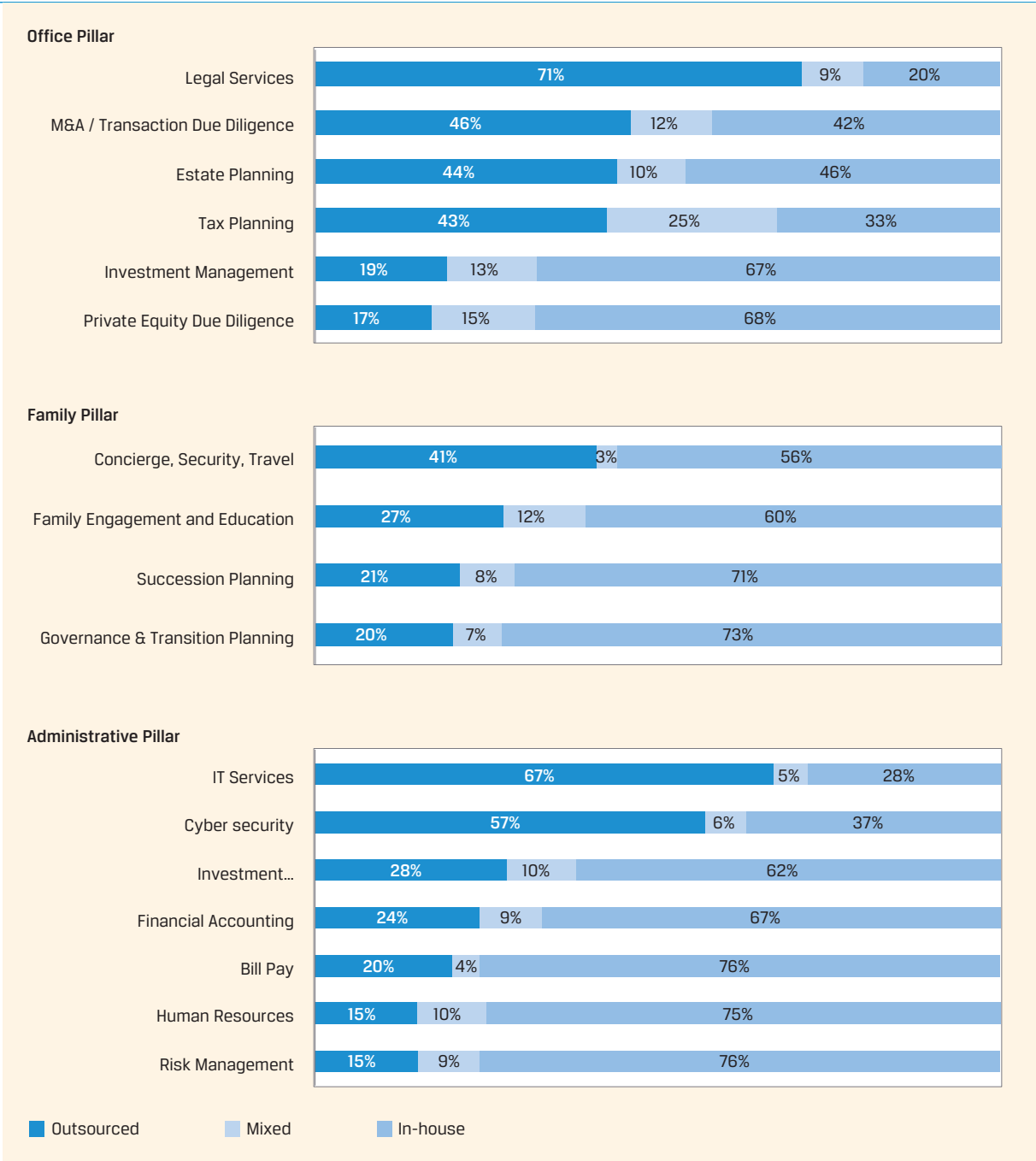
Een SFO is geen concurrent van een private bank, het is een potentiële opdrachtgever. SFO’s houden de strategische regie intern: allocatiebeleid, beleggingsdoelstellingen en governance blijven binnen de SFO. Wat wordt uitbesteed is de uitvoering: bewaarneming, liquiditeitsbeheer, valutahedging, gestructureerde producten en toegang tot private-marktstrategieën. Private banks die dit partnerschap begrijpen in plaats van zichzelf als alternatief te positioneren, kunnen zich als verlengstuk van de SFO-structuur vestigen.

Partijen die uitsluitend private banking leveren zonder sterke institutionele beleggingsinfrastructuur missen de helft van de vraag. Partijen die uitsluitend institutioneel vermogensbeheer leveren zonder begrip van de familiecontext missen de andere helft. Het geïntegreerde model beantwoordt niet alleen commercieel aan een sterkere positie, maar ook aan een structurele marktbehoefte die de professionalisering van SFO’s steeds zichtbaarder maakt. Figuur 3 illustreert dit patroon voor family offices uit Europa, Noord-Amerika en Azië.

PRIVATE MARKTEN: VAN INSTITUTIONEEL DOMEIN
NAAR WEALTHKANAAL

Waar private markt beleggingen lange tijd het domein waren van institutionele beleggers, family offices en een kleine kring van zeer vermogende beleggers, is dat de laatste jaren snel aan het veranderen. Niet-institutionele beleggers bezitten wereldwijd circa 53 biljoen dollar aan vermogen, ruwweg tweemaal het ver-mogen van pensioenfondsen, sovereign wealth funds en endow-ments samen. Toch beleggen zij slechts 6 procent in private markten, tegenover gemiddeld 27 procent bij institutionele beleggers (McKinsey, 2024). Voor vermogensbeheerders en fondsmanagers die kapitaal willen ophalen is de conclusie een-voudig: de groeiomarge zit niet alleen bij institutionele beleggers die al zwaar alloceren, maar bij vermogende particulieren die nog ondervertegenwoordigd zijn in private markten.

Figuur 3
Uitbestedingspatroon
family offices uit
Europa, Noord-Amerika
en Azië
Welke functies SFO's
intern uitvoeren versus
uitbesteden.

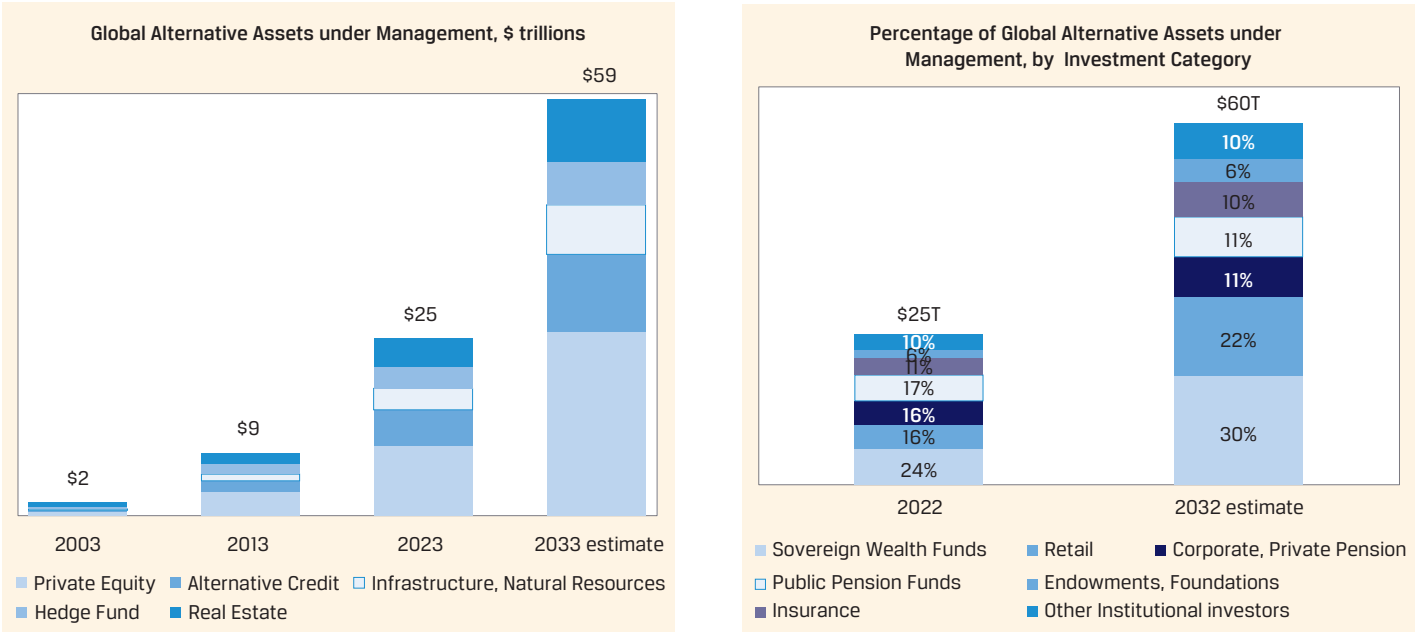


Bron: Campden Wealth/AITI Tiedemann Global (2025)

McKinsey laat in haar rapport van 2025 zien hoe die verschuiving praktisch vorm krijgt. Fondsmanagers halen steeds vaker kapitaal bij niet-institutionele beleggers, via vermogensbeheerders, en via vehikels zoals open-end en semi-open-end fondsen. Alternatief kapitaal – hogere liquiditeitsproducten, ‘afzonderlijk beheerde rekeningen’, co-investeringen en permanent kapitaal – vormt inmiddels een derde van het beheerd vermogen in private markten en is in 2024 sneller gegroeid dan traditioneel closed-end kapitaal (McKinsey, 2025).

Bain verwacht dat het beheerd vermogen in private markten wereldwijd zal groeien van het niveau van 2022 naar tussen de 60 en 65 biljoen dollar in 2032, een groei van circa 30 procent van het totale beheerd vermogen. Daarbinnen zal het retailaandeel toenemen van 16 procent in 2022 naar 22 procent in 2032 (Bain, 2024). De verbreding richting wealthkanalen is geen toekomstige verwachting meer, maar een beweging die al in volle gang is.

Figuur 4
Groeiprognose private-market AUM naar 2033
Grafiek met verwachte groei van private-market AUM naar US\$60–65 biljoen in 2032 (CAGR 9–10%), inclusief stijgend retailaandeel (16% in 2022 → 22% in 2032).



Bron: Bain & Company (2024)

VIER TOEGANGSRUTES NAAR PRIVATE MARKTEN

De verschuiving naar wealthkanalen brengt zowel kansen als risico’s met zich mee. De onderstaande tabel vergelijkt de vier voornaamste routes waarlangs beleggers blootstelling kunnen opbouwen aan private markten, uitgesplitst naar liquiditeitsprofiel en voor- en nadelen. Typische risico’s zijn de zogenoemde ‘J-curve’ – het negatieve rendement in de beginfase van een fonds – beperkte liquiditeitsvensters en de zogeheten ‘blind pool’, waarbij beleggers kapitaal committeren zonder vooraf te weten in welke activa wordt belegd. Bij co-investeringen speelt daarentegen het voordeel van een lagere ‘fee drag’: het rendementsverlies door kosten over nog niet-geïnvesteerd kapitaal valt weg. De governance- en kennislast per route is tevens een indicator van de behoefte aan externe ondersteuning.

NEDERLAND: VERBREIDING AL BEZIG, RANDVOORWAARDEN NOG FRAGIEL

Binnen Nederland laat de AFM zien dat de toegang voor retailbeleggers tot private markten al meer voorkomt dan vaak wordt gedacht (AFM, 2024). 44 procent van het door AFM-light-beheerders beheerde vermogen is afkomstig van retailbeleggers, tegenover slechts 3 procent bij vergunninghouders. Light-beheerders beleggen vooral in private equity, en hun fondsen zijn meestal closed-end. Voor family offices, die doorgaans niet als retailbelegger worden geclassificeerd, geldt een ander regulatorisch kader, maar de verbreding van toegang is voor hen evenzeer relevant. Tegelijkertijd blijkt uit Trendzicht 2026 dat banken en middelgrote vermogensbeheerders hun aanbod van private markten richting vermogende individuen en private-bankingcliënten uitbreiden, waarbij instapdrempels en allocatiegrenzen worden gebruikt om liquiditeits- en marktrisico te begrenzen (AFM, 2025).

Deze bevinding laat precies de discrepantie zien: de verbreding van toegang tot private markten is al gaande, terwijl de randvoorwaarden nog fragiel zijn. Dat gat, tussen de snelheid waarmee de markt zich opent en de kwaliteit van de infrastructuur die de verbreding moet dragen, is precies waar het risico zit. Tegelijkertijd biedt dit ook kansen. Aanbieders die de infrastructuur al wel hebben, gestructureerde manager research, onafhankelijke waarderingsmethodiek, risicoraamwerken en geschiktheidsprocessen, kunnen private markten verantwoord aanbieden aan cliënten. Hierbij is het belang het alloceren naar private markten vanuit een gedegen strategisch beleggingsbeleid en op de basis van een goed doordacht implementatieplan essentieel om voorgenoemde risico’s te beperken.

DE POSITIE VAN FAMILY OFFICES IN HET PRIVATE-MARKTENECOSYSTEEM

Family offices nemen een bijzondere positie in binnen het private-marktenecosysteem. In vergelijking met multi-family offices en private-bankingcliënten hebben SFO’s doorgaans een directere en meer geconcentreerde blootstelling aan private markten, inclusief een grotere neiging tot directe investeringen en club deals. Zo waren in 2024 club deals de dominante dealstructuur geworden (PwC, 2025).

Dat die blootstelling aan private markten groeit, bevestigt het Benelux-rapport: alle 59 onderzochte family offices hadden blootstelling aan private equity en 42 procent wil deze uitbreiden. Het is daarbij relevant te noemen dat de Benelux-steekproef relatief jonge family offices betreft, terwijl mondiale cijfers ook grotere, meer volwassen offices omvatten. Dit verklaart waarom de absolute allocatieniveaus per bron kunnen verschillen. Maar slechts een minderheid beschikt over een formeel ‘opvolgings-

Tabel 2
Vergelijking toegangsroutes private markten

Toegangsroute	Typische gebruiker	Liquiditeit	Voordelen	Risico's
Traditioneel closed-end fonds	Institutionele belegger, SFO, ervaren UHNW	Laag; capital calls en lock-up	Diversificatie, GP-expertise, vintage-spreiding	J-curve, pacing, blind-pool, beperkte exits
Evergreen / semi-liquide fonds	Wealthkanalen, private banks, UHNW/SFO	Beperkt, via periodieke windows	Lagere drempel, eenvoudiger operationalisering	Gates, schijnliquiditeit, waarderingsonzekerheid
Co-invest / club deal	SFO's, professionele wealth-platforms	Laag	Lagere fee drag, selectieve blootstelling	Concentratierisico, uitvoeringsrisico
Directe investering	Vooral SFO's en ondernemerskapitaal	Zeer laag	Controle, strategische invloed	Idiosyncratisch risico, exitrisico, zware governance-eisen

Noot: analytische synthese op basis van MSCI (2025, 2026), McKinsey (2025), UBS (2024), PwC (2025), SEC (2025) en AFM (2024, 2025).

plan’ of uitgewerkt ‘risicomanagementkader’ – precies de kwetsbaarheid bij toenemende blootstelling aan private markten (Campden Wealth/Van Lanschot Kempen, 2025).

Dat die kwetsbaarheid reëel is, blijkt ook uit wat family offices zelf als grootste zorg rapporteren. UBS concludeerde dat onder family offices met blootstelling aan private equity 61 procent het gebrek aan exits als voornaamste probleem noemde, en 48 procent een gebrek aan liquiditeit (UBS, 2024). Deze zorgen zijn niet het gevolg van onervarenheid, maar vloeien voort uit de structurele kenmerken van private markten zelf. Illiquiditeit en beperkte exitmogelijkheden verdwijnen niet door ze via een nieuw vehikel aan te bieden, ook niet voor ervaren beleggers als SFO’s.

TWEE BEWEGINGEN, ÉÉN URGENTIE

De twee bewegingen die in dit artikel centraal staan – de professionalisering van SFO’s en de verbreding van toegang tot private markten – zijn geen parallele trends die toevallig gelijktijdig plaatsvinden. Ze versterken elkaar waar het gaat om kansen, en compliceren elkaar waar het gaat om risico’s, op een manier die de urgentie van beide vergroot. SFO’s professionaliseren hun beleggingsfunctie juist op het moment dat private markten breder toegankelijk worden. Dat is geen toeval: de groei van het private-marktenuniversum – van traditionele closed-end fondsen via evergreen-structuren naar co-investeringen en directe deals – biedt SFO’s nieuwe mogelijkheden om hun portefeuille te differentiëren en rendementen te behalen die op publieke markten steeds moeilijker te realiseren zijn (McKinsey, 2025; MSCI, 2026). Die mogelijkheden worden actief benut: alle 59 Benelux family offices in het rapport hadden al blootstelling aan private equity, en 42 procent wil deze verder uitgroeien (Campden Wealth/Van Lanschot Kempen, 2025).

Tegelijkertijd vergroot diezelfde verschuiving naar private markten de kwetsbaarheid die voortkomt uit de governance-kloof. Private markten vereisen een bestuurlijk ondernemerschap die bij veel SFO’s nog niet is uitgebouwd: heldere beleggingsdoelstellingen, een liquiditeitsbudget dat rekening houdt met de illiquide aard van de portefeuille, en een opvolgingslogica die ook functioneert wanneer een generatiewissel samenvalt met een moeilijke

exitmarkt. Dat 61 procent van de family offices met blootstelling aan private equity het gebrek aan exits als voornaamste zorg rapporteert, is dan ook niet louter een marktprobleem – het is ook een governanceprobleem (UBS, 2024). Wie geen expliciete liquiditeitsarchitectuur heeft, ontdekt de consequenties pas wanneer het te laat is om bij te sturen.

DE TOEKOMST VAN WEALTH MANAGEMENT
LIGT IN FAMILIERENTMEESTERSCHAP –
EN IN DE INSTITUTIONELE INFRASTRUCTUUR
DIE DAT DRAAGT

De verbreding van private markten richting wealthkanalen versterkt dit patroon verder. Nieuwe, meer toegankelijke vehikels – evergreen-fondsen, semi-liquide structuren – verlagen de drempel, maar verlagen niet de complexiteit van verantwoord beheer. Ze verschuiven de complexiteit van de toegangsfasen naar de beheerfase: de vraag is niet langer of een SFO toegang heeft tot private markten, maar of de interne governance en externe partnerships aanwezig zijn om die blootstelling structureel en over generaties te beheren (MSCI, 2026; AFM, 2025). De twee bewegingen creëren samen een nieuw soort druk: meer mogelijkheden, hogere verwachtingen, maar een bestuurlijke infrastructuur die daar bij veel SFO’s nog niet op is ingericht.

Dit is precies het snijvlak waar de geïntegreerde wealth manager een structurele rol kan vervullen – niet als aanbieder van producttoegang, maar als partner die zowel de institutionele beleggingsdiscipline als de governance-ondersteuning levert die SFO’s nodig hebben om beide bewegingen verantwoord te navigeren.

CONCLUSIES EN IMPLICATIES VOOR DE SECTOR

De rode draad door dit artikel laat zich eenvoudig samenvatten: family offices professionaliseren sneller op beleggingsniveau dan op bestuurlijk niveau, en private markten worden breder toegankelijk voordat de bijbehorende bescherming op orde is. Beide bewegingen creëren urgentie – voor de family offices zelf, voor de partijen waarmee zij werken, en voor toezichthouders.

Die twee bewegingen zijn bovendien niet onafhankelijk van elkaar. De verbreding van private markten richting wealth-kanalen vergroot de druk op een governance-infrastructuur die bij veel SFO's nog onvolledig is. Meer toegang zonder bijbehorende bestuurlijke volwassenheid vergroot het risico in plaats van het te verkleinen. De kans ligt voor partijen die beide dimensies begrijpen en met elkaar verbinden.

Voor SFO's betekent dit dat intuïtief ondernemerschap niet langer voldoende is. Een beleggingscomité zonder beleggingsdoelstelling, zonder liquiditeitsbudget, zonder opvolgingslogica en zonder expliciete besluitrechten is geen teken van ondernemerschap, maar een façade. Zeker als private-marktblootstelling groeit, wordt slecht ontwerp kostbaar: foute selectie van beleggingen, verkeerde commitments en onvoldoende begrip van waarderingsmethodiek worden pas zichtbaar wanneer markten draaien of liquiditeitsvragen plotseling urgent worden.

Voor toezichthouders blijft de opdracht helder: de verbreding van toegang tot private markten is al gaande – de AFM laat zien dat die verbreding dieper reikt dan vaak wordt gedacht – maar de randvoorwaarden zijn nog fragiel. Conditionele liquiditeit en toegankelijke vehikels lossen de fundamentele risico's van private markten niet op. Bescherming moet gelijke tred houden met de verbreding van toegang, niet pas volgen wanneer risico's zich al hebben gematerialiseerd.

Voor vermogensbeheerders en private banks is de meest productieve conclusie die over complementariteit. De data laten zien dat SFO's de strategische regie intern houden maar uitvoering breed uitbesteden. Wie dat patroon begrijpt, positioneert zich niet als concurrent maar als langetermijn-partner. En wie daarbovenop private banking en institutioneel vermogensbeheer onder één dak combineert, beantwoordt aan een vraag die de professionalisering van SFO's steeds zichtbaarder maakt: niet alleen het product leveren, maar ook de institutionele beleggingsexpertise, de manager research, de risikokaders en de geschiktheidsprocessen die verantwoord beheer mogelijk maken.

SFO's laten niet zien dat vermogensbeheer minder belangrijk wordt. Ze laten zien dat het alléén niet meer genoeg is. De toekomst van wealth management ligt niet alleen in product-toegang, maar in het helpen verankeren van beter ontworpen family stewardship – en in de institutionele infrastructuur die deze stewardship draagt.

Literatuur

- AFM, 2024, Onderzoek AIFM-light beheerders, Amsterdam. Rapport op www.afm.nl.
- AFM, 2025, Trendzicht 2026, Amsterdam. Rapport op www.afm.nl/trendzicht.
- Bain & Company, 2024, Avoiding Wipeout: How to Ride the Wave of Private Markets, Boston. Rapport op www.bain.com.
- Campden Wealth/Alti Tiedemann Global, 2025, Family Office Operational Excellence Report 2025, Londen. Rapport op www.campdenwealth.com.
- Campden Wealth/HSBC, 2024, The European Family Office Report 2024, Londen. Rapport op www.campdenwealth.com.
- Campden Wealth/Van Lanschot Kempen, 2025, Benelux Family Office Report 2025, Londen/Amsterdam. Rapport op www.campdenwealth.com.
- ESMA, 2026, Joint Committee Update on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System – Spring 2026, Parijs. Rapport op www.esma.europa.eu.
- European Commission, 2024, Capital Markets Union – ELTIF 2.0, Brussel. Artikel op finance.ec.europa.eu.
- Hayoz, P., B. Ge en A. De Massis, 2025, Research on family offices: What is the way forward? A systematic literature review, *Journal of Family Business Strategy*, vol. 16 nr. 3: 100670.
- IMD/FBN, 2025, The Global Family Office Report, Lausanne. Rapport op www.imd.org.
- Krüger, C.C., C.T. Klaiber en R. Prügl, 2025, Business family identity in single family offices – a configurational approach, *Journal of Family Business Strategy*, vol. 16 nr. 4: 100697.
- McKinsey & Company, 2024, Global Private Markets Report 2024: Private markets in a slower era, New York. Rapport op www.mckinsey.com.
- McKinsey & Company, 2025, Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather, New York. Rapport op www.mckinsey.com.
- MSCI, 2025, 2025 Wealth Trends, New York. Rapport op www.msci.com.
- MSCI, 2026, The Ascendancy and Implications of Evergreen Funds in Private Markets, New York. Rapport op www.msci.com.
- PwC, 2025, Family Office Deals Study 2025, Londen. Rapport op www.pwc.com.
- Rivo-López, E., M. Villanueva-Villar, G. Suárez-Blázquez en F. Reyes-Santías, 2020, How does a business family manage its wealth? A family office perspective, *Journal of Family Business Management*, vol. 11 nr. 4: 496–511.
- Schickinger, A., P.A. Bierl, M.P. Leitterstorf en N. Kammerlander, 2023, Family-related goals, entrepreneurial investment behavior, and governance mechanisms of single family offices: An exploratory study, *Journal of Family Business Strategy*, vol. 14 nr. 2.
- SEC, 2025, Retail Investor Access to Private Market Assets, Washington. Rapport op www.sec.gov.
- UBS, 2024, Global Family Office Report 2024, Zürich. Rapport op www.ubs.com.

Family Offices in Nederland: groei, professionalisering en nieuwe spanningsvelden

Boudewijn Chalmers & Marieke Kopinsky

INLEIDING

De manier waarop vermogende families in Nederland hun kapitaal organiseren, is de afgelopen vijftien jaar fundamenteel veranderd. Waar vermogen vroeger vaak privé werd aangehouden, bij één huisbank of in een relatief eenvoudige holdingstructuur, zien we nu een duidelijke beweging richting professionalisering, centralisatie en institutionalisering. Het family office – in uiteenlopende vormen – staat daarbij steeds vaker centraal als bestuurlijk en operationeel hart van het familievermogen.

Deze ontwikkeling speelt niet alleen in Nederland. Ook internationaal richten ondernemende families na een verkoop (exit) of een overdracht naar de volgende generatie hun governance, fiscale positie, investeringsstrategie en maatschappelijke agenda opnieuw in. In Nederland komen daar specifieke factoren bij, zoals het boxenstelsel in de inkomstenbelasting, strengere compliance-eisen en een groeiende maatschappelijke verwachting rond transparantie en impact.

In dit artikel duiden wij de belangrijkste trends rond family offices in Nederland, signaleren wij spanningsvelden die in de praktijk steeds vaker aan de oppervlakte komen en schetsen wij hoe family offices zich de komende jaren verder zullen ontwikkelen.

GROEI, CONSOLIDATIE EN EEN VERANDERD SPEELVELD

Dat het aantal family offices in Nederland sterk is toegenomen, wordt breed onderschreven. Onderzoek in de Benelux laat zien dat veel family offices relatief jong zijn en vaak pas na 2010 zijn opgezet, bijvoorbeeld na een ondernemersexit, herstructurering of generatiewissel (Van Lanschot Kempen / Campden Wealth, 2025).

Die groei hangt niet alleen samen met hogere vermogens. Minstens zo belangrijk is dat families anders naar hun vermogen kijken: zij willen meer regie over hun vermogen, minder

Marieke Kopinsky (l)
Partner EY,
belastingadviseur
voor vermogende
particulieren en
family offices

Boudewijn Chalmers (r)
Partner EY, Wealth &
Asset Management
Leader



afhankelijkheid van individuele financiële dienstverleners, integraal sturen op fiscaliteit, governance, risico, rendement en impact, en een structuur die overdraagbaar is naar volgende generaties. Het family office wordt daarmee niet alleen een organisatievorm, maar een strategisch instrument: een plek waar investeringen, fiscaliteit, juridische structuur, familie-dynamiek en maatschappelijke agenda samenkomen.

In de praktijk zien wij daarbij twee parallelle bewegingen. Enerzijds ontstaan nieuwe family offices, bijvoorbeeld als single family office na verkoop van een onderneming, als embedded family office binnen een bestaande holdingstructuur of als afgesplitste activiteit vanuit een vermogensbeheerder of accountantskantoor. De drijfveren zijn herkenbaar: families willen eigen regie, willen diversificeren naar private markets, willen meerdere banken aansturen en zien dat fiscaliteit en compliance steeds minder “bijzaak” zijn. Anderzijds zien we consolidatie, met name bij multi family offices, platformen die technologie, reporting en compliance centraal organiseren en family-office-achtige dienstverleners die schaal nodig hebben om aan regelgeving en digitaliseringseisen te voldoen. De eisen rond onder andere data-integriteit, CRS/FATCA-processen, ESG-rapportages en interne controles maken het lastig voor kleinere spelers om zelfstandig te blijven opereren.

BELASTING IS NIET SLECHTS EEN REKENSOM, MAAR EEN ORGANISATIEVRAAGSTUK

Ook private banks en grootbanken zien het aantal family offices sterk toenemen. Waar family offices vroeger vaak als concurrent werden gezien, beseffen banken steeds meer dat ze ermee moeten samenwerken om toegang te houden tot de achterliggende families. In de praktijk ligt de nadruk in de startfase vaak op de basis: banken leveren vooral een infrastructurele en faciliterende rol, onder meer bij het openen van nieuwe rekeningen, custody en settlement, liquiditeitsbeheer, kredietfaciliteiten, toegang tot internationale markten en operationele afhandeling. Het family office positioneert zich daarbij steeds vaker tussen familie en bank: het structureert informatie, bewaakt afspraken, coördineert meerdere banken en toetst voorstellen aan bredere governance- en risicoafspraken binnen de familie. Dit vraagt ook iets anders van service providers aan het family office, zoals private banks en grootbanken: maatwerkoplossingen, meer begrip van familiedynamiek, langere tijdshorizonen en complexere besluitvormingsprocessen. De klassieke “trusted advisor”-rol van de bankier voor de familie verschuift daarmee richting het family office, terwijl banken tegelijk zeer actief bezig zijn met proposities die hun dienstverlening aan family offices moeten verbeteren.

FISCALE ONTWIKKELINGEN IN BOX 3

Box 3 is in 2026 niet slechts een rekensom, maar een organisatievraagstuk. Nederland bevindt zich in een overgangsfase: sinds het Kerstarrest van de Hoge Raad (2021) is er rechtsherstel- en overbruggingswetgeving en inmiddels een tegenbewijsregeling, waarbij de Belastingdienst rekent met een methode die beoogt dichter bij de werkelijkheid te komen, maar nog altijd werkt met forfaitaire rendementspercentages per vermogenscategorie.

Voor family offices betekent dit dat fiscaliteit direct raakt aan:

- asset allocatie (liquide versus illiquide, direct vastgoed versus beurs);
- cashplanning (belasting betalen zonder cash-opbrengst);
- datakwaliteit (rendement, waardeontwikkeling, kosten) en audit trail;
- afspraken in familieverband (wie draagt belastingdruk, hoe worden uitkeringen afgestemd);
- reputatie/compliance (consistentie richting banken en autoriteiten).

Waar box 3 vroeger vaak een jaarlijkse aangifte-routine was (“peildatum 1 januari, klaar”), vraagt het systeem anno 2026 om doorlopende regie van de belastingplichtige en dus van zijn vermogensbeheerders en het family office. De beschikbaarheid, kwaliteit en reproduceerbaarheid van vermogens- en rendementsdata is bepalend geworden voor de verdedigbaarheid van posities, waarderingen en bepaling van het werkelijke rendement in box 3.

TARIEVEN EN SYSTEMATIEK IN 2026: DRIE CATEGORIEËN, DRIE PERCENTAGES, ÉÉN TARIEF

De Belastingdienst berekent het box 3-inkomen in de voorlopige aanslag 2026 volgens de overbruggingswetgeving en gaat daarbij uit van de werkelijke verdeling van het vermogen over drie categorieën: banktegoeden, beleggingen/andere bezittingen en schulden.

Voor 2026 gebruikt de Belastingdienst in de voorlopige aanslag de volgende rendementspercentages:

- Banktegoeden: 1,28%
- Beleggingen en andere bezittingen: 6,00%
- Schulden: 2,70%

Het percentage voor beleggingen en andere bezittingen staat vast; de percentages voor banktegoeden en schulden zijn nog voorlopig en worden begin 2027 vastgesteld voor de definitieve aanslag.

Het belastingtarief waarmee over het berekende (forfaitaire of – bij tegenbewijs in het geval het daadwerkelijk rendement lager is – werkelijke) rendement wordt geheven, is in 2026 36%.

TEGENBEWIJSREGELING IN DE PRAKTIJK: VAN FISCAAL RECHT NAAR DATA-GOVERNANCE

Als het werkelijke rendement later lager blijkt dan het fictieve rendement, wordt het box 3-inkomen aangepast. Voor de bepaling van het werkelijke rendement wordt niet alleen gekeken naar het directe rendement, maar ook naar de (niet gerealiseerde) waardeinstijging of -daling. Met kosten, anders dan rentelasten, mag geen rekening worden gehouden.

Dit klinkt technisch, maar in de praktijk zorgt het vaak voor extra druk om de administratie en data op orde te brengen.

Praktijkvoorbeeld A

Tegenbewijs als project, niet als vinkje

Een single family office met meerdere banken en vermogensbeheerders wil in 2026 sturen op tegenbewijs. Het echte knelpunt blijkt niet de rekensom, maar: verschillende rendementsdefinities per partij, kwartaalrapportages bij private funds (NAV), versnipperde (of verborgen) kosten en het ontbreken van "data ownership". Bovendien is de benodigde informatie van buitenlandse vermogensbeheerders niet altijd even goed voorhanden. De oplossing die we in de praktijk zien werken is een control-achtige aanpak: één centraal data-model, vaste reconciliatie en per kwartaal een parallelle berekening van forfaitair versus werkelijke inkomsten, zodat tegenbewijs geen ad-hoc discussie is maar een beheerst proces. De governance-winst zit in het eigenaarschap: wie is verantwoordelijk voor de dataset, voor de definities en voor de audit trail?

Praktijkvoorbeeld B

Private equity: wel waardeinstijging, geen cash

Een familie investeert in een private-equityfonds. In de eerste jaren zijn er vooral capital calls en nauwelijks uitkeringen. Begin 2026 bedraagt de waarde € 5 miljoen en eind 2026 is de waarde gestegen naar € 6,5 miljoen, maar die waardeinstijging is nog volledig 'op papier': er is niets verkocht en er is geen directe cash ontvangen. Juist dan ontstaat spanning in de liquiditeitsplanning. Over de belegging van € 5 miljoen (peildatum 1 januari 2026) wordt de belastingplichtige geacht een rendement te halen van 6%, welk fictief rendement belast is tegen een tarief van 36%. Dat betekent een te betalen box 3 belasting van € 108.000. Tegenbewijs heeft geen zin, want hoewel het directe rendement nihil is, moet ook de waardeinstijging meegenomen worden om te bepalen of het werkelijke rendement lager is dan het fictieve rendement. Deze belasting moet worden voldaan uit andere liquide middelen, zoals banktegoeden, dividend uit een holding of verkoop van meer liquide beleggingen. Voor het family office is dit precies het governancepunt: niet alleen sturen op rendement, maar ook tijdig bepalen uit welke bron belasting, kosten en capital calls worden gefinancierd.

VOORUITBLIK: 2028 EN BOX 3

Hoewel dit artikel zich richt op 2026, bereiden families zich in de praktijk al voor op de toekomst. Het is de bedoeling dat de Wet werkelijk rendement box 3 het huidige systeem met forfaitaire rendementen vervangt door een heffing over het feitelijk behaalde rendement op vermogen. Dat betekent dat niet langer een verondersteld rendement wordt belast, maar wat iemand daadwerkelijk verdient met zijn box 3-vermogen.

De Eerste Kamer heeft het wetsvoorstel in behandeling en zou eind juni over het wetsvoorstel stemmen. De staatssecretaris van Financiën stuurde echter op 19 juni een brief naar de Tweede Kamer met mogelijke aanpassingen van het wetsvoorstel. Het kabinet zal in augustus de budgettaire, inhoudelijke en uitvoeringstechnische consequenties van deze aanpassingen wegen. Op Prinsjesdag zullen de aanpassingen in het wetsvoorstel volgen (novelle). De staatssecretaris vraagt aan de leden van de Eerste Kamer om de behandeling van het wetsvoorstel pas af te ronden in samenhang met de aanpassingen. Op deze manier kan het wetsvoorstel, inclusief de aanpassingen en verbeteringen, in zijn volledigheid worden gewogen wanneer er gestemd wordt door de Eerste Kamer. Het wetsvoorstel gaat in beginsel uit van een vermogensaanwasbelasting. Dat betekent dat niet alleen direct rendement (zoals ontvangen rente, dividend en huur), maar ook ongerealiseerde waardeveranderingen van vermogen (zoals koerswinsten of -verliezen op aandelen) in de jaarlijkse heffing worden betrokken. Kosten (zoals bank- en transactiekosten en financieringsrente) zijn aftrekbaar. Het huidige heffingsvrije vermogen vervalt en wordt vervangen door een heffingsvrij resultaat (voorgesteld: € 1.800 per belastingplichtige per jaar). Het voorgestelde box 3-tarief blijft 36%, gelijk aan het huidige tarief.

VAN VERMOGENSBEHEER NAAR BESTUURBAARHEID

Voor verhuurd vastgoed is in het wetsvoorstel relevant dat niet alleen huur jaarlijks in de heffing wordt betrokken, maar dat ook kosten – waaronder onderhoudskosten – in beginsel aftrekbaar zijn. Tegelijk geldt voor de waardeontwikkeling van vastgoed juist een vermogenswinstbelasting: belastingheffing over de waardeinstijging vindt pas plaats bij realisatie, bijvoorbeeld bij verkoop. Voor aandelen in start-ups geldt eveneens een uitzondering op de hoofdregel van jaarlijkse vermogensaanwas. Dat neemt niet weg dat de afweging tussen box 2 en box 3 voor family offices niet verdwijnt. In de praktijk kijken zij doorgaans breder dan alleen het nominale tarief of de vraag of waardeinstijging tussentijds wordt belast: ook timing van heffing, beschikbaarheid van cash, herinvesteringsruimte binnen de BV, dividendmomenten, governance en flexibiliteit bij opvolging spelen een grote rol. Juist daarom blijft de keuze tussen aanhouden in privé of via een BV-structuur een strategische ontwerp vraag, en niet alleen een rekensom.

De beoogde invoeringsdatum is 1 januari 2028, mits ook de Eerste Kamer instemt. Tot die tijd blijft het huidige (forfaitaire) box 3-stelsel met tegenbewijsregeling van kracht.

BOX 3 VERSUS BV-STRUCTUUR (STRATEGISCH PERSPECTIEF)

Hoewel dit artikel niet beoogt advies op maat te geven, zien we in de praktijk dat families bij grotere vermogens vaak een strategische vergelijking maken tussen privé-aanhouden (box 3) en structurering via een BV-omgeving (box 2). De kern is niet “altijd beter”, maar: timing van heffing, cashplanning, governance, en de mate waarin investeringen illiquide zijn.

Praktijkvoorbeeld C
Box 3 of box 2

Stel: een familie houdt € 5 miljoen aan beleggingen aan. In box 3 wordt in 2026 in beginsel gerekend met een forfaitair rendement van 6%. Dat leidt tot een belastbaar rendement van € 300.000 en, tegen 36%, tot een belastingdruk van € 108.000 ongeacht of er daadwerkelijk cash is ontvangen. Wordt hetzelfde vermogen via een BV gehouden, dan vindt eerst heffing van vennootschapsbelasting (19%/25,8%) plaats over het werkelijke resultaat in de BV. Daarbij is van belang dat die heffing in de praktijk vaak kan worden uitgesteld, bijvoorbeeld doordat bepaalde beleggingen fiscaal op kostprijs of lagere marktwaarde worden gewaardeerd en ongerealiseerde waardeinstijgingen daardoor nog niet direct in de heffing worden betrokken. Daarnaast wordt de inkomstenbelasting in box 2 (24,5%/31%) bij de aandeelhouder in beginsel pas verschuldigd zodra winst wordt uitgekeerd als dividend, de aandelen in de BV worden verkocht of zich een heffingsmoment voordoet bij schenking of overlijden.

Een BV-structuur kan daarmee liquiditeitsruimte en uitstel van heffing geven, maar brengt ook extra complexiteit, governance en administratieve lasten mee. Juist daarom is de keuze tussen privé en BV in de praktijk niet alleen een tariefvergelijking, maar vooral een afweging van timing, cash en bestuurbaarheid.

COMPLIANCE: VAN 'TICK THE BOX' NAAR GOVERNANCE-VRAAGSTUK

CRS (Common Reporting Standard) en FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) zijn internationale regels die financiële instellingen verplichten vast te stellen waar rekeninghouders fiscaal inwoner zijn en bepaalde gegevens over rekeningen en structuren te rapporteren aan belastingautoriteiten. Regimes als CRS en FATCA worden vaak gezien als administratieve verplichting. In de praktijk zijn ze uitgegroeid tot een governance-vraagstuk. Voor family offices betekent dit dat zij centraal grip moeten houden op UBO-informatie, fiscale classificaties, entiteitsstructuren en de consistentie van informatie richting banken en autoriteiten.

Praktijkvoorbeeld D
CRS in de praktijk

Een internationale familie met entiteiten in meerdere jurisdicties ontvangt uiteenlopende informatieverzoeken van banken. Onjuiste of inconsistente antwoorden leiden tot escalaties, het blokkeren van rekeningen of ongewenste meldingen. Bovendien kunnen foute antwoorden tot gevolg hebben dat te weinig, of juist te veel bronbelasting in bepaalde landen wordt ingehouden, wat tot discussie kan leiden met de Belastingdiensten in meerdere landen; of juist dat meer belasting wordt betaald dan zou moeten. Door CRS-processen centraal binnen het family office te beleggen, wordt grip teruggewonnen. De rode draad: compliance is niet alleen "juridische juistheid", maar ook datamanagement, governance en reputatie.

AI EN TECHNOLOGIE: FUNDAMENTELE VERSCHUIVING

AI wordt onder de family offices gezien als prioriteit investering. Maar de vraag is ook in hoeverre ze het zelf actief gebruiken. Onder klanten is er een sterke verwachting dat AI ingezet wordt. Echter is het vertrouwen minder groot als het gaat om puur AI gegenereerde uitkomsten. De rol van de vertrouwde adviseur is hiermee nog steeds van belang.

Maar, technologie – en AI in het bijzonder – verandert het family office fundamenteel. Niet alleen door efficiencywinst, maar door een herverdeling van menselijk werk. Wij zien family offices actief gebruik maken van de mogelijkheden die AI biedt. Ondanks dat het nu vooral efficiëntie gericht is, is het potentieel transformatief. Dit geldt voor de algehele vermogensbeheersector en dus ook binnen de family offices.

Concrete toepassingen die we nu al zien binnen family offices:

- dataconsolidatie over banken en vermogensbeheerders (zelf of via gespecialiseerde software platforms);
- automatische reporting;
- documentanalyse bij due diligence;
- scenariomodellen voor cash- en belastingplanning.

Daardoor verschuift de toegevoegde waarde van het family office naar interpretatie, besluitvorming, governance en strategische regie. Tegelijk neemt het belang toe van “model governance”: keuzes over datakwaliteit, definities en controleprocessen bepalen of AI tooling daadwerkelijk betrouwbaar wordt voor besluitvorming.

Technologie verandert governance bovendien niet alleen doordat processen sneller gaan, maar vooral doordat zichtbaar wordt waar governance nog ontbreekt. AI werkt pas goed als definities uniform zijn, data-eigenaarschap expliciet is belegd en een controleerbare audit trail beschikbaar is. Daarmee verschuift het family office van versnipperde informatie naar één bron van waarheid, van terugkijkende rapportage naar voorspellende sturing en van handmatig vertrouwen naar beter toetsbare besluitvorming. Technologie vervangt governance dus niet, maar legt bloot hoe volwassen die governance werkelijk is.

Naar de toekomst kijkend kunnen we zeggen dat alles dat gericht is op uitvoering (executie) door AI agents kan worden overgenomen. Dit geldt zowel voor administratieve taken, maar op termijn ook investment keuzes. Hiermee moet dan ook de zelfkritische vraag gesteld worden waar de ‘human’ nog wel de toegevoegde waarde kan leveren. Die ruimte is er zeker (denk aan bedrijfsverkopen, nalatenschappen, etc), maar de invulling gaat wezenlijk veranderen.

GOVERNANCE: VAN FAMILIEAFSPRAKEN NAAR BESTUURBAAR VERMOGEN

WAAROM GOVERNANCE NU DE ONDERSCHIEDENDE FACTOR IS

Internationaal laat onderzoek al langer zien dat het family office niet meer kan worden gezien als een verlengstuk van vermogensbeheer alleen. Volgens de Global Family Office Guide van EY (2026) onderscheiden duurzame family offices zich juist doordat zij familiebelangen, investeringsdiscipline, technologie, rapportage, risicobeheersing en opvolging in één bestuurlijk model weten samen te brengen. Daarmee wordt governance niet een sluitstuk, maar het fundament onder continuïteit over generaties heen.

GOVERNANCE, FISCALITEIT,
COMPLIANCE EN TECHNOLOGIE ZIJN
GEEN RANDVOORWAARDEN MEER,
MAAR KERNONDERDELEN VAN
STRATEGISCHE BESLUITVORMING

De vraag is niet of een family office governance nodig heeft, maar op welk niveau governance moet zijn ingericht. In de praktijk lopen ten minste drie lagen door elkaar. Ten eerste familie-governance: wie is betrokken, hoe worden waarden en verwachtingen vertaald naar besluitvorming, en hoe worden conflicten opgevangen? Ten tweede investeringsgovernance: welke risico's mogen worden genomen, binnen welke mandaten en met welke escalatiemechanismen? Ten derde operationele governance: wie is eigenaar van data, compliance, fiscale processen en rapportages? Juist wanneer deze lagen impliciet blijven, ontstaan fricties die pas zichtbaar worden bij stressmomenten, zoals een exit, marktcorrectie, generatiewissel of oplopende fiscale druk.

De kunst is niet om een family office ‘corporate’ te maken, maar om precies genoeg structuur aan te brengen om voorspelbaar te kunnen handelen. Te weinig governance leidt tot afhankelijkheid van personen, informele besluitvorming en ruis tussen familie, bank en adviseurs. Te veel governance leidt juist tot traagheid, bureaucratie en verlies van ondernemerschap. In de praktijk zien wij steeds dezelfde spanningsvelden terugkomen: controle versus wendbaarheid, familie logica versus institutionele logica, rendement versus liquiditeit en fiscaliteit, en eigen regie versus afhankelijkheid van het ecosysteem van dienstverleners.

Effectieve governance is daarom proportioneel: passend bij de omvang van het vermogen, de aard van de investeringen en de fase van de familie. Vaak begint dat niet met meer organen of documenten, maar met drie kernvragen: wie beslist waarover, welke informatie is leidend en wanneer is escalatie nodig?

ESTATE PLANNING

De professionalisering van family offices raakt bovendien steeds vaker aan vermogensplanning en overdracht van generatie op generatie. Vragen over periodiek schenken, schenken op papier, structurering via een BV of STAK en het gefaseerd betrekken van kinderen bij vermogensbeheer laten zien dat een family office niet alleen draait om rendement en compliance, maar ook om regie op overdracht, bescherming en voorbereiding van de volgende generatie.

IMPACTINVESTERINGEN EN FILANTROPIE ALS INTEGRAAL ONDERDEEL

Waar filantropie vroeger vaak los stond van het beleggingsbeleid, zien we vandaag de dag een duidelijke integratie.

Steeds vaker formuleren families:

- een expliciete impactvisie;
- kaders voor donaties én impactinvesteringen;
- meetbare doelstellingen.

Dit vraagt om structuurkeuzes (ANBI, fondsen, stichtingen, BV-vormen) én fiscale afstemming. Het family office fungeert hierbij als regisseur tussen waarden, vermogen en uitvoering: van ideevorming tot governance, due diligence, monitoring en rapportage.

DE GOVERNANCE-INSTRUMENTEN DIE HET VERSCHIL MAKEN

(A) FAMILIESTATUUT

Een statuut beschrijft waarden, scope, rollen, besluitvorming, informatierechten en conflictmechanismen. Een familiestatuuut is een middel om waarden, rollen, besluitvorming en dispute resolution te verankeren.

(B) VOLMACHTEN / MANDAATMATRIX

Dit is de brug tussen familie en operatie: welke besluiten mag het family office zelfstandig nemen, welke moeten langs investment committee, welke langs familieraad of aandeelhoudersvergadering.

(C) INVESTMENT POLICY STATEMENT (IPS)

Doelen, risicobudget, illiquiditeitslimieten, bandbreedtes, selectiecriteria en reporting-standaarden. Dit document voorkomt dat investeringskeuzes “per persoon” ontstaan.

Governance faalt zelden door gebrek aan intentie, maar vaak door gebrek aan ritme. Families die het goed doen, hanteren doorgaans een vaste cadans (maandelijks operationeel; per kwartaal investment committee; halfjaarlijks familieraad; jaarlijks strategy/legacy).

Praktijkvoorbeeld E

De exit-familie: van ondernemersreflex naar investeerdersdiscipline

Situatie: na verkoop van het familiebedrijf ontstaat frictie tussen familiestaken (veiligheid vs. groei, jaarlijkse uitkeringen vs. herinvesteren, filantropie vs. rendement).

Oplossing: (i) compact family statuut; (ii) IPS met bandbreedtes en risicobudget; (iii) mandaatmatrix die bepaalt wanneer het family office zelfstandig handelt en wanneer escalatie nodig is.

Resultaat: discussie verschuift van "ik vind" naar "we hebben afgesproken", waardoor besluitvorming voorspelbaar wordt – juist in jaren met fiscale druk.

CONCLUSIE

Het aantal family offices in Nederland neemt toe. Die groei en professionalisering bieden kansen, maar brengen ook nieuwe spanningsvelden met zich mee, zowel binnen het family office zelf als in het bredere ecosysteem van banken, vermogensbeheerders en andere dienstverleners. De ontwikkeling van het family office in Nederland laat zich daarom niet alleen lezen als een groeiverhaal, maar vooral als een governanceverhaal.

Naarmate vermogens complexer worden, fiscaliteit dynamischer wordt en technologie dieper ingrijpt in informatievoorziening en besluitvorming, verschuift de kernvraag van vermogensbeheer naar bestuurbaarheid. Box 3 is daarbij niet langer slechts een jaarlijkse aangiftekwestie, maar raakt direct aan datakwaliteit, liquiditeitsplanning, structuurkeuzes en de strategische afweging

tussen aanhouden in privé of via een BV. Ook compliance is daarmee niet langer een administratieve randvoorwaarde, maar onderdeel van centrale regie, reputatie en beheersing.

Het onderscheidende family office van de komende jaren is niet per se het grootste of het meest institutionele, maar het office dat proportionele governance weet te organiseren: helder in rollen, strak in data, voorspelbaar in besluitvorming en wendbaar waar ondernemerschap daarom vraagt. Governance, fiscaliteit, compliance en technologie zijn geen randvoorwaarden meer, maar kernonderdelen van strategische besluitvorming.

Het family office dat de komende jaren succesvol wil blijven, zal:

- fiscaliteit integraal moeten sturen (met box 3 als data-gedreven governance-dossier);
- bewust moeten afwegen welke vermogensbestanddelen in privé en welke in een BV-structuur worden aangehouden;
- technologie effectief moeten omarmen (met aandacht voor definities, data-eigenaarschap en controle);
- compliance centraal moeten organiseren als onderdeel van governance en reputatiemanagement; en
- balans moeten vinden tussen familie-waarden en institutionele discipline.

Literatuur

- Van Lanschot Kempen / Campden Wealth, 2025, *Benelux Family Office Report 2025*. <https://www.vanlanschotkempen.com/nl-nl/professional-solutions/benelux-family-office-report>
- EY, 2026, *Global Family Office Guide*. https://www.ey.com/en_gl/services/family-enterprise/family-office
- Hoge Raad, 2021, Kerstarrest box 3, 24 december 2021, ECLI:NL:HR:2021:1963, BNB 2022/27

De Keuzebegeleidingskloof

WAT PENSIOENFONDSEN KUNNEN LEREN VAN BANKEN

Chantal de Groot & Ronald Janssen

De aandacht in de pensioensector verschuift geleidelijk in de transitie naar de Wtp naar (be)sturen onder het nieuwe stelsel. Nu de eerste fondsen zijn ingevaren en een grote groep binnen afzienbare tijd volgt, ontstaat er ruimte voor de volgende stap: het vormgeven van effectieve keuzebegeleiding.

Die ontwikkeling is logisch. Het nieuwe pensioenstelsel vraagt van deelnemers meer inzicht, betrokkenheid en het maken van keuzes op momenten die direct invloed hebben op hun financiële toekomst. Daarmee verschuift de rol van pensioenuitvoerders deels van het collectief organiseren van pensioen naar het begeleiden van individuele deelnemers bij complexe financiële beslissingen.

Juist op dat vlak hebben banken en wealth managers de afgelopen jaren veel ervaring opgebouwd. Hun dienstverlening ontwikkelde zich van product gedreven advisering naar klantgerichte begeleiding, waarbij niet het financiële product centraal staat, maar de bredere financiële situatie, doelen en voorkeuren van de klant (Janssen, 2026). Denk aan het begeleiden van keuzes rondom vermogen, inkomen, en life events.

De financiële adviessector bevindt zich in een structurele transitie, gekenmerkt door een verschuiving naar holistisch en doelgericht advies, ondersteund door digitalisering en gedreven door de noodzaak de ‘advice gap’ te verkleinen. Traditionele, product-gedreven modellen maken plaats voor geïntegreerde advies-

vormen waarin klantdoelen centraal staan. Tegelijkertijd maken digitale technologieën hybride en schaalbare adviesmodellen mogelijk. Deze ontwikkeling is mede een reactie op de beperkte toegankelijkheid van financieel advies, waarbij slechts een klein deel van de populatie bereikt wordt. Innovaties zoals ‘Targeted Support’ in de UK beogen deze kloof te overbruggen door advies toegankelijker en efficiënter aan te bieden.

De vraag is welke lessen de pensioensector hiervan kan meenemen in de inrichting van keuzebegeleiding onder de Wtp. In dit artikel onderzoeken we welke elementen uit wealth management relevant kunnen zijn, waar de verschillen liggen en hoe pensioen-

Ronald Janssen

Head of Innovation & Research Global Wealth Solutions, Ortec Finance



Chantal de Groot

Senior Consultant Global Wealth Solutions, Ortec Finance



uitvoerders deelnemers beter kunnen ondersteunen bij persoonlijke financiële keuzes binnen het nieuwe stelsel.

We doen dit aan de hand van vier trends die belangrijk zijn in de transitie van de financiële sector, waarmee pensioenfondsen concreet aan de slag kunnen:

- Holistische begeleiding
- Doelgestuurde begeleiding
- Digitalisering
- Targeted support

Door kennis te nemen van de al bestaande mogelijkheden en hierin de inrichting van Keuzebegeleiding bewuste keuzes in te maken, kunnen pensioenfondsen hun zorgplicht op de best passende manier invullen.

ADEQUATE KEUZE BEGELEIDING IS WETTELIJKE EIS

Met de invoering van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is keuzebegeleiding uitgegroeid tot een expliciete wettelijke norm. Pensioenuitvoerders moeten deelnemers zodanig ondersteunen dat zij passende keuzes kunnen maken binnen het pensioenstelsel. Daarmee verschuift de rol van pensioenuitvoerders van uitsluitend informeren naar het actief ondersteunen van besluitvorming.

Wat “adequate keuzebegeleiding” precies inhoudt, is echter niet eenduidig. Het gaat niet alleen om de beschikbaarheid van informatie, maar ook om de manier waarop deze wordt aangeboden, de timing ervan en de mate waarin deze aansluit bij de behoeften en het begrip van deelnemers.

Dat deelnemers daadwerkelijk behoefte hebben aan ondersteuning bij pensioenkeuzes blijkt onder meer uit onderzoek van Universiteit Utrecht en Montae & Partners (2025), waarin de wensen rondom de pensioenkeuzes van ruim 5600 respondenten vanuit 11 pensioenfondsen zijn onderzocht. Daaruit blijkt dat een meerderheid van de actieve deelnemers de intentie heeft om een actieve keuze te maken rondom pensionering, waarbij voldoende inkomen de belangrijkste voorwaarde is. Dit vraagt om inzicht en begeleiding die deelnemers helpt hun financiële situatie goed te beoordelen.

Ook de Autoriteit Financiële Markten (AFM) benadrukt het belang van goede keuzebegeleiding. In recente onderzoeken concludeerde de toezichthouder dat de huidige invulling op verschillende punten verbeterd kan worden en dat de begeleiding in sommige gevallen onvoldoende is (AFM, 2025). De AFM voert momenteel een handhavingsonderzoek uit naar de kwaliteit van keuzebegeleiding in de sector.

Voor pensioenfondsen betekent dit dat keuzebegeleiding een structureel onderdeel van de bestuursagenda moet zijn. Dat vraagt om een duidelijke visie op doelgroep, inrichting en beoogd effect van de begeleiding.

WAT DOEN PENSIOENFONDSEN NU?

Uit het genoemde verkennend onderzoek van de AFM blijkt dat pensioenuitvoerders nog sterk verschillen in de wijze waarop zij keuzebegeleiding hebben ingericht. Vrijwel alle fondsen bieden deelnemers via digitale portalen inzicht in hun pensioenregeling en soms ook in een deel van hun overige pensioenopbouw. Deelnemers kunnen hier doorgaans scenario's doorrekenen

voor standaardkeuzes, zoals vervroegd pensioen, hoog-laagconstructies en het uitruilen van partnerpensioen. Deze dienstverlening is echter vooral informatief en beperkt zich meestal tot de eigen regeling.

Voor complexere vragen bieden fondsen vaak ondersteuning via klantcontactcentra. Wat daarbij vaak ontbreekt, is een integrale benadering waarin ook rekening wordt gehouden met andere financiële middelen, vermogensbestanddelen of persoonlijke doelen van deelnemers. Geautomatiseerde begeleiding die verschillende financiële keuzes samenbrengt, is nog zeer beperkt aanwezig. Hoewel enkele fondsen inmiddels bredere financiële aspecten meenemen, zoals uitgavenpatronen of spaargeld, zijn dit vooralsnog uitzonderingen.

Verskillende adviseurs concludeerden al in 2023 dat veel pensioenfondsen op het gebied van keuzebegeleiding vooral het minimale deden (Pensioen Pro, 2023). Sindsdien lag de focus van de sector grotendeels op de transitie naar de Wtp, waardoor verdere ontwikkeling van keuzebegeleiding bij veel fondsen naar de achtergrond verdween.

VAN INFORMEREN NAAR ACTIVEREN: DE VOLGENDE FASE VAN DE WTP

Juist daar ligt nu een belangrijke kans. Banken en wealth managers hebben de afgelopen jaren veel ervaring opgebouwd met integrale en proactieve begeleiding bij financiële keuzes. Tegelijkertijd beschikken pensioenfondsen over een belangrijke eigen kracht: zij combineren pensioeninhoudelijke expertise met een onafhankelijke positie zonder commerciële prikkels. Dat sluit aan bij de verwachtingen van deelnemers. Onderzoek van het Nibud (2022) laat zien dat deelnemers voor begeleiding bij pensioenkeuzes, zoals een bedrag ineens op pensioendatum, in de eerste plaats naar hun pensioenuitvoerder kijken. De vraag is daarom niet of pensioenfondsen een grotere rol krijgen in keuzebegeleiding, maar hoe zij die rol effectief kunnen invullen. In de passende inrichting hiervan, moeten zij drie vragen beantwoorden:

- **Welke informatie is nodig om tot een goede pensioenkeuze te komen?**
- **Welke begeleiding is nodig, is een adviseur gewenst of kan de deelnemer de keuzes zelf digitaal maken?**
- **Welke verschillen zijn er tussen deelnemers, hoe kom je tot goede begeleiding?**

In het vervolg van dit artikel behandelen we deze drie vragen aan de hand van eerder genoemde trends.

TREND 1: DE OPKOMST VAN HOLISTISCHE BEGELEIDING, DE KLANT CENTRAAL

Waar bij banken en wealth managers traditioneel de nadruk lag op de verkoop van financiële producten, verschuift de focus naar ‘advies en begeleiding op basis van de **totale financiële situatie** van de klant’ (Investments & Wealth Institute, 2025).

Banken en wealth managers benaderen klanten steeds vaker holistisch; pensioen, vermogen, schulden en levensfase worden niet langer afzonderlijk bekeken, maar juist in onderlinge samenhang. Deze klantgerichte benadering sluit beter aan bij de realiteit waar financiële beslissingen zelden op zichzelf staan, maar keuzes juist met elkaar samenhangen.

Voor pensioenfondsen ligt hier een duidelijk en belangrijk aandachtspunt. Deelnemers nemen pensioenbeslissingen namelijk niet in isolatie. Een keuze rondom pensionering hangt vrijwel altijd samen met andere aspecten van de financiële en persoonlijke situatie, zoals de partner- en gezinssituatie, pensioenaanspraken bij andere fondsen, overig spaargeld en beleggingen, de aanwezigheid van een hypotheek en overwaarde in de woning. Zonder deze bredere context bestaat het risico dat deelnemers keuzes maken die binnen hun specifieke pensioenregeling logisch lijken, maar in hun totale financiële situatie suboptimaal uitpakken. Denk bijvoorbeeld aan een deelnemer die kiest voor een hoog / laag pensioeninkomen, terwijl er ook aanzienlijke liquide middelen beschikbaar zijn. In zo'n geval zou een andere keuze – bijvoorbeeld een vast pensioeninkomen met inzet van liquide vermogen voor consumptieve uitgaven – beter kunnen aansluiten bij de fiscale voordelen, flexibiliteit en wensen en doelen. Andersom kan iemand met weinig buffers juist te veel risico nemen binnen de pensioenkeuzes, bijvoorbeeld door een bedrag ineens op te nemen, zonder zich bewust te zijn van de consequenties voor de financiële weerbaarheid.

VAN PENSIOENPRODUCT NAAR BREDER FINANCIËEL PLAATJE

De kracht van een holistische benadering zit daarmee niet alleen in het bieden van meer informatie, maar vooral in het plaatsen van pensioenkeuzes in de juiste context. Banken en wealth managers maken hierbij steeds vaker gebruik van het totale klantbeeld, waarin inkomen, vermogen en verplichtingen samenkomen. Dit stelt hen in staat om klanten te helpen bij het maken van afgewogen keuzes die aansluiten bij hun totale financiële situatie en persoonlijke doelen, in plaats van bij één enkel product.

Voor pensioenfondsen betekent dit dat de rol verschuift van het verstrekken van pensioenspecifieke 'product' informatie naar het faciliteren van bredere financiële inzichten waar het 'pensioen product' onderdeel van is. Dat betekent niet dat pensioenfondsen de volledige adviesrol van de financieel adviseur overnemen, maar wel dat zij deelnemers beter begeleiden om te komen tot 'goede' keuzes. Dit kan bijvoorbeeld door het aanbieden van tools die inzicht geven in het totale inkomen na pensionering, inclusief AOW, andere pensioenen en privévermogen, maar ook door deelnemers te attenderen op hoe zij effectief kunnen bijsparen of tijdens pensioen, het vermogen en inkomen optimaal kunnen inzetten om de gewenste uitgaven te kunnen doen.

Uiteindelijk draagt een holistische benadering bij aan betere uitkomsten voor deelnemers. Niet omdat er meer keuzes worden gemaakt, maar omdat keuzes beter aansluiten bij de persoonlijke situatie en doelen. In een stelsel waarin deelnemers meer verantwoordelijkheid krijgen, is dat geen luxe, maar een noodzakelijke voorwaarde voor goede pensioenuitkomsten.

Terughoudendheid

Bij sommige pensioenfondsen bestaat nu nog een mate van terughoudendheid om Keuzebegeleiding op dit punt een stap verder te brengen en meer holistisch te benaderen. In een artikel geeft de AFM (2025) aan "Tijdens het onderzoek bespeurden wij bij pensioenuitvoerders soms twijfels over het mogen geven van advies bij keuzebegeleiding". Pensioenfondsen zijn, in tegenstelling tot banken en wealth managers, gebonden aan de wettelijke taakafbakeningsregels. Dit houdt onder meer in dat pensioenfondsen geen nevenactiviteiten, waaronder het geven van Wft-advies, mogen verrichten. In de Memorie van Toelichting bij de Wtp wordt verduidelijkt dat een pensioenfonds wel mag adviseren over keuzes die voortvloeien uit de pensioenregeling zelf of uit de pensioenregelgeving, maar geen product gerelateerd advies (zogenoemde Wft-advies) mag geven.

De AFM zegt hierover in hun Leidraad Keuzebegeleiding dat er onderscheid bestaat tussen informeren, keuzebegeleiding en advies (AFM, 2022). Ze beschrijven hierbij dat er onderscheid bestaat tussen enerzijds 'Wft-advies' en anderzijds 'advies over keuzes'. Onder Wft-advies wordt verstaan een persoonlijke aanbeveling aan een (potentiële) klant, over een voor hem nieuw af te sluiten financieel product van een specifieke aanbieder. Bij advies over keuzes geeft de pensioenuitvoerder de deelnemer een concrete aanbeveling over een keuzemogelijkheid of combinatie aan keuzes die mogelijk zijn binnen een specifieke pensioenregeling of binnen de pensioenregelgeving. Daarbij geven zij aan dat de pensioenuitvoerder 'uiteraard' informatie over de financiële situatie van de deelnemer mag inwinnen en meenemen in de keuzebegeleiding. Daarnaast geven zij ook aan dat een pensioenfonds advies mag geven over keuzes buiten de regeling, zoals het wijzen op de mogelijkheid om met een derde pijler product vermogen op te bouwen. En tot slot stellen ze dat het gebruik van geautomatiseerde systemen geen verplichting is, maar wel kansen biedt.

Al met al blijkt dat terughoudendheid voor verdere ontwikkeling op dit punt onterecht is en dat de wetgeving of toezichthouder verbetering van de Keuzebegeleiding op eerder genoemde punten zeker niet in de weg zit (en zelfs aanmoedigt).

TREND 2: VAN RENDEMENT NAAR DOELEN

Een andere ontwikkeling bij banken en wealth managers is de groeiende aandacht voor de persoonlijke doelstellingen van cliënten. Deze ontwikkeling sluit aan bij een bredere beweging richting cliëntgerichte en doelgestuurde dienstverlening (*goal-based planning*), waarbij financiële beslissingen steeds vaker worden beoordeeld in het licht van de doelen die cliënten willen realiseren. Waar voorheen producten, rendement en risico-profielen centraal stonden, draait het steeds meer om de vraag: *wat wil de klant eigenlijk bereiken? En welk risico wil een klant daarbij*

Voorbeeld

Meneer de Winter werkt bij pensioenfonds A

- Leeftijd: 55 jaar
- Salaris: 80.000 euro
- Inzicht in alleen de huidige regeling:
- Opbouw deelnemer bij pensioenfonds A: 20.000 euro
- Opbouw bij andere fondsen: 25.000 euro
- Inzicht in de gehele financiële positie:
- Spaargeld 50.000 euro en 50.000 euro in een neutrale belegging
- Houdt nu over per maand: 300 euro
- Verwachte uitgaven na pensionering: 80% van huidige uitgaven

Meneer de Winter vraagt zich af of hij eerder met pensioen kan.

Hoe kan meneer De Winter worden begeleid, welke informatie is nodig?

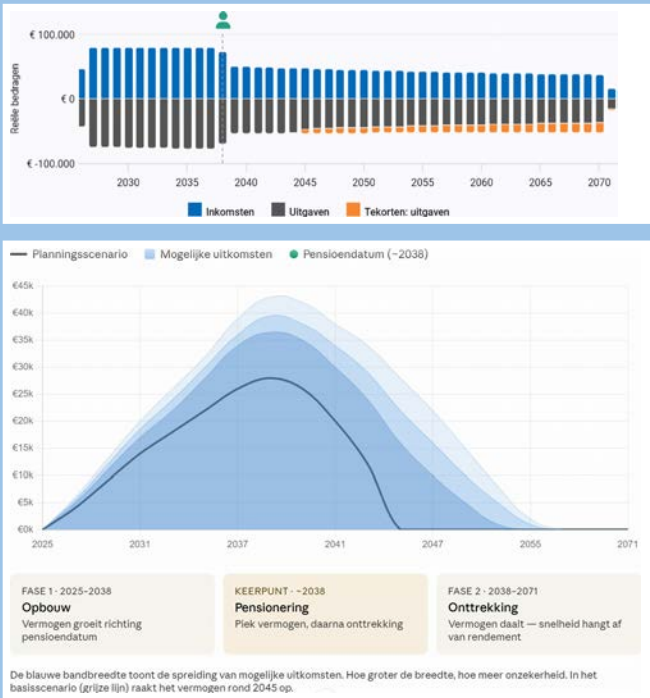
- **Alleen huidige regeling (pensioenfonds A):**
Meneer de Winter heeft €20.000 pensioen opgebouwd. Zonder inzicht in andere pensioenpotten of vermogen kan het fonds geen uitspraak doen over vervroegd pensioen. Het enige verantwoorde antwoord is: *Onvoldoende informatie om dit te bepalen.*
- **Huidige regeling + andere fondsen:**
Met totaal € 45.000 pensioen ontstaat een beter beeld. Dit maakt een eerste inschatting mogelijk of eerder stoppen

haalbaar is, maar zonder rekening te houden met vermogen of uitgaven blijft dit inzicht beperkt. Eerder stoppen met werken lijkt financieel niet mogelijk.

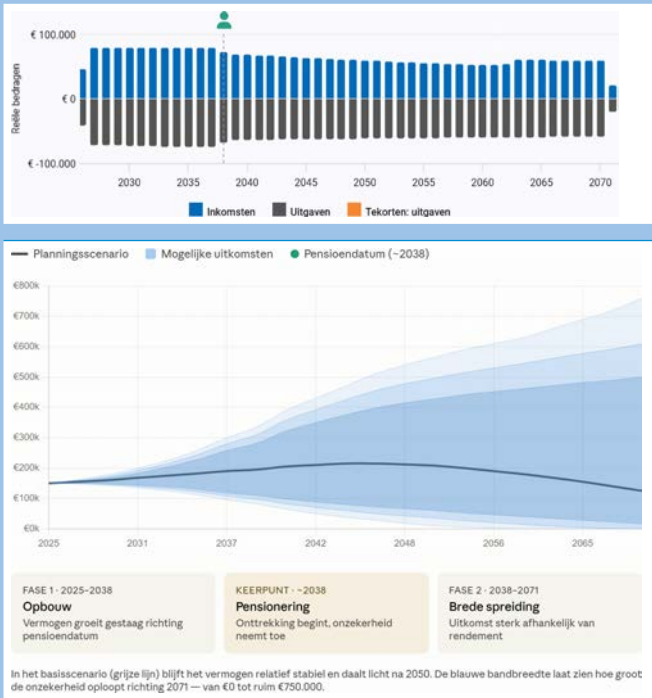
- **Volledige financiële situatie:**
Nu kan een integrale analyse worden gemaakt: pensioen (€45.000), spaargeld en beleggingen (€100.000) en maandelijkse ruimte (€300). Met lagere uitgaven na pensionering (80%) kan worden doorgerekend of overbrugging tot AOW mogelijk is. Ook kan worden bepaald of extra sparen nodig is of dat opname van spaargeld en beleggingen volstaat. Netto-effecten (belasting, afname vermogen) kunnen worden meegenomen, waardoor concreet advies ontstaat over hoe en wanneer vervroegd pensioen haalbaar is. Met inzet van de maandelijkse ruimte is het mogelijk om 1 jaar eerder te stoppen met werken.

De grafieken in Figuur 1 laten zien of er, gegeven een verwacht uitgaven- en inkomstenpatroon, sprake is van een tekort of overschot voor meneer De Winter. Zo is zichtbaar dat wanneer alleen huidige en andere pensioengelden worden meegenomen, de inkomsten te laag zijn voor de verwachte uitgaven en er een tekort ontstaat. Wanneer echter alle financiële gegevens worden meegenomen, lijkt er zelfs sprake van een overschot. Hiermee kan meneer de Winter het inzicht worden geboden dat iets eerder stoppen met werken wel mogelijk lijkt, op basis van zijn verwachte uitgavenpatroon.

Figuur 1
Illustratie verschil pensioenvermogen en volledig holistisch
Huidige regeling + andere fondsen



Volledige financiële situatie



Bron: Ortec Finance, berekening op basis van stochastische scenarioset

Figuur 2
Illustratie meenemen
doelen in financiële
planning



Bron: Ortec Finance, eigen berekening op basis van stochastische scenarioset

nemen.² Niet het financiële product is het vertrekpunt, maar het onderliggende doel. Dit maakt financiële besluitvorming persoonlijker, concreter en relevanter.

In de praktijk betekent dit dat klanten niet langer één generieke strategie volgen, maar werken met één of meerdere doelen tegelijkertijd. Denk aan het realiseren van voldoende pensioeninkomen, eerder stoppen met werken, het financieren van de studie van kinderen of het reserveren van vermogen voor extra zorg. Elk van deze doelen kent een eigen tijdshorizon, risicobereidheid en prioriteit. Banken en wealth managers spelen hierop in door vermogens op te delen in verschillende “doelportefeuilles”, waarbij per doel een passende beleggingsstrategie wordt gekozen.

Deze benadering sluit beter aan bij hoe mensen daadwerkelijk denken en beslissingen nemen. Veel mensen maken in hun hoofd al onderscheid tussen verschillende potjes, ‘mental-accounting’, bijvoorbeeld doorlopende uitgaven, spaargeld voor noodgevallen, geld voor later en geld voor specifieke uitgaven. Door hier in de begeleiding expliciet op aan te sluiten, wordt financiële planning niet alleen inzichtelijker, maar ook beter vol te houden. Het vergroot de betrokkenheid en helpt klanten om koers te houden, ook in tijden van marktvolatiliteit.

Voor pensioenfondsen is deze ontwikkeling ook relevant. Pensioen is immers geen doel op zich, maar een middel om een gewenste levensstijl na pensionering te realiseren of continueren. Toch wordt pensioen nog vaak gepresenteerd in abstracte termen, zoals een verwacht maandbedrag of een vervangingsratio. Voor veel deelnemers blijft het lastig om dit te vertalen naar hun eigen situatie: wat betekent dit concreet voor mijn bestedings-

ruimte, mijn woonlasten of mijn mogelijkheden om eerder te stoppen met werken?

Een doelgestuurde benadering kan dit gat verkleinen. Door pensioen te koppelen aan concrete uitkomsten – bijvoorbeeld “kan ik mijn huidige levensstijl behouden?”, “kan ik eerder stoppen met werken?” of “hoeveel ruimte heb ik voor extra uitgaven?” – wordt het voor deelnemers veel duidelijker welke keuze zij kunnen maken om dit te realiseren. Dit maakt keuzes niet alleen begrijpelijker, maar ook betekenisvoller. Daarnaast biedt een multi-goal benadering ruimte om pensioen expliciet af te wegen tegen andere financiële doelen. In de praktijk concurreren deze doelen immers vaak met elkaar. Extra sparen voor vervroegde pensionering kan bijvoorbeeld ten koste gaan van het versneld aflossen van een hypotheek of het opbouwen van vrij beschikbaar vermogen. Door deze uitruilen inzichtelijk te maken, zoals is gedaan in figuur 2, kunnen deelnemers bewustere keuzes maken die beter aansluiten bij hun persoonlijke voorkeuren en situatie.

Wanneer een pensioenfonds het pensioen beschouwt als middel om een levensstijl te kunnen handhaven of bepaalde financiële doelen te bereiken, betekent dit ook dat communicatie en begeleiding minder gericht zouden moeten zijn op het pensioenproduct zelf, en meer op de rol die pensioen speelt binnen de totale financiële situatie en de persoonlijke doelen. Dit kan bijvoorbeeld door inzicht te geven in wat verschillende keuzes betekenen voor hun toekomstige levensstijl, of door inzicht te geven in de mate waarin zij “op koers” liggen om hun doelen te bereiken.

De verschuiving naar doelgestuurde begeleiding vraagt daarmee om een andere manier van denken: van financieel-technisch naar mensgericht, van abstract naar concreet, en van product-gedreven naar doelgestuurd. Juist in een context waarin deelnemers meer keuzemogelijkheden krijgen, helpt deze benadering om richting te geven en keuzes beter te verankeren in wat voor hen echt van waarde is.

TREND 3: DIGITALISERING

De beschreven ontwikkelingen hangen nauw samen met de voortgaande digitalisering van financiële dienstverlening. Digitale kanalen maken het mogelijk om begeleiding en advies efficiënter aan te bieden en kunnen daarmee bijdragen aan lagere uitvoeringskosten en een bredere toegankelijkheid. Klanten hoeven niet langer uitsluitend gebruik te maken van fysieke adviesgesprekken, maar kunnen in toenemende mate op afstand toegang krijgen tot informatie, begeleiding en advies.

Daarnaast biedt digitalisering mogelijkheden om dienstverlening op grotere schaal en goedkoper aan te bieden. Hierdoor kunnen vormen van financiële begeleiding en advies toegankelijk worden voor groepen die voorheen minder gemakkelijk werden bereikt, bijvoorbeeld omdat de kosten van persoonlijk advies relatief hoog waren. Tegelijkertijd bevinden deze ontwikkelingen zich nog in ontwikkeling. De opkomst van toepassingen op basis van kunstmatige intelligentie kan deze trend mogelijk verder versterken.

Digitalisering maakt keuzebegeleiding niet alleen toegankelijker, maar ook slimmer. Banken en wealth managers zetten steeds vaker geautomatiseerd, doelgestuurd advies in: op basis van ingegeven doelen en beschikbare data ontvangt de klant suggesties die de impact van keuzes direct inzichtelijk maken. Dit vergroot de mogelijkheid om integraal op doelen te sturen met een combinatie van instrumenten. Voor pensioenfondsen kan dat bijvoorbeeld betekenen: geen advies maar inzicht geven in de haalbaarheid van eerder stoppen met werken op basis van een mix van inzet van vrij vermogen, een hoog/laag-constructie en (waar passend) uitruil van partnerpensioen. In Figuur 3 wordt dit geïllustreerd voor een deelnemer die eerder met pensioen wil en op zoek is naar mogelijkheden om dat te bereiken. Uiteindelijk kan dit worden bereikt door een combinatie van maatregelen, bijvoorbeeld door extra bij te sparen, of te besparen op de uitgaven voor later.

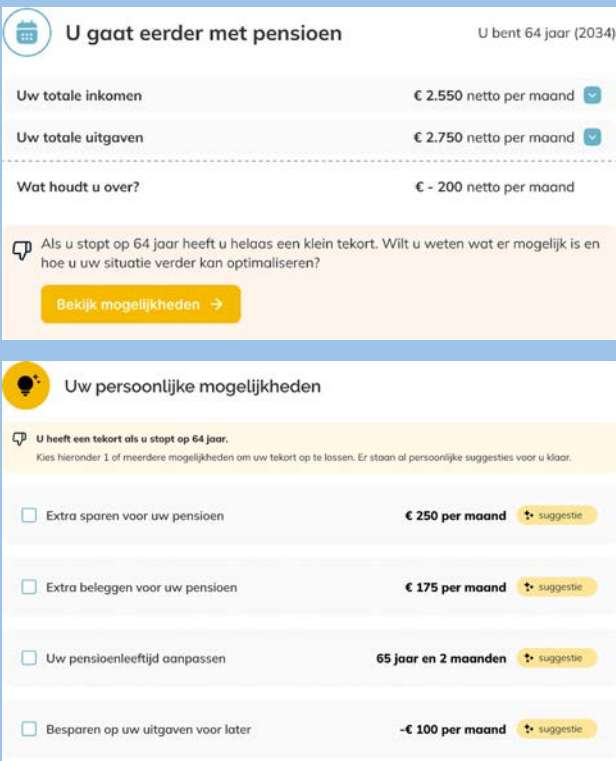
Meer digitalisering vergroot tegelijk het belang van communicatie en vertrouwen. Deelnemers moeten erop kunnen vertrouwen dat hun gegevens rechtmatig en veilig worden verwerkt, begrijpen welke keuzemogelijkheden er zijn en waarom zij bepaalde informatie of suggesties krijgen.

Volledig digitaal volstaat echter niet voor iedereen. Een deel van de deelnemers is minder digitaal vaardig of heeft bij ingrijpende en complexe keuzes behoefte aan persoonlijk contact. Een hybride model, digitale ondersteuning waar het kan, menselijke begeleiding waar het moet, biedt dan een werkbare balans tussen schaalbaarheid, kosten en kwaliteit.

Voorbeeld

Mevrouw De Vries heeft een oudere partner en wil graag op haar 64^e stoppen met werken om samen te gaan reizen. Zij wil weten of dat kan en wat haar mogelijkheden zijn.

Figuur 3
Illustratie automatische suggesties



Door de automatische suggesties wordt mevrouw De Vries geholpen in de mogelijkheden die zij heeft. Zij kiest ervoor om 190 euro per maand extra te gaan sparen en denkt met 70 euro minder na pensionering toe te kunnen. Daarmee is haar plan om met leeftijd 64 te stoppen met werken wel haalbaar.

TREND 4: TARGETED SUPPORT

In het Verenigd Koninkrijk (UK) heeft de toezichthouder, de Financial Conduct Authority, recent een nieuw concept geïntroduceerd: **targeted support** (HM Treasury UK, 2025). Dit model zit tussen algemene informatie en volledig persoonlijk advies in. Waar algemene informatie vaak te generiek is en individueel advies juist kostbaar en moeilijk schaalbaar, biedt targeted support een tussenvorm die zowel relevantie als bereik vergroot. De kern van het model is dat financiële instellingen klanten mogen segmenteren op basis van relevante kenmerken – zoals leeftijd, inkomen, vermogenspositie en gedrag – en vervolgens gerichte handelingsperspectieven aanbieden aan deze groepen. Dit gaat verder dan louter informeren: instellingen mogen binnen een afgebakend segment richting geven, zonder dat sprake is van volledig individueel en gereguleerd advies. Daarmee verschuift de communicatie van passief informeren naar actief ondersteunen binnen een duidelijke keuzearchitectuur. De introductie van dit model is een directe reactie op de genoemde *advice gap*. Grote groepen burgers ontvangen momenteel

geen begeleiding bij belangrijke financiële beslissingen omdat traditioneel advies te duur, te complex of onvoldoende toegankelijk is. Het gevolg is dat huishoudens geen of suboptimale keuzes maken, zoals het aanhouden van te hoge cashposities, pensioenbeslissingen uitstellen of het opnemen van een eenmalig bedrag waardoor het basis pensioen onvoldoende is. Targeted support beoogt deze groep op een laagdrempelige en schaalbare manier beter te bedienen.

Het onderscheidende element ligt in de combinatie van schaal en relevantie. Door te werken met goed gedefinieerde segmenten kunnen instellingen gedragsrelevante interventies inzetten, bijvoorbeeld het attenderen van klanten met een hoge cashpositie op beleggingsopties of het stimuleren van bepaalde leeftijdsgroepen om pensioenkeuzes actief te heroverwegen, terwijl de uiteindelijke beslissing bij de klant blijft. Transparantie over de gebruikte segmentatie en de aard van de suggesties is daarbij essentieel om vertrouwen en begrijpelijkheid te waarborgen.

GOEDE PENSIOENUITKOMSTEN BEGINNEN BIJ BETERE BEGELEIDING

Voor Nederlandse pensioenfondsen biedt dit concept interessante aanknopingspunten. Door deelnemers te segmenteren op basis van bijvoorbeeld leeftijd, pensioenopbouw en dienstverband, kan de communicatie aanzienlijk gericht en effectiever worden ingericht, zonder direct over te gaan tot individueel advies of omvangrijke dataverzameling. Dit maakt het mogelijk om grote groepen deelnemers beter te ondersteunen bij complexe keuzes, terwijl de uitvoeringskosten beheersbaar blijven. Targeted support vormt daarmee een potentieel waardevolle brug tussen massacommunicatie en gepersonaliseerde begeleiding binnen het Nederlandse pensioenstelsel en sluit goed aan op Keuzebegeleiding.

CONCLUSIE: VAN INFORMEREN NAAR BEGELEIDEN

Pensioenfondsen hebben op het gebied van keuzebegeleiding de komende jaren een duidelijke ontwikkelstap te maken. Voor deelnemers is pensioen immers niet alleen een financieel product, maar vooral een middel om een bepaalde levensstandaard of ander financieel doel te behalen. Banken en wealth managers hebben hierin al een verschuiving doorgemaakt van het verstrekken van informatie naar het actief begeleiden van klanten bij financiële keuzes. Die ontwikkeling laat zien dat

informatie alleen onvoldoende is om deelnemers tot goede beslissingen te laten komen.

Effectieve keuzebegeleiding vraagt om een bredere blik op de deelnemer. Pensioenkeuzes moeten niet alleen worden bekeken vanuit de pensioenregeling zelf, maar in samenhang met inkomen, vermogen, financiële doelen en persoonlijke omstandigheden. Daarbij verschuift de aandacht van producten naar uitkomsten: welk inkomen, welke zekerheid of welke flexibiliteit wil een deelnemer bereiken?

Digitalisering en data bieden daarnaast kansen om begeleiding persoonlijker, schaalbaarder en proactiever te maken. Nieuwe vormen van begeleiding, zoals het Britse concept van 'targeted support', laten zien hoe deelnemers gericht kunnen worden ondersteund zonder direct volledig individueel advies te geven. Voor pensioenfondsen biedt dit ook kansen. In het nieuwe pensioenstelsel krijgen deelnemers meer keuzes en daarmee groeit ook het belang van goede begeleiding. Door deelnemers beter te ondersteunen kunnen pensioenfondsen niet alleen bijdragen aan betere pensioenuitkomsten, maar ook het vertrouwen en de betrokkenheid van deelnemers versterken.

Referenties

- AFM, 2025, Keuzebegeleiding begint bij de deelnemer. Rapport op <https://www.afm.nl/~profmedia/files/rapporten/2025/rapport-keuzebegeleiding-begint-bij-deelnemer.pdf>
- AFM, 2025, Deelnemer als startpunt bij het inrichten van de keuzebegeleiding. Artikel op <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2025/feb/sb-keuzebegeleiding>
- AFM, 2022, Leidraad Keuzebegeleiding. Rapport op <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/pensioenuitvoerders/informerende-deelnemers/keuzebegeleiding>
- HM Treasury UK, 2025, Targeted Support. Rapport op <https://www.gov.uk/government/publications/targeted-support>
- Investments & Wealth Institute, 2025, Three Key Holistic Planning Trends Reshaping the Industry. Artikel op <https://www.wealthmanagement.com/high-net-worth/three-key-holistic-planning-trends-reshaping-the-industry>
- Janssen, R., 2026, Ortec Finance: van productgeschiedheid naar klantwaarde in adviesbeleid, Investment officer, mei 2026. Artikel op <https://www.investmentofficer.nl/nl/nieuws/ortec-finance-van-productgeschiedheid-naar-klantwaarde-adviesbeleid>
- NIBUD, 2022, Rapport Bedrag ineens: een goed idee?. Rapport op <https://www.nibud.nl/onderzoeksrapporten/rapport-bedrag-ineens>
- Pensioen Pro, 2023, Fondsen beperken zich bij verplichte keuzebegeleiding tot minimale. Artikel op <https://pensioenpro.nl/fondsen-beperken-zich-bij-verplichte-keuzebegeleiding-tot-minimale>
- Universiteit van Utrecht en Montae & Partners, 2025, Pensioenkeuzes & keuzebegeleiding. Rapport op https://www.montaepartners.nl/wp-content/uploads/Algemeen-rapport_Pensioenkeuzes-keuzebegeleiding.pdf

Van klassieke lifecycle naar Total Portfolio Approach

Teun Loermans & Maurice Geraets

INLEIDING

Lifecycle-beleggen is al decennia een vertrouwd uitgangspunt binnen vermogensbeheer en pensioenbeleggen. De kern hiervan is eenvoudig: naarmate de beleggingshorizon korter wordt, verschuift de portefeuille geleidelijk naar minder risicovolle beleggingen. Een jonge belegger kan namelijk meer schommelingen verdragen dan een oudere belegger. Dat idee is intuïtief sterk en praktisch goed uitlegbaar.

Toch is die klassieke benadering vaak te smal. Er wordt vooral naar leeftijd en risicoprofiel gekeken, terwijl de totale economische positie van een belegger veel breder is. Arbeidsinkomen, pensioenrechten, woningvermogen, hypotheekschuld en andere mogelijke schulden bepalen immers mede het totale financiële plaatje. De vraag is dus niet alleen hoeveel risico iemand in alleen de lifecycle wil nemen, maar ook welk risico al besloten ligt in de totale balans.

Daarom is een bredere benadering nodig. In dit artikel laten wij zien hoe lifecycle-beleggen kan worden verbeterd door het te combineren met een bredere Total Portfolio Approach (TPA). In die benadering staat de beleggingsportefeuille in de lifecycle niet op zichzelf, maar maakt deze deel uit van de totale economische

balans van de belegger. Het uitgangspunt verschuift daarmee van 'leeftijdsdenken' naar 'balansdenken'. Daarnaast kan nog een extra stap worden gezet: een dynamische aanpak waarin ook de marktomgeving wordt meegenomen. Die combinatie leidt tot een werkbaar en praktisch kader waarin de lifecycle-portefeuille niet op zichzelf staat, maar wordt afgestemd op impliciete posities elders op de balans en afhankelijk is van de marktomgeving.

HET STARTPUNT: DE KLASIEKE LIFECYCLE

Om de waarde van het klassieke lifecycle-denken goed te begrijpen, is het nuttig om te beginnen met een vereenvoudigde wereld. Als voorbeeld wordt een belegger verondersteld met alleen een beleggingsportefeuille, zonder andere activa op de balans. Er is geen pensioen, geen woning, geen hypotheek, geen arbeidsinkomen en geen ondernemingsvermogen. Daarnaast is de marktomgeving 'constant'. Rente, inflatie en risicopremies zijn stabiel en voorspelbaar.

In zo'n wereld is de klassieke lifecycle logisch. Een jonge belegger heeft nog veel tijd om tegenvallers op te vangen en kan daarom meer zakelijke waarden aanhouden en dus risicovoller beleggen. Een oudere belegger heeft minder herstelcapaciteit en kiest dus eerder voor veilige beleggingen, zoals obligaties, kasgeld of

Teun Loermans, CFA

Senior Investment Strategist en Account CIO bij Achmea Investment Management



Maurice Geraets, CFA

Senior Investment Strategist bij Achmea Investment Management



andere defensieve beleggingen. Leeftijd en de daarop gebaseerde beleggingshorizon zijn dan de belangrijkste stuurvariabelen.

Deze logica sluit aan bij de klassieke literatuur over portefeuillekeuze, waarin financieel kapitaal, risicoaversie, verwachte rendementen en beleggingshorizon centraal staan (Merton, 1969; Samuelson, 1969). Het klassieke lifecycle-model is daarmee een heldere aanpak: eenvoudig, uitlegbaar en nuttig als vertrekpunt.

Maar dat model wordt al snel te beperkt zodra andere componenten worden meegenomen. Een specifieke leeftijdsafhankelijke aandelenallocatie kan minder passend zijn als rekening gehouden wordt met de stabiliteit van het arbeidsinkomen of de omvang van bestaande pensioenrechten. Daarmee wordt duidelijk dat leeftijd alleen niet genoeg is. De klassieke lifecycle is een nuttig begin, maar geen definitief eindpunt.

TOTAL PORTFOLIO APPROACH

De Total Portfolio Approach (TPA) is een beleggingsfilosofie waarin de volledige portefeuille als één samenhangend geheel wordt beschouwd. Niet elk onderdeel wordt afzonderlijk geoptimaliseerd, maar de bijdrage van elk onderdeel aan het totale doel staat centraal. Dat is een duidelijke breuk met de traditionele aanpak, waarin beleggingscategorieën vaak los van elkaar worden beoordeeld op rendement, risico en benchmark.

DE KLASSIEKE LIFECYCLE KIJKT ALLEEN NAAR LEEFTIJD, TERWIJL DE TOTALE ECONOMISCHE BALANS VAN BELANG IS VOOR DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Een kerngedachte binnen de Total Portfolio Approach is de portefeuille als een samenhangend geheel te zien. In die geest breiden we de analyse uit en worden niet alleen financiële beleggingen in de lifecycle meegenomen, maar wordt de totale economische balans in kaart gebracht. Die balans omvat onder meer andere financiële beleggingen, human capital, pensioenrechten, woningvermogen, hypotheekschuld, mogelijke overige schulden en toekomstige consumptie- of pensioenverplichtingen. De kern van het idee is eenvoudig. Vermogen en risico's zitten niet alleen in de lifecycle-portefeuille, maar bevinden zich ook daarbuiten.

Het meenemen van de totale economische balans maakt het mogelijk om het beleggingsbeleid in de lifecycle hierop aan te passen. Iemand met een stabiel inkomen en een groot en veilig pensioen draagt al veel zekerheid in de totale balans. Iemand met een cyclisch inkomen, veel woningexposure en veel hypotheekschuld draagt juist al veel risico. Voor de totale economische balans onderscheiden we de volgende componenten: Human capital, Pensioenrechten, Woning en hypotheek.

HUMAN CAPITAL

Human capital is de economische waarde van toekomstige arbeids- of ondernemingsinkomsten. Voor veel personen is dit op jonge leeftijd zelfs de grootste component, al staat die niet op een beleggingsrekening. De literatuur over lifecycle-beleggen laat zien dat arbeidsinkomen en portefeuillekeuze niet los van elkaar kunnen worden gezien (Bodie, Merton & Samuelson, 1992; Viceira, 2001).

Daarnaast is de volatiliteit van het inkomen van belang. Een stabiel salaris met weinig conjunctuurgevoeligheid lijkt economisch gezien op een obligatieachtige kasstroom. Een dergelijke grote en veilige component geeft ruimte om in de lifecycle-portefeuille meer risico te nemen. Een ondernemer of werknemer in een cyclische sector bevindt zich juist in een andere positie. Als het inkomen sterk meebeweegt met de economische conjunctuur, bevat het human capital al veel aandelenachtig risico. Dan ligt een defensievere lifecycle-portefeuille, ofwel een lagere allocatie naar aandelen, eerder voor de hand.

Bij de bepaling van de omvang van de human-capitalcomponent gaat het niet om exacte waardering, maar om een redelijke inschatting van de omvang, looptijd en zekerheid. Een stabiel arbeidsinkomen van €45.000 per jaar dat nog dertig jaar kan doorlopen, vertegenwoordigt economisch een groot en relatief zeker vermogensbestanddeel. Een inkomen van €90.000 per jaar is een stuk hoger, maar potentieel minder waard als het sterk schommelt. Juist dat verschil in zekerheid bepaalt hoeveel risico in de lifecycle-portefeuille passend is.

PENSIOENRECHTEN

Pensioen is vaak een andere grote component van de totale balans. Economisch gezien is pensioen een toekomstige inkomensstroom. De waarde daarvan hangt af van rente, inflatie-indexatie, langlevensrisico en de mate van onzekerheid over toekomstige uitkeringen. Vooral bij uitkeringsregelingen heeft pensioen kenmerken van een annuïteit. De waarde beweegt mee met de rente en, afhankelijk van indexatie, met inflatie (Campbell & Viceira, 2002; Hoevenaars et al., 2008).

Dat betekent dat pensioenrechten niet los van de lifecycle-portefeuille kunnen worden bekeken. Iemand met een groot en stabiel pensioeninkomen heeft economisch een andere uitgangspositie dan iemand die vrijwel volledig afhankelijk is van de eigen beleggingen in de lifecycle. De lifecycle-portefeuille moet dus rekening houden met toekomstige pensioenrechten en niet alleen sturen op de leeftijd van de persoon.

WONING EN HYPOTHEEK

De eigen woning is deels consumptiegoed en deels belegging. Een woning is in eerste instantie bedoeld om in te wonen, maar brengt als belegging ook concentratie-, liquiditeits- en locatiegebonden risico's met zich mee. Voor veel huishoudens vormt de woning een groot deel van het totale vermogen, waardoor het een dominante rol speelt in de totale balans (Cocco, 2005; Flavin & Yamashita, 2002).

Wie veel vermogen in de eigen woning heeft, heeft al substantieel vastgoedrisico. Dat kan een reden zijn om in de lifecycle-portefeuille minder naar vastgoed te alloceren of juist meer nadruk te leggen op spreiding en liquiditeit.

Ook de hypotheekschuld hoort bij de totale balans en is gerelateerd aan de waarde van de eigen woning. Uiteindelijk is het netto-vermogen, de woningwaarde gecorrigeerd voor de hypotheekschuld, van belang. Daarnaast spelen de eigenschappen van de hypotheek ook een rol. Een vaste rente en een variabele rente hebben immers andere risico-eigenschappen. Bij een vaste rente ligt het renterisico grotendeels vast, terwijl bij een variabele rente de rentelasten meebewegen met de marktrenten.

Woningvermogen en hypotheekschuld zijn belangrijke componenten van de totale economische balans en moeten daarom in samenhang met de lifecycle-portefeuille worden bekeken. Deze componenten bepalen gezamenlijk het rente-, liquiditeits- en balansrisico van het huishouden. Een hoge hypotheek kan een huishouden veel kwetsbaarder maken dan de lifecycle-portefeuille op zichzelf doet vermoeden.

VAN LEEFTIJDsafhankelijke naar balansafhankelijke lifecycle

Zodra de componenten human capital, pensioenrechten, woningvermogen en hypotheekschuld worden meegenomen, wordt de klassieke lifecycle omgevormd naar een balansafhankelijke lifecycle. Bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille in de klassieke lifecycle wordt alleen gekeken naar leeftijd en risicoprofiel.

Als voorbeeld vergelijken we twee personen van 35 jaar met hetzelfde risicoprofiel, maar met een verschillende totale economische balans en brengen we in kaart wat dit betekent voor de lifecycle-portefeuille.

Persoon A beschikt over een stabiel arbeidsinkomen en bouwt een relatief zeker pensioen op. Zijn human capital heeft daarmee het karakter van een voorspelbare, obligatie-achtige inkomensstroom. Vanuit de totale economische balans gezien ontstaat daardoor meer ruimte om in de lifecycle-portefeuille zakelijke waarden op te nemen. Persoon B daarentegen heeft een inkomen dat sterker meebeweegt met de economische conjunctuur, een beperktere pensioenopbouw en een hogere schuldpositie. Hoewel de contante waarde van het human capital van A en B vergelijkbaar kan zijn, verschilt het risicoprofiel wezenlijk. Persoon B draagt via zijn arbeidsinkomen en leverage al impliciet meer aandelenachtig risico. Voor hem ligt een lagere aandelenblootstelling in de lifecycle-portefeuille daarom meer voor de hand. In een klassiek lifecycle-model dat uitsluitend kijkt naar de omvang van human capital zouden beide personen, gegeven een gelijke waarde, tot een vergelijkbare lifecycle-allocatie kunnen komen.

Dit voorbeeld illustreert echter dat niet alleen de omvang, maar ook de aard en het risico van human capital bepalend zijn voor een passende beleggingsmix. De samenstelling van een lifecycle zou daarom niet uitsluitend door leeftijd moeten worden gedreven, maar ook rekening moeten houden met de overige componenten op de totale economische balans van een individu. Naast deze verbreding ten opzichte van het traditionele lifecycle-denken, is bovendien een tweede uitbreiding relevant: het expliciet meenemen van de omstandigheden op de financiële markten.

Drie risicocomponenten in de lifecycle

Marktomstandigheden en beleggingsregimes hebben grote invloed op de uiteindelijke beleggingsresultaten. In een beleggingsregime van lage rentes en stabiele economische groei floreren andere beleggingscategorieën dan tijdens periodes van hoge inflatie of geopolitieke onrust. De klassieke lifecycle negeert deze economische omstandigheden. Wij identificeren drie risico-

Tabel 1 Totale indicatieve balans van twee personen	Kenmerk	Persoon A: stabiel arbeidsinkomen	Persoon B: ondernemersinkomen
	Leeftijd	35 jaar	35 jaar
	Pensioenleeftijd	67 jaar	67 jaar
	Resterende arbeidsjaren	32 jaar	32 jaar
	Risicoprofiel	Offensief	Offensief
	Netto arbeidsinkomen per jaar	€45.000	€90.000
	Stabiliteit inkomen	Hoog	Laag tot middelmatig
	Indicatieve discontovoet	~2,4%	~8,1%
	Geschatte waarde human capital	Circa €1,0 mln	Circa €1,0 mln
	Financiële beleggingen	€150.000	€300.000
	Pensioenrechten / pensioenvermogen	€250.000	€100.000
	Woningwaarde	€450.000	€750.000
	Hypotheekschuld	-€300.000	-€600.000
	Netto woningvermogen	€150.000	€150.000
	Belangrijkste balansrisico	Beperkt	Cyclisch inkomen + leverage
	Aandelenachtig risico buiten portefeuille	Beperkt	Hoog
	Liquiditeitsrisico	Beperkt	Hoog
	Ruimte voor zakelijke waarden in lifecycle-portefeuille	Relatief groot	Beperkter

Bron: Achmea IM

componenten die van grote invloed zijn op toekomstige reële beleggingsuitkomsten: risicopremie aandelen, rente en inflatie.

Aandelen bieden op lange termijn naar verwachting een risico-premie boven veilige beleggingen. Die vergoeding is echter onzeker en beweegt door de tijd. Waarderingen, winstverwachtingen en risicobereidheid beïnvloeden de omvang van die premie bij aandelen (Campbell & Shiller, 1988; Campbell et al., 2003).

Renterisico is breder dan het marktrisico van obligaties alleen. Het renteniveau raakt ook pensioenrechten, hypotheeklasten en de prijs van veiligheid. Voor langetermijnbeleggers kunnen obligaties daardoor ook een functie hebben als afdekking van rentegevoelige verplichtingen (Campbell & Viceira, 2002).

Inflatie is het risico voor de koopkracht op de lange termijn. Voor veel beleggers is dit uiteindelijk het belangrijkste risico, omdat hun doel niet nominaal vermogen is, maar reële consumptie. Inflatiebescherming kan worden gezocht in inflatie-gerelateerde obligaties, vastgoed of infrastructuur, maar geen enkele beleggingscategorie is een perfecte hedge. Inflatie-gerelateerde obligaties zijn gevoelig voor veranderingen in de reële rente, terwijl vastgoed en infrastructuur weer andere risico's met zich meebrengen.

HUMAN CAPITAL, PENSIOENRECHTEN
EN WONINGVERMOGEN BEPALEN MEDE
DE SAMENSTELLING VAN DE BELEGGINGS-
PORTEFEUILLE OVER DE LIFECYCLE

Rente en inflatie hangen bovendien met elkaar samen. De nominale rente bestaat uit de reële rente plus verwachte inflatie, zoals vastgelegd in de Fisher-relatie (Fisher, 1930). Die relatie is in de praktijk niet altijd helder, omdat monetair beleid, liquiditeit en risicopremies de hoogte van de onderdelen beïnvloeden (Mishkin, 1992).

In deze analyse worden de risicocomponenten aandelenrisico-premie, rente en inflatie centraal gesteld. Deze factoren behoren tot de belangrijkste systematische risicobronnen voor beleggers, omdat zij grote invloed hebben op zowel de waarde van de beleggingen als de ontwikkeling van toekomstige reële verplichtingen. Gezamenlijk vertegenwoordigen deze drie componenten de belangrijkste factoren op de financiële markten waarmee

beleggers te maken hebben. Dit betekent niet dat deze selectie volledig is; zij kan in de toekomst worden uitgebreid.

Door rekening te houden met de situatie op de financiële markten, kan de klassieke lifecycle dynamischer worden. Het is echter geen pleidooi om veel te handelen op de korte termijn of de beleggings-portefeuille continu bij te sturen. Het is een pleidooi om het standaard *glidepath*, de afbouw van zakelijke waarden naarmate iemand ouder wordt, dynamischer te maken. Op basis van vooraf opgestelde beleidsregels worden de gewichten van de beleggings-categorieën herijkt binnen bepaalde bandbreedtes.

DE LIFECYCLE IN VIER REGIMES

De vormgeving van een dynamische lifecycle wordt concreter wanneer specifieke beleggingsregimes worden geanalyseerd. Als voorbeeld hanteren we de volgende regimes:

- Neutraal
- Hoge reële rente, hoge inflatie
- Lage reële rente, stabiele inflatie
- Hoge inflatie, negatieve reële rente

Deze regimes zijn geen voorspelling van de toekomst. Zij helpen om vooraf te bepalen welke lifecycle-aanpassing passend is onder verschillende omstandigheden. De aanpassingen blijven altijd begrensd door het basisglidepath, de risicohouding en de totale economische balans van de belegger. Aan de hand van de vier beleggingsregimes tonen we de effecten op de samenstelling van de beleggingsportefeuille binnen de lifecycle.

De beleggingsportefeuille in de lifecycle bestaat uit de volgende onderdelen:

- Zakelijke waarden, vooral aandelen;
- Vastrentende waarden, vooral staatsobligaties;
- Inflatiegerelateerde waarden: inflatiegevoelige beleggingen zoals inflatiegerelateerde obligaties;
- Liquiditeit, kasgeld.

De inflatieparameter bepaalt de allocatie naar het onderdeel inflatiegerelateerde waarden.

DE INFLATIEPARAMETER

Binnen het vastrentendewaardendeel van de portefeuille wordt de inflatiecomponent expliciet gestuurd met de inflatieparameter. Deze parameter bepaalt welk deel van de vastrentendewaarden-portefeuille naar reële activa of inflatiegerelateerde instrumenten gaat. Het is mogelijk om op basis van een hedge-optimalisatie de optimale parameter per inflatie- en renteniveau te bepalen. In het voorbeeld hieronder hanteren wij een gestileerde benadering van deze parameter (zie tabel 2).

Tabel 2
Beleggingsregimes met bijbehorende inflatieparameter

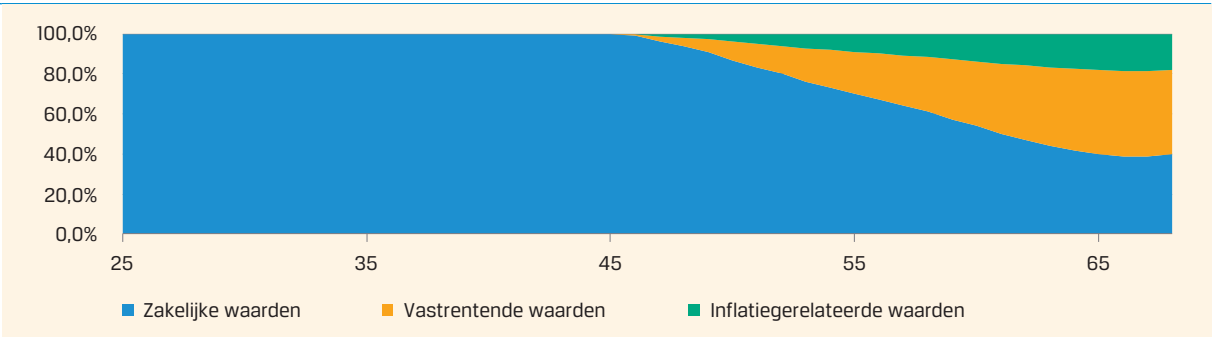
Regime	Inflatie-parameter	Interpretatie
Neutraal	30%	Basisniveau van koopkrachtbescherming.
Hoge reële rente, hoge inflatie	20%	Meer ruimte voor nominale matching.
Lage reële rente, stabiele inflatie	30%	Reële bescherming blijft nuttig, zonder extra inflatieschok.
Hoge inflatie, lage reële rente	60%	Koopkrachtverlies is dominant.

Bron: Achmea IM

Tabel 3 Onderverdeling portefeuilles in een neutraal regime	Lifecycle-component	Aanpassing in neutraal regime
	Zakelijke waarden	Basisglidepath
	Vastrentende waarden	Neutraal
	Inflatiegerelateerde waarden	Basisniveau
	Liquiditeit	Normaal
	Doel	Evenwicht tussen groei, stabiliteit en koopkrachtbescherming

Bron: Achmea IM

Figuur 1
Lifecycle onder
een neutraal scenario



Bron: Achmea IM

1. Neutraal regime

In een neutraal regime zijn reële rente, inflatie en risicopremies ongeveer in balans. De reële rente is niet extreem hoog of laag, inflatie vormt geen dominante bedreiging en nominale obligaties zijn een stabiele bouwsteen. De portefeuille volgt dan vooral het basisglidepath op basis van financieel en menselijk kapitaal met een standaardniveau van koopkrachtbescherming. De inflatieparameter ligt op 30%, zodat ongeveer een derde van de vastrentendewaardenportefeuille naar reële bescherming gaat en twee derde naar nominale obligaties (zie tabel 3, figuur 1).

2. Hoge reële rente, hoge inflatie

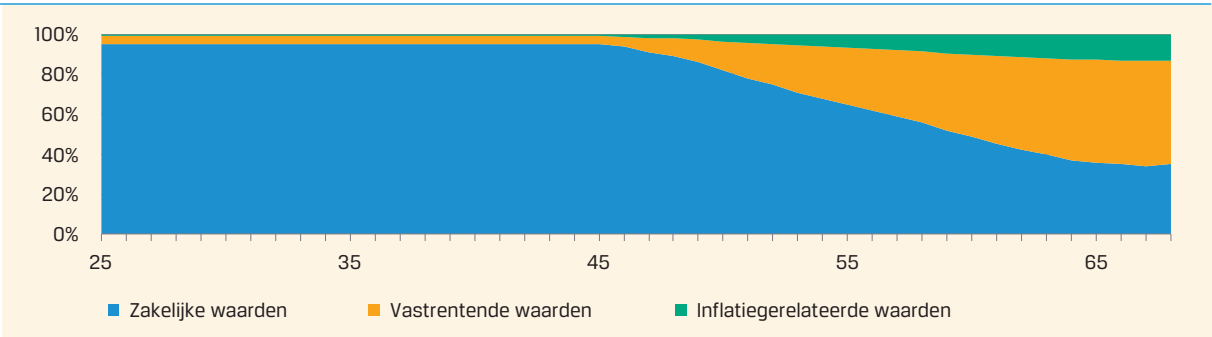
Bij een hoge reële rente zijn veilige staatsobligaties relatief aantrekkelijk. Nominale obligaties bieden dan niet alleen stabiliteit, maar ook een aantrekkelijke reële vergoeding. Daardoor neemt de noodzaak om via aandelen extra rendement te zoeken af.

Binnen de bandbreedte kan het aandelengewicht dan iets omlaag. Vooral oudere beleggers profiteren van het aantrekkelijkere reële rendement. De inflatieparameter daalt naar 20%, zodat meer ruimte ontstaat voor nominale beleggingen (zie tabel 4, figuur 2).

Tabel 4 Onderverdeling portefeuilles bij hoge reële rente	Lifecycle-component	Aanpassing bij hoge reële rente
	Zakelijke waarden	Licht onderwegen binnen bandbreedte
	Vastrentende waarden	Overwegen, afhankelijk van looptijd en verplichtingen
	Inflatiegerelateerde waarden	Lager of neutraal gewicht
	Liquiditeit	Normaal
	Doel	Profiteren van aantrekkelijkere defensieve reële rendementen

Bron: Achmea IM

Figuur 2
Lifecycle onder
een scenario met
hoge reële rente,
hoge inflatie



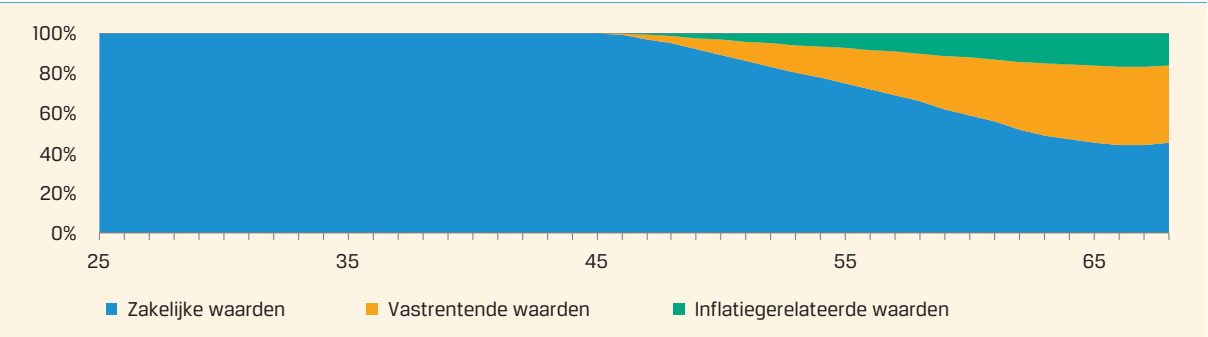
Bron: Achmea IM

Tabel 5
Onderverdeling
portefeuilles bij lage
reële rente

Lifecycle-component	Aanpassing bij lage reële rente
Zakelijke waarden	Overwegen binnen bandbreedte
Vastrentende waarden	Neutraal tot beperkt, afhankelijk van verplichtingen
Inflatiegerelateerde waarden	Basisniveau
Liquiditeit	Normaal
Doel	Voldoende reële vermogensgroei behouden

Bron: Achmea IM

Figuur 3
Lifecycle
onder een scenario
met lage reële rente,
stabiele inflatie



Bron: Achmea IM

3. Lage reële rente, stabiele inflatie

Bij een lage reële rente leveren veilige obligaties weinig reëel rendement op. Nominale obligaties blijven nuttig voor stabiliteit, maar hun bijdrage aan reële vermogensgroei is beperkt. Daardoor blijven zakelijke waarden belangrijk voor het langetermijnderendement.

In dit regime kan het aandelengewicht binnen de bandbreedte juist hoger liggen dan in het neutrale regime. Vooral beleggers van jonge en middelbare leeftijd met veel human capital kunnen meer risico dragen. De inflatieparameter blijft dan op het basisniveau van 30% (zie tabel 5, figuur 3).

4. Hoge inflatie, negatieve reële rente

In een regime van hoge inflatie en negatieve reële rente staat koopkrachtverlies centraal. Nominale beleggingen worden aangetast door inflatie, terwijl de negatieve reële rente geen compensatie biedt. Voor langetermijnbeleggers is dat een lastig regime, vooral wanneer toekomstige consumptie of pensioenuitkomsten centraal staan.

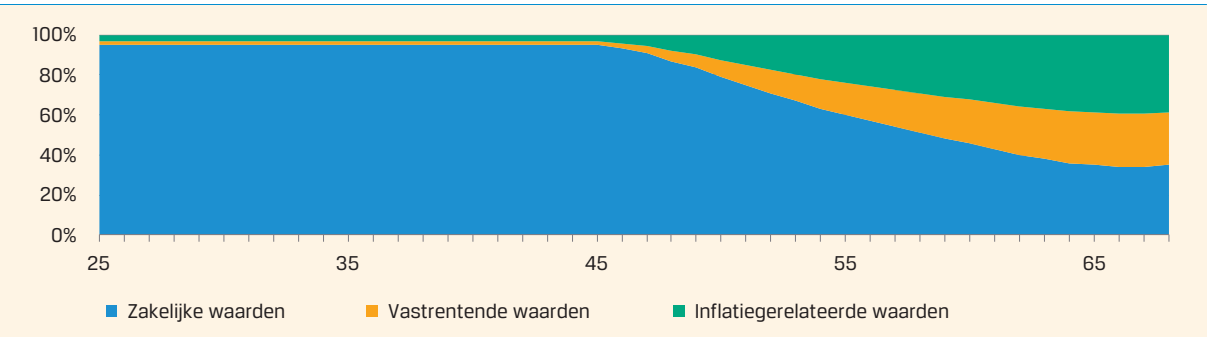
Aandelen kunnen op lange termijn wel enige inflatiebescherming bieden, zeker wanneer ondernemingen de hogere kosten kunnen doorberekenen. Tegelijk blijft het beeld gemengd, omdat kosten normaliter stijgen en marges onder druk staan. De nadruk ligt daarom niet op meer aandelen, maar op inflatiegevoelige beleggingen. De inflatieparameter stijgt naar 60% (zie tabel 6, figuur 4).

Tabel 6
Onderverdeling
portefeuilles bij hoge
inflatie & negatieve
reële rente

Lifecycle-component	Aanpassing bij hoge inflatie en negatieve reële rente
Zakelijke waarden	Selectief, voorkeur voor kwaliteit en prijszettingsmacht
Rente / duration	Lange nominale duration beperken
Inflatiebescherming	Sterk overwegen
Liquiditeit	Normaal tot verhoogd
Doel	Beschermen van koopkracht

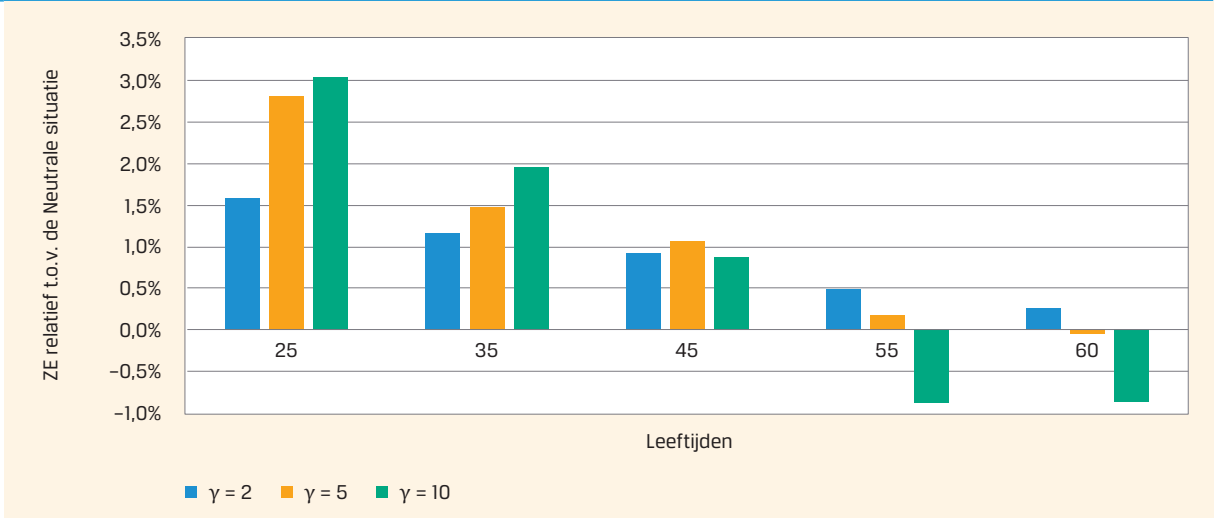
Bron: Achmea IM

Figuur 4
Lifecycle onder
een scenario met
hoge inflatie &
negatieve reële rente



Bron: Achmea IM

Figuur 5
ZE relatief t.o.v.
de Neutrale situatie (%)



Bron: Achmea IM

REGIME-AFHANKELIJKE LIFECYCLE-STRATEGIE

In bovenstaande analyse lag de nadruk op aanpassingen binnen de lifecycle op basis van het heersende beleggingsregime. Voor de kwantitatieve onderbouwing vergelijken wij een vaste neutrale lifecycle met een regime-afhankelijke strategie die de allocatie jaarlijks aanpast op basis van de stand van de reële rente en inflatieverwachtingen. Daarbij testen wij een variant die wisselt tussen vooraf gedefinieerde lifecycles op basis van de regime-definitie. Het doel is te onderzoeken of macro-regime-informatie leidt tot betere pensioenuitkomsten en of die verbetering robuust is vanuit risicoperspectief.

DOOR REKENING TE HOUDEN MET HET
HEERSENDE BELEGGINGSREGIME KAN
DE LIFECYCLE-PORTEFEUILLE VERDER
VERBETEREN

Wij gebruiken hiervoor Amerikaanse historische data (o.a. Shiller), inflatieverwachtingsdata van de Cleveland Fed Center for Inflation Research en voor de stochastische analyse de Achmea IM-scenarioset Flags & Frictions. De portefeuille bestaat uit euro staatsobligaties, euro-inflatiegerelateerde obligaties en aandelen. Het regime wordt jaarlijks vastgesteld op basis van de reële tienjaarsrente ten opzichte van een voortschrijdend gemiddelde.

HISTORISCHE BACKTEST (1983–2025)

De historische analyse simuleert een deelnemer van 25 tot 68 jaar met jaarlijkse, inflatie-geïndexeerde inleg. In deze periode blijken beide regime-strategieën beter te presteren dan de neutrale lifecycle. De full-switchstrategie realiseert circa 7% hoger nominaal eindkapitaal dan de neutrale versie, terwijl de tilt-variant bijna 10% hoger uitkomt. Historisch gezien lijkt het benutten van regime-informatie dus waarde toe te voegen. Tegelijkertijd betreft dit één gerealiseerd pad waarbij de periode 1983–2025 een specifieke

rente- en inflatiedynamiek kende. Voor een robuuste beoordeling kijken wij daarom ook naar een stochastische simulatie.

STOCHASTISCHE SIMULATIE (2000 SCENARIO'S)

In de stochastische analyse gebruiken wij 2000 scenario's met 60 jaren aan rendementen en rentecurves. Voor een deelnemer die start op 25-jarige leeftijd worden 43 jaren doorgerekend. De evaluatie vindt plaats op basis van CRRA-nut op de uiteindelijke reële pensioenuitkering. CRRA-nut (*Constant Relative Risk Aversion*) is een veelgebruikte manier om risicoaversie te modelleren, waarbij de mate van risicoaversie constant blijft in relatieve termen. Een belegger weegt procentuele schommelingen in uitkomsten steeds even zwaar, ongeacht het vermogensniveau. De prestatie-maatstaf is het relatieve zekerheidsequivalent (ZE) ten opzichte van de neutrale lifecycle voor verschillende waarden van de risico-aversieparameter γ . Het zekerheidsequivalent is de zekere uitkomst die een belegger als even aantrekkelijk beoordeelt als een onzekere beleggingsstrategie, gegeven zijn mate van risico-aversie γ . Een verbetering van circa 0,5% tot 1% in zekerheidsequivalent wordt in een langetermijnpensioencontext doorgaans als economisch relevant beschouwd (zie figuur 5).

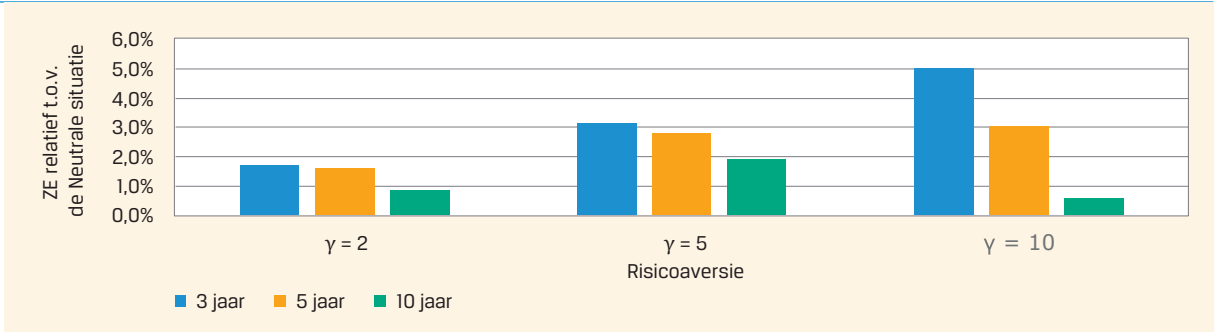
Voor lange horizonnen is de full-switchstrategie duidelijk positief, ook bij hogere risicoaversie. Naarmate de beleggingshorizon korter wordt doordat de deelnemer ouder is, neemt de meerwaarde af en kan deze bij hoge risicoaversie omslaan in een nadeel (zie figuur 6).

Kortere tijdsperiodes vergroten de regimegevoeligheid en daarmee de impact op het zekerheidsequivalent.

CONCLUSIE

De resultaten laten zien dat regime-informatie, toegepast via een voortschrijdend gemiddelde op de reële rente en de nominale rente, in de stochastische analyse waarde kan toevoegen ten opzichte van een vaste neutrale lifecycle. Voor lange beleggingshorizonnen is de full-switchstrategie doorgaans positief, ook wanneer risico expliciet wordt meegewogen. Naarmate de horizon

Figuur 6
Gevoeligheid
voortschrijdende
periode



Bron: Achmea IM

korter wordt en risicoaversie stijgt, neemt de meerwaarde af en kan deze omslaan in een nadeel.

REGELGEDREVEN DYNAMIEK

Een dynamische lifecycle moet niet worden verward met markt-timing. Het doel is niet om te voorspellen waar financiële markten op korte termijn heen gaan. Het doel is om vooraf vast te leggen hoe de portefeuille reageert op bepaalde omstandigheden op de financiële markten.

EEN GOEDE LIFECYCLE IS NIET
STATISCH, MAAR SPEELT IN BINNEN
VOORAF VASTGESTELDE REGELS OP
VERANDERENDE OMSTANDIGHEDEN

Een aanpak gebaseerd op vooraf vastgelegde regels is aantrekkelijk omdat daarmee ad-hocbeslissingen worden voorkomen. Het beperkt ook gedragsmatige *biases* en maakt besluitvorming transparanter. Het basisglidepath blijft het anker, maar binnen vooraf vastgelegde bandbreedtes mag de portefeuille afwijken op basis van objectieve indicatoren.

Dat sluit aan bij inzichten uit *behavioral finance*. Beleggers zijn onder andere gevoelig voor verliesaversie, overmoed en kudde-gedrag, waardoor beslissingen onder marktdruk kunnen afwijken van het langetermijnbelang (Barberis & Thaler, 2003; Kahneman & Tversky, 1979). De gedragsbiases leiden vaak tot procyclisch gedrag. Regels vooraf vastleggen verkleint die kans.

IMPLEMENTATIE EN BEPERKINGEN

De voorgestelde bredere Total Portfolio Approach vraagt meer informatie dan een klassieke lifecycle. Naast leeftijd en risico-profiel zijn onder meer gegevens nodig over arbeidsinkomen, pensioenrechten, woningwaarde, hypotheek, liquiditeitsbehoefte, toekomstige verplichtingen, blootstelling aan aandelen-, rente-, inflatie- en vastgoedrisico, en indicatoren voor risicopremies, reële rente en inflatie.

Tegelijkertijd is de aanpak complexer dan een standaard lifecycle. Human capital is moeilijk exact te waarderen. Pensioenaanspraken zijn afhankelijk van regelgeving, indexatiebeleid en lang-levenrisico. Woningwaarde is onzeker en illiquide. Risico-premies zijn vaak niet direct observeerbaar en moeten worden geschat. Ook regimes zijn niet objectief gegeven, maar worden afgeleid uit indicatoren die ruis bevatten en soms tegenstrijdige signalen geven (Brennan, Schwartz & Lagnado, 1997).

Dat is geen reden om de voorgestelde aanpak af te wijzen, maar wel om niet te sturen op schijnprecisie. De beschreven Total Portfolio Approach is geen formule die één optimale portefeuille oplevert. Het is een raamwerk om systematischer, realistischer en beter uitlegbaar te beslissen (zie tabel 7).

CONCLUSIE

De klassieke lifecycle is een nuttig vertrekpunt voor het vormgeven van een beleggingsportefeuille. Leeftijd, en daaraan gerelateerd de beleggingshorizon, en risicohouding zijn belangrijke variabelen. Maar deze variabelen zijn niet voldoende. Een belegger heeft naast deze financiële beleggingen ook human capital, pensioenrechten en woningvermogen. Al die componenten bepalen samen hoeveel risico iemand economisch draagt.

Tabel 7
Vergelijking verschil-lende lifecycles

Type lifecycle	Stuurt op	Voordeel	Beperking
Klassieke lifecycle	Leeftijd en risicopreferentie	Eenvoudig, goedkoop en uitlegbaar	Negeert totale balans en marktomgeving
Balansafhankelijke lifecycle	Leeftijd plus totale economische balans	Houdt rekening met human capital, pensioen, woning en hypotheek	Vereist klantdata en waardering van impliciete posities
Dynamische lifecycle	Leeftijd, balans en marktomgeving	Past risico aan bij niveaus van inflatie, reële rente en aandelenrisicopremie	Vereist robuuste indicatoren, bandbreedtes en discipline

Bron: Achmea IM

Een op de Total Portfolio Approach gebaseerde aanpak maakt de klassieke lifecycle daarom breder en realistischer. De allocatie naar verschillende beleggingen wordt niet alleen afhankelijk van leeftijd en risicoprofiel, maar van de totale economische balans en, binnen duidelijke regels, ook van marktomstandigheden. Human capital, pensioenrechten, woningwaarde en hypotheek worden meegenomen als onderdelen van de totale economische balans. De hoogte van risicopremies, rente en inflatie wordt meegenomen in de bepaling van het beleggingsregime.

De beleggingsregimes worden vertaald naar lifecycle-aanpassingen voor zakelijke waarden, nominale obligaties en inflatiebescherming. Zo wordt zichtbaar wanneer aandelen belangrijker zijn voor reële vermogensgroei, wanneer nominale obligaties aantrekkelijker zijn als defensieve bouwsteen en wanneer koopkrachtbescherming centraal moet staan.

Toch zijn deze beleggingsregimes geen vrijbrief voor tactische markttiming. Ze vormen een kader op basis van vooraf vastgestelde regels om binnen vooraf bepaalde bandbreedtes systematisch te reageren op veranderende marktomstandigheden.

Daarmee verschuift de centrale vraag van: “welke beleggingsportefeuille past bij deze leeftijd?” naar: “welke beleggingsportefeuille past bij de totale economische balans en het heersende beleggingsregime?”

DISCLOSURE

“In dit artikel is uitsluitend gebruikgemaakt van generatieve AI-tools (zoals ChatGPT) voor het redigeren van de tekst. De auteurs nemen de volledige verantwoordelijkheid voor de inhoud op zich.”

Literatuur

- Ang, A., Goetzmann, W. N., & Schaefer, S. M. (2009). Evaluation of active management of the Norwegian Government Pension Fund – Global. Norwegian Ministry of Finance.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 1, Part B, pp. 1053–1128). Elsevier.
- Bodie, Z., Merton, R. C., & Samuelson, W. F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3–4), 427–449.
- Brennan, M. J., Schwartz, E. S., & Lagnado, R. (1997). Strategic asset allocation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(8–9), 1377–1403.
- Campbell, J. Y. (2006). Household finance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1553–1604.
- Campbell, J. Y., Chan, Y. L., & Viceira, L. M. (2003). A multivariate model of strategic asset allocation. *Journal of Financial Economics*, 67(1), 41–80.
- Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). Stock prices, earnings, and expected dividends. *The Journal of Finance*, 43(3), 661–676.
- Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2002). *Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors*. Oxford University Press.
- Clevelandfed. clevelandfed.org/center-for-inflation-research
- Cocco, J. F. (2005). Portfolio choice in the presence of housing. *The Review of Financial Studies*, 18(2), 535–567.
- Cocco, J. F., Gomes, F. J., & Maenhout, P. J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *The Review of Financial Studies*, 18(2), 491–533.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. Macmillan.
- Flavin, M., & Yamashita, T. (2002). Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio. *American Economic Review*, 92(1), 345–362.
- Hoevenaars, R. P. M. M., Molenaar, R. D. J., Schotman, P. C., & Steenkamp, T. B. M. (2008). Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(9), 2939–2970.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247–257.
- Mishkin, F. S. (1992). Is the Fisher effect for real? A reexamination of the relationship between inflation and interest rates. *Journal of Monetary Economics*, 30(2), 195–215.
- Samuelson, P. A. (1969). Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.
- Shiller Data. [Shillerdata.com](https://shillerdata.com)
- Viceira, L. M. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *The Journal of Finance*, 56(2), 433–470.

Van product naar persoon: wealth management in een nieuw tijdperk

Door Michel Wetser & Marlies van Boven

Wealth management is in rap tempo aan het opschuiven van 'portefeuillebeheer' naar een bredere, persoonlijke dienstverlening. Dit is precies het thema van de VBA Journaal zomereditie 2026: van asset management naar wealth management. In dit interview neemt Richard de Groot (ABN AMRO) ons mee langs de krachten achter die verschuiving: klanten die 'digital first' verwachten, tegelijk minder tijd maar méér informatie hebben, en daarom vragen om transparantie, overzicht én maatwerk.

Dat raakt direct aan de praktijk van portefeuilleconstructie: aandelen blijven de primaire rendementsbron, maar de invulling wordt verfijnder via regionale accenten, verschillende obligatieblokken ('veilig' versus rendement), varianten met meer of minder actief risico en een breder palet aan ESG- en impactvoorkeuren. Ook de klassieke 60/40-mix blijft als startpunt herkenbaar, maar vraagt om doorontwikkeling nu correlaties veranderen en diversificatie schaarser wordt. Tegelijk waarschuwt hij voor onderbelichte risico's en benadrukt hij dat discipline in processen minstens zo bepalend is als de keuze voor de juiste bouwstenen.

WELKE STRUCTURELE TRENDS VERANDEREN VOLGENS U HET WEALTH-MANAGEMENTDOMEIN HET MEEST?

We zien een aantal trends die wealth management ingrijpend verandert. Als eerste is er de sterk groeiende behoefte om vermogen vanuit een holistische benadering te bekijken. Dat gaat verder dan alleen de beleggingsportefeuille: klanten verwachten steeds vaker dat hun volledige financiële situatie in beeld wordt gebracht, inclusief vermogen dat elders, bij andere banken, is ondergebracht. Fiscaliteit, estate planning, ondernemingsvermogen en filantropie worden daarbij steeds meer betrokken in het advies.

Dit zien we ook terug in veranderende klantverwachtingen. 'Digital first' is echt steeds meer een vereiste aan het worden voor de hele samenleving, maar zeker ook binnen wealth management. De persoonlijke relatie speelt daarin nog steeds een hele belangrijke rol en wordt erg gewaardeerd door klanten. Wel is het van belang dat het contact relevant en als persoonlijk wordt ervaren. Die personalisatie zien we ook steeds meer terug in de beleggingen zelf. We zijn steeds beter in staat om maatwerk op een gestandaardiseerde manier aan te bieden, waardoor het voor de klant voelt als een echte persoonlijke oplossing. Een voorbeeld: klanten kunnen kiezen voor actief beheer op hun aandelenportefeuille en tegelijk passief beheer op hun obligatieportefeuille. De onderliggende bouwstenen blijven gestandaardiseerd beheerd, maar de combinatie voelt voor de klant als een echte maatwerkoplossing.

Tegelijk verandert het beleggingsuniversum zelf. Categorieën als private markets en zelfs crypto komen beschikbaar voor een steeds grotere groep beleggers. En hoewel duurzaam beleggen een belangrijk onderdeel blijft, zien we een meer genuanceerde aanpak ontstaan, met meer ruimte voor klantwensen en minder dogmatiek. Dat weerspiegelt bredere verschuivingen in de samenleving. Daarbij verschilt de context per land. In Nederland heeft ABN AMRO een brede footprint, van retail tot private banking. In landen als België en Frankrijk zijn we meer gefocust op wealth management in de strikte zin.



Richard de Groot (ABN AMRO)

Sinds 2017 geeft Richard de Groot leiding aan het Global Investment Centre binnen ABN AMRO Bank, met groepsbreed circa 240 miljard euro aan beheerd vermogen een van de grootste wealth managers van Europa, en draagt hij de eindverantwoordelijkheid voor het beleggingsbeleid van ABN AMRO-klanten. Hij begon zijn loopbaan in 1998 binnen vermogensbeheer bij ABN AMRO en maakte in 2005 de overstap naar private banking, waar hij verantwoordelijk was voor de ontwikkeling van vermogensbeheer/portefeuillemanagement binnen ABN AMRO MeesPierson. Binnen zijn rol publiceert hij regelmatig beleggingsupdates en marktcommentaar voor de private-bankingkanalen van ABN AMRO.

Die context kleurt ook hoe de holistische benadering er in de praktijk uit ziet.

HOE VERANDEREN BEHOEFTE EN GEDRAG VAN KLANTEN IN DEZE NIEUWE CONTEXT?

Klanten zijn meer geïnformeerd dan ooit, maar hebben minder tijd om informatie te verwerken of willen daar minder tijd aan besteden. Hierdoor ontstaat een paradox: ze willen diepgang én eenvoud, zowel detail als overzicht. Rapportages zijn daarom gelaagd opgebouwd. Klanten kunnen zelf kiezen hoever ze inzoomen, maar de adviseur speelt een onmisbare rol in het duiden van performance en risico's, zeker in perioden van marktonrust. Denk aan momenten waarop er dingen in de wereld gebeuren die klanten raken, zoals geopolitieke spanningen of marktschokken. Dan is het juist de adviseur die proactief contact zoekt: hoe kijken wij naar de situatie, wat doen we in uw portefeuille en wat betekent het voor u? Scenarioanalyses zijn daarin een krachtig instrument om risico's tastbaar en begrijpelijk te maken, ook al bij het eerste inventarisatiegesprek.

CLIËNTEN WILLEN DIEPGANG ÉN EENVOUD. DE ADVISEUR IS DAARIN DE VERTALER VAN COMPLEXITEIT NAAR BEGRIJPELIJK EN VERTROUWD ADVIES

We zien hierbij een grote variëteit in klantwensen, van particulieren die beleggen puur als middel zien tot klanten die op vrijwel institutioneel niveau acteren. Daarbij is het gedrag van klanten niet rechtstreeks afhankelijk van de omvang van hun vermogen. Ondernemers zijn doorgaans kritischer en veeleisender, simpelweg omdat zij gewend zijn zelf aan het stuur te zitten. Grote vermogens worden bovendien regelmatig via family offices of externe adviseurs beheerd, waarbij diepgaande gesprekken de norm zijn. ABN AMRO heeft hiervoor een aparte family office-afdeling, die waarde toevoegt op het vlak van estate planning en vermogensoverdracht naar volgende generaties, zonder zelf het beleggingsbeleid te maken.

Artificial Intelligence (AI) zal deze trends verder versterken. Met behulp van AI wordt het eenvoudiger om diepgaande analyses te maken en die vervolgens met de adviseur te bespreken. We bevinden ons echter nog volop in een experimentele fase. Klanten beginnen AI te gebruiken om portefeuilleanalyses te doen en gerichte vragen te stellen, maar het is nog beperkt.

HOE VERTAALT U DEZE BREDE TRENDS NAAR PORTEFEUILLECONSTRUCTIE?

Ook in onze portefeuilleconstructie zoeken we de combinatie van diepgang en eenvoud. Er zijn steeds meer mogelijkheden, maar we werken voor klanten en het is essentieel dat zij begrijpen wat we doen en waarom. Dat is een bewuste keuze die de toegankelijkheid van ons aanbod mede-bepaalt.

De basis van onze portefeuilles is herkenbaar gebleven: aandelenrisico is en blijft de belangrijkste bron voor rendement. Maar we maken in ons aanbod steeds meer onderscheid. Op het vlak van regionale spreiding hebben we naast portefeuilles op basis van een All Country World Index (inclusief opkomende markten) ook portefeuilles met een duidelijke Europa-tilt. Klanten kunnen daarin kiezen wat het beste aansluit bij hun persoonlijke voorkeur.

Binnen obligaties onderscheiden we een 'veilig' blok, bestaande uit investment grade staatsleningen, bedrijfsobligaties en covered bonds en een 'rendementsblok' dat gericht is op extra rendement via high yield en emerging market debt, waarvoor we actief duratiebeleid voeren.

We bieden klanten ook een keuze als het gaat om de hoeveelheid actief risico. Indexbeleggen wint aan interesse, ook bij wealth management-klanten. We hebben daarom ook portefeuilles die overwegend passief zijn ingevuld. Voor Amerikaanse aandelen kiezen we steeds vaker voor passief beheer. De hoge marktconcentratie in de VS maakt het voor actieve managers bijzonder moeilijk om waarde toe te voegen. Mocht die concentratie in de toekomst afnemen, dan kan dat oordeel ook weer veranderen. We zitten daar niet dogmatisch in. Voor opkomende markten en obligaties, met name investment grade bedrijfsobligaties en high yield, zetten we juist actieve managers in, waar selectie echt het verschil kan maken.

Ten slotte bieden we een breed palet als het gaat om ESG-voorkeuren. Al onze portefeuilles zijn SFDR artikel 8-compliant, maar we differentiëren op de mate waarin ESG een prominente rol speelt. En we zien een groeiende groep klanten die bewust kiest voor impactbeleggen.

IS DE TRADITIONELE 60/40-PORTEFEUILLE NOG HOUDBAAR?

Dat is een terechte vraag, maar ik denk dat die meer leeft in onze industrie dan bij onze klanten. In het algemeen biedt een 60/40-portefeuille nog steeds belangrijke voordelen en het helpt ook hoe intuïtief dit door klanten wordt begrepen. Veel klanten hebben een voorkeur voor vermogenscategorieën die ze kennen en die liquide zijn.

In ons middelste risicoprofiel hanteren we concreet een allocatie van circa 55% aandelen, 35% obligaties en 10% liquiditeiten: een praktische vertaling van het 60/40-kader naar de huidige marktomstandigheden. Dat neemt niet weg dat we als vermogensbeheerder nadrukkelijk kijken naar verbetermogelijkheden, waarbij dit raamwerk ons startpunt is.

Zo waren we in tijden van negatieve rentes deels belegd in hedgefondsen die als alternatief voor obligaties een betere kans op hoger rendement boden. En we hebben al geruime tijd een allocatie naar goud als extra diversificatie, aangeboden via een ETC (Exchange Traded Commodity), niet via fysieke opslag. De rationale achter goud is breder dan alleen diversificatie: ook

de oplopende overheidsschulden wereldwijd zijn een reden. Op het moment dat die schulden een echte zorg worden in de markt, zijn beleggers geneigd verder te diversifiëren weg van (schulden in) de dollar. Goud profiteert daar structureel van. Bovendien zijn centrale banken al jaren netto kopers van goud, wat een aanhoudende meewind geeft. Crypto bieden we klanten wel aan, maar nemen we vooralsnog niet op in vermogens-beheerportefeuilles.

WELKE ONDERBELICHTE (STRUCTURELE) RISICO'S VERDIENEN MEER AANDACHT?

Ik denk als eerste aan de veranderende correlaties. De correlatie tussen aandelen en obligaties is een fundament van de 60/40-portefeuille, en die correlatie is de afgelopen jaren veelal hoger geweest dan historisch gebruikelijk. Obligaties bieden daardoor minder diversificatievoordeel dan in het verleden. Het is verstandig om ook te kijken naar andere mogelijkheden die diversificatie bieden, zoals goud, commodities of alternatieve strategieën.

ALTERNATIEVEN ZOALS GOUD ZIJN GEEN LUXE MEER, MAAR EEN SERIEUZE AANVULLING OP DE PORTEFEUILLE

Als tweede zou ik liquiditeitsrisico noemen. Professionele beleggers begrijpen dit risico doorgaans goed, maar voor wealth management-klanten kan dat anders liggen. Het is alweer geruime tijd geleden dat we echt een liquiditeitskrapte hebben meegemaakt. Daarom is het van groot belang om illiquiditeit, denk aan private markets, helder te bespreken en te toetsen of klanten weten waar ze mee instemmen. ABN AMRO onderzoekt de mogelijkheden van beleggen in private equity, private credit en infrastructuur, met een voorkeur voor evergreen-structuren met beperkte liquiditeit. Als we stappen zetten in vermogensbeheerportefeuilles, ligt het voor de hand te beginnen met een combinatie van private equity, private credit en infrastructuur. Dat zijn de meest logische eerste stappen. Daarbij nemen we een conservatief uitgangspunt: ook al zit er enige liquiditeit in evergreen-structuren, we gaan ervan uit dat die in bepaalde marktomstandigheden kan opdrogen. Close-end funds worden op individuele basis wel aangeboden. Voor vermogens-beheerportefeuilles zijn we bewust voorzichtig.

Als derde zou ik het toegenomen concentratierisico noemen. In sommige portefeuilles is het gewicht van specifieke bedrijven de afgelopen jaren sterk gestegen, gedreven door de explosieve groei van de techsector. Bovendien zijn de rendementen van deze bedrijven deels gecorreleerd. Hier mag meer aandacht voor zijn, ook in het gesprek met klanten.

HOE VOORKOMT U DAT GEDRAGSRISICO'S DE PORTEFEUILLE VERSTOREN?

Het is hierbij van belang om onderscheid te maken tussen de keuzes die onze klanten maken en de keuzes die ons portefeuille-managementteam maakt. Richting klanten hebben we een verplichting om hen goed mee te nemen in hoe financiële markten werken en hoe zij bepaalde valkuilen kunnen vermijden. Zo geloven we dat het timen van markten bijzonder moeilijk is en potentieel veel rendement kan kosten. Ons advies is daarom dikwijls: houd vast aan de strategie die bij aanvang is vastgesteld. We onderbouwen dit met concrete analyses, bijvoorbeeld door te laten zien hoeveel rendement het kost als je de beste beursdagen mist als gevolg van market timing.

HOUD VAST AAN DE STRATEGIE DIE BIJ AANVANG IS VASTGESTELD

Gedragsrisico's spelen echter ook een rol in onze eigen beleggings-teams. Hier helpt een gedegen proces: duidelijke afspraken rond herbalanceren en 'sell discipline'. Die afspraken moet je maken vóórdat een bepaalde marktsituatie zich voordoet, zodat ze op het moment dat het ertoe doet daadwerkelijk hun werk kunnen doen.

Verder hebben kwantitatieve modellen een vaste rol in ons beleggingsproces. We hanteren verschillende modellen en hebben afspraken over hoe we met de signalen ervan omgaan, met voldoende flexibiliteit, maar ook zo dat we ze niet zomaar naast ons neer kunnen leggen.

HOE ZORGT INTERNATIONALE SAMENWERKING BINNEN HET INVESTMENT CENTRE VOOR CONSISTENTE KWALITEIT ÉN LOKALE RELEVANTIE?

Het Investment Centre werkt vanuit vier landen: Duitsland, Frankrijk, België en Nederland. De sleutel tot onze samenwerking is dat we de verantwoordelijkheid zo veel mogelijk globaal organiseren, waarbij de locatie van de medewerker er niet toe doet. Portefeuillemanagers in Amsterdam maken beleggingskeuzes voor klanten in alle vier de landen en omgekeerd. Alleen zo creëer je een situatie waarin iedereen optimaal samenwerkt en niemand een lokaal eilandje bouwt.

Dat is niet altijd eenvoudig. Het vraagt ook in ons HR-beleid om nadrukkelijke aandacht voor de wil om internationaal samen te werken. We hebben een centrale risk management- en performance measurement-functie ingericht: portefeuilles worden in alle landen nauwlettend gevolgd en eventuele allocatieverschillen worden actief besproken.

Portefeuilles worden zo veel mogelijk gelijk gehouden. Alleen bij fiscale of wettelijke restricties wijken we lokaal af. Onze aanpak is pragmatisch: zo consistent mogelijk werken, maar vanuit klant-belang rekening houden met wat lokaal noodzakelijk is.

We proberen het beleggingsbeleid zo min mogelijk te laten beïnvloeden door fiscale overwegingen, maar maken waar nodig restricties of maatwerkoplossingen.

De grootste verschillen zitten op het fiscale vlak. Zo heb je in een aantal landen te maken met een vermogensaanwasbelasting (capital gain tax), waar dit in Nederland vrijwel niet speelt. In Nederland zijn de uitdagingen rond Box 3 voor veel klanten dominant. Zo houden we vanwege Box 3 soms kasgeld aan in plaats van een geldmarktfonds, wat in Frankrijk juist heel gebruikelijk is. Ook de FGR-structuur (Fonds voor Gemene Rekening) biedt Nederlandse beleggers fiscale voordelen die elders niet bestaan. Fiscaliteit is in principe de verantwoordelijkheid van de klant zelf, maar Box 3 is zo breed en structureel dat we dat actief meenemen in ons beleggingsbeleid.

De lokale verankering, als onderdeel van het internationale team, zorgt ook voor relevantie richting klanten. Zij kunnen in hun eigen land en taal met een betrokken specialist spreken, iemand die ook werkelijk het beleid meebepaalt. Dat waarderen klanten.

HOE VERSCHILLEN BELEGGINGSPORTEFEUILLES EN RISICOHOUING VAN BELEGERS PER LAND – EN WAT BETEKENT DAT VOOR DE BEHEER- EN BELEGGINGSAANPAK?

We zien geen grote verschillen als het gaat om risicohouding. We gebruiken dezelfde risicoprofielen in alle landen. Waar we wél verschillen zien, is in lokale klantvoorkeuren. In Frankrijk hebben veel klanten nog een sterke ‘home bias’ of ten minste een Eurozone-bias, terwijl in Nederland de wereldwijde indices als vanzelfsprekend startpunt worden gezien. In Duitsland bestaat een sterke voorkeur om niet in fondsen maar in individuele vermogenstitels te beleggen. Die voorkeur heeft een historische oorzaak: in het verleden zijn in Duitsland relatief veel producten verkocht met hoge kosten, vaak actieve fondsen, wat bij klanten

en adviseurs een natuurlijke weerstand heeft gecreëerd. In Nederland zijn we van oudsher een van de goedkoopste markten qua beheervergoedingen, waardoor die discussie anders ligt. Educatie speelt hier een belangrijke rol: wat zijn de voor- en nadelen, en hoe beïnvloeden die de performance?

WE ZIJN ER TROTS OP DAT WE EEN ECHT INTERNATIONAAL TEAM HEBBEN NEERGEZET MET GEDEELDE PORTEFEUILLES, EEN GEZAMENLIJKE CULTUUR EN ÉÉN BELEGGINGSOVERTUIGING OVER VIER LANDEN

Voor ons betekent dit dat we centraal beleid maken, maar dat vervolgens vertalen naar verschillende modelportefeuilles. We hebben portefeuilles met een Euro-tilt én portefeuilles met een wereldwijde basis. Maar ik wil benadrukken dat de verschillen relatief beperkt zijn. Voor het overgrote deel kunnen we de portefeuilles op een consistente en geharmoniseerde manier invullen. Dat is precies de kracht van ons internationale model.

TOT SLOT

Gevraagd naar de toekomst van de sector en waar hij het meest trots op is, aarzelt Richard de Groot niet. ‘AI zal een enorme impact hebben, zowel op de beleggingsengine als op de manier waarop we klanten bedienen. De wereld over vijf tot tien jaar zal fundamenteel anders zijn. Maar wat mij nu al het meest trots maakt, is dat we een echt internationaal team hebben neergezet: samenwerken over vier landen, met geharmoniseerde portefeuilles en een gezamenlijke cultuur. Dat is niet vanzelfsprekend en het is ons gelukt.’

Jeremy Grantham's (GMO) memoir contains still relevant investment lessons but lacks humility

Mark Geene, Seasoned Investment Specialist

Introduction

Jeremy Grantham, alongside co-author and financial historian Edward Chancellor, published his memoir in early 2026. In this volume, he reflects upon six decades in financial markets. Grantham is highly regarded as investor, and environmental philanthropist and propagandist. The book provides a comprehensive overview of his career, spent largely at GMO which he co-founded, portraying him as a long-term, fundamental value oriented and outspoken investor. It offers countless historical insights relevant to seasoned investors and analysts. This is also true for young investors who might mistakenly assume that financial and economic history or the perspectives of an 'old Englishmen' offer little value in today's fast-changing, digital and AI-dominated investment landscape.

Risk is not accurately measured by volatility as the finance professors claim. Real risk is mainly career and business risk, which together shape our industry.

Grantham demonstrates that, ultimately, humans make decisions and often make mistakes due to well-documented biases and fears concerning career and business risks. He also writes extensively about the climate crisis the earth is facing, while mankind is neither acknowledging nor tackling it to any significant degree. He describes how he invests in companies that try to confront less commonly mentioned environmental risks and challenges via his Foundation.

Upon reading the memoir, one cannot overlook how proud he is of his achievements in both investing and philanthropy. At times, the tone comes across as arrogant and

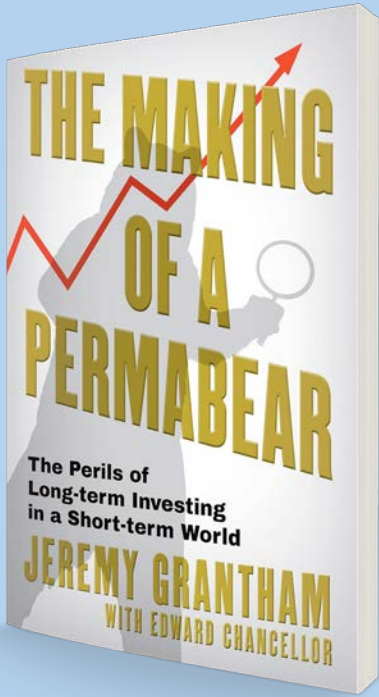
even 'revenge-oriented' towards those who disagreed with him. A more modest and humble writing style regarding his career, investment insights, and climate reflections would have improved bringing home his message. This critical review explores these topics in the sections below.

Grantham & GMO: Investment strategy

Born in England, Grantham worked at Shell before co-founding first Batterymarch and subsequently GMO. There, he and his colleagues built upon the fundamental investment strategies first applied at Batterymarch. They were among the earliest investment managers to apply, at the time still basic, quantitative stock selection models. Subsequently they also were one of the first US managers to invest in developed markets outside the US and later in Emerging Markets.

As noted in the introduction, Grantham and GMO, were very focused on the fundamentals and the difference between price and value. If an asset was deemed cheap, they would buy a lot of it, even if doing so exceeded their traditional equity 'mandates'. For instance, they loaded up upon US Treasuries in 1982 when interest rates were sky high. Conversely, they retained a very large underweight in Japanese stocks during the bubble-period before 1989, despite Japan representing a very large portion of their international equity benchmark. Both large bets worked out well for the firm's performance, reputation and AUM.

GMO was never shy to take these sizable bets in countries, sectors and investment styles. Later on, particularly leading up to the Internet Bubble, they maintained this style and became even more outspoken about it, partly to defend their contrarian bets.



Auteur: Jeremy Grantham, Edward Chancellor
Uitgever: Grove Press
ISBN: 9781804711194

Grantham frequently highlights that most investors care more about career and business risks instead of focusing on the fundamentals and investing properly. This often means avoiding big bets (underweight) on overvalued stocks or sectors and not willing to go against the flow, momentum and 'common' opinion. Grantham writes that efforts to reduce career risk leads to herding, momentum-chasing and extrapolation, which together are the main causes of mispricing. GMO was willing to retain contrarian positions for years, despite underperforming peers and being battered by clients and hit by outflows. They tirelessly explained their logic towards clients and in the well-read investment letters of Grantham.

GMO practiced common-sense investing and was not influenced by hype or momentum. There was always sound logic about their way of operating. They focused on investment cycles as well as capacity limits of their strategies. They frequently closed strategies due to capacity concerns, a discipline more firms should adopt in my opinion. As Grantham points out, while every investment professional knows that it is an ironclad law that size reduces performance, many have a vested interest in 'muddling the water' to keep growing.

Lessons for investors: valuation and investment behavior

The book compiles investment lessons Grantham wrote about in letters or spoke about in public over the past decades and are scattered in lists throughout the respective chapters. These lessons remain highly relevant for current investors: both institutional and retail. The insights were shaped by his character. During his entire life Grantham showed intellectual curiosity, which drove his continuous attention towards research on investment and later environmental matters. He also pushed his staff to continuously improve and innovate, by requiring a new idea from them every week.

One of his most important research areas were valuations and profits. This research made him a steadfast believer in mean reversion for equity market valuations and profit margins, both for individual companies and the economy at large. This belief is grounded in his understanding of human investment behavior and capitalism. He frequently emphasizes several key points:

- Regression to the mean within business economics and financial markets is 'near certain', however timing the 'popping' of the bubble is highly uncertain.
- Markets tend to overshoot during these mean reversions.

Grantham stresses that investment behavior drives markets, requiring investors to remain disciplined and stick to the plan. This includes the willingness to go against momentum. During various cycles, his firm showed the courage to build positions in heavily beaten-down markets and sectors. He also demonstrated a willingness to reinvest following financial crises, showing

the courage to 'step on the gas' rather than remain a permanent bear. However, he also displays excessive pride in 'perfectly' picking market bottoms and the accuracy of GMO's long-term asset class forecasting models during the 1998-2008 period.

Although Grantham and GMO were at the forefront of the development of quantitative investment strategies, he warned against the risk datamining as early as 1991. It frequently showed up ever since and is becoming an even larger and more difficult to control risk when GenAI is combined with numerous and instantaneous available datasets.

Broader view on environment, climate and society at large

In the latter part of the book, Grantham describes his transition towards becoming increasingly alarmed by environmental issues and societal trends. He addressed this during speeches and investment letters. He has used his extensive network to inform high-ranking government and management officials.

During his career he accumulated significant wealth which he channeled towards both philanthropy and investments related to the environment. He has funded research into climate risks that often escape mainstream attention such as soil erosion, declining sperm quality, and pathogen immunity. He also addresses the threat to pollinators caused by toxicity and chemicals. This part broadens the scope of the book, offering additional insights compared to his more widely known investment lessons.

In addition to environmental matters, he writes about the rising power of US corporations and industry concentration. He argues this has led to historically high profit margins but also increased societal inequality. Grantham is provocative and addresses critical issues for mankind; now more than ever, I'm of the opinion we need individuals like Grantham willing to take a stand on long-term societal and environmental challenges.

However, unlike his insightful investment lessons, he fails to provide a clear list of solutions or actions that politicians, managers, or readers can and should take

to address issues on corporate power and climate risk. While the book is a memoir, it would have had a greater impact if it included potential solutions, perhaps in an appendix. I'm certain Grantham has well-researched options available.

Grantham style of writing

The book is highly accessible to a general audience interested in investing and financial history as it avoids industry jargon. However, Grantham occasionally overdoes the confidence regarding his achievements and insights in investments and climate changes as well as his philanthropy. He is very proud of the prices and honors he has won. Combined with being outspoken and a propagandist, readers may find him too arrogant, with characteristics reminiscent of Donald Trump and Louis van Gaal. His tone can sometimes sound like 'revenge-seeking' towards clients who left GMO before the dot-com bubble burst. Notably, he uses aggressive, militaristic language, words like 'enemy', 'battle plan,' and 'my troops', when discussing environmental initiatives. It is also striking that while the first part of the book discusses mistakes and failures, the latter part does so much less.

Conclusion

Jeremy Grantham's memoir, *The Making of a PermaBear*, provides an informative overview of his 60-year career in finance and growing focus on environmental activism. The book's value lies in the investment experiences and lessons he shares, including its emphasis on long-term investing through fundamental valuation and the 'near certain' law of mean reversion. Grantham also makes a strong case for addressing ignored risks of climate changes and increased corporate power in the US.

His memoir could become an investor classic if the next version includes a more structured list of investment lessons, historical market events and investment return charts. A modest, less self-servicing writing style and the recognition of the achievements of others will further improve the reception of his important messages. Despite these flaws, the book remains an educational resource for understanding how human behavior and personal biases drive investors and financial markets.

BlackRock: Asset and Wealth Management in the Netherlands in a new era

By Marlies van Boven & Roy Hoevenaars

INTRODUCTION

BlackRock Netherlands has undergone a significant transformation over the past decade, evolving from what was largely a sales hub that partnered with institutional clients into a broader multi-function office, now also with a significant footprint in wealth.

At the same time, the investment industry is changing rapidly, driven by demographic shifts, technological innovation and evolving client needs.

In this interview, Monique Donders, Head of BlackRock Netherlands, and Annemarie Stephenson, Head of Wealth Netherlands, discuss the convergence of institutional and wealth investing, the growing importance of personalised portfolio construction, the democratisation of private markets, and

the impact of AI on the future of wealth management. They also share their perspectives on consolidation within the industry and the opportunities created by the largest intergenerational wealth transfer in history.

FROM SALES HUB TO STRATEGIC EUROPEAN CENTRE

“We have been in the Netherlands for almost 30 years,” says Monique Donders, Head of BlackRock Netherlands for over 10 years. Over that period, she has overseen not only the growth of the office to around 80 people, but also its evolution beyond a traditional sales hub.

“Since Brexit, we have become the MiFID hub for BlackRock in continental Europe. European MiFID clients are contracted – sometimes via local branches – with BlackRock Netherlands B.V. Because this business is relatively large, it requires local



Monique Donders (l) is Country Manager for BlackRock Netherlands and a member of the EMEA Executive Committee. She previously led the Dutch institutional business and held senior roles at Robeco, including Chief Risk Officer. She holds a PhD in Finance from Erasmus University Rotterdam.

Annemarie Stephenson (r) is Head of Wealth Netherlands at BlackRock, responsible for delivering client solutions across banks, wealth managers, and digital platforms. She has been with the firm since 2008, most recently leading the Asset Manager distribution team in the UK and before that she held various leadership roles within BlackRock’s Liquidity Management business.

substance under the supervision of DNB and the AFM. As a result, we have expanded our capabilities and now have dedicated teams in investments, risk management, legal, compliance and finance. We are effectively a smaller version of the global firm.”

BlackRock services clients across a wide range of segments. While the Dutch business remains strongly institutional, wealth is also seeing strong growth now. Beyond pension funds and insurers, clients include banks, independent wealth managers and digital platforms. This reflects a broader shift in the industry - not only in terms of client segments, but also in the growing emphasis on asset allocation, portfolio construction and integrated solutions – what we call a ‘whole portfolio approach’.

“In total, we now manage approximately €355 billion on behalf of Dutch clients across these segments,” Monique notes. “In many cases, the whole portfolio approach started with institutional mandates, such as outsourced CIO solutions. We also invest €150 billion into the Dutch economy on behalf of global clients across asset classes.”

INCREASING MOMENTUM IN WEALTH

The Netherlands remains a predominantly institutional market, driven by its funded pension system. As a result, BlackRock’s Dutch business has a stronger institutional tilt than its global average, which is closer to a 75 – 25% split between institutional and wealth.

THE DISTINCTION BETWEEN INSTITUTIONAL AND WEALTH INVESTING IS RAPIDLY FADING

After nearly 30 years, the Dutch team is deeply embedded in the ecosystem – not only through regulatory engagement with the AFM and DNB, but also as an active market participant and sparring partner in times of change, for example in discussions around pension reform, portfolio transitions and market impact. Engagement through industry bodies such as Dufas and Eumedion further strengthens this position. “We combine global scale with a strong local approach,” Annemarie adds. “In that context, I moved from London to lead the wealth business in the Netherlands, strengthening our local presence. My roots are also here in the Netherlands – my mother is Dutch.”

Looking ahead, wealth management is expected to increase in importance. “Pension reform is likely to act as a key catalyst: as participants gain greater visibility into their pension outcomes, potential gaps may become more apparent, driving demand for complementary wealth solutions. Supporting clients through this transition is therefore a clear priority.”

EVOLUTION OF PORTFOLIO CONSTRUCTION

“Markets are being reshaped by powerful mega forces, from AI and digital disruption to geopolitical fragmentation,” Annemarie explains. “These structural shifts are creating greater dispersion across economies, sectors and securities, and they are changing return drivers. In this environment, portfolio construction cannot rely on broad asset-class exposures alone. Investors need to be more deliberate about the risks they take, and more selective about where they seek return.”

Traditional diversification still matters, but it is no longer sufficient on its own. The relationship between equities and bonds has become less predictable, testing the long-held assumption that fixed income will always provide portfolio ballast. “That means portfolios need to be more dynamic, more outcome-oriented and more resilient across different market scenarios,” Annemarie says.

This is leading wealth managers to think increasingly in whole-portfolio terms. Public and private markets are being assessed within a single framework, with each allocation judged by its contribution to overall risk, return, liquidity and client outcomes. “Alternatives, including private markets, hedge fund strategies and liquid alternatives, can all play a role where they bring differentiated or more idiosyncratic sources of return,” she explains. “But they need to be used selectively, with a clear understanding of suitability, liquidity needs, investment horizon and implementation.”

For Annemarie, this also means the line between strategic and tactical asset allocation is becoming more fluid. “In today’s regime, strategic allocations need to be reviewed more frequently to ensuring every exposure still has a clear purpose.”

In practice, the right approach varies by client segment. For more retail-oriented digital platforms, simplicity, transparency and investor education remain essential. For private banks and larger wealth managers, portfolio construction is becoming more granular, with more deliberate use of public markets, private markets, hedge fund strategies and liquid alternatives alongside traditional building blocks.

“Ultimately, this comes back to personalisation at scale,” Annemarie concludes. “The challenge for wealth managers is to deliver portfolios that are tailored to individual goals and constraints, while still being robust, scalable and easy to explain.”

CONVERGENCE BETWEEN INSTITUTIONAL AND WEALTH PORTFOLIOS

Annemarie continues: “The distinction between institutional and wealth portfolios is increasingly blurring, the underlying approach to portfolio construction is converging.”

Annemarie observes an increasing institutionalisation of wealth portfolios in particular through growing exposure to private markets. With the development of more regulated and scalable structures, access is broadening. This convergence is also evident

in the implementation. Instruments such as ETFs, originally more wealth and retail-focused, are now widely used by institutional investors, often to create liquid sleeves that support tactical asset allocation without disrupting core holdings.

“Across both segments, investors are increasingly using similar building blocks – sometimes through different wrappers, but with a shared underlying investment logic.” This development requires discipline. “Private markets, for instance, should not be added indiscriminately. Diversification across vintages and sectors, careful liquidity management and strong investor education remain essential,” Annemarie explains.

She also describes that the convergence is also reflected in organisational structures. Investment capabilities – portfolio management, research and strategy – are increasingly shared across client segments, enabling consistency, scalability and efficiency.

Knowledge exchange is becoming two-way. Historically, wealth managers looked to institutional investors for advanced portfolio construction techniques. Today, as pension systems shift towards defined contribution, institutional investors increasingly need capabilities in communication and personalisation – areas where wealth management has longstanding experience.

“Ultimately, the distinction between institutional and wealth is becoming less relevant. Particularly in the Netherlands, the focus is increasingly on combining capabilities to deliver better client outcomes, rather than offering a traditional product shelf,” Annemarie argues.

THE RISE OF THE FEMALE INVESTOR

Annemarie highlights demographic shifts as a key driver of change. “There is a growing body of research pointing to significant wealth transfer to women – driven by entrepreneurship, inheritance and increasing participation from younger generations.”

This trend is firmly on the radar of wealth managers.

“The challenge is how to personalise effectively and respond to very different needs across that client base.”

Despite increased participation, women remain underrepresented in investing. This creates both a challenge and an opportunity. At the same time, BlackRock’s People & Money 2025 research shows a clear trend: participation is on the rise, with ETFs acting as an important entry point – particularly for women, where adoption increased by 145% between 2022 and 2025. “It requires more targeted segmentation. By being explicit about these differences, both portfolio construction and communication can be aligned more effectively.”

Monique also points to a structural challenge specific to the Netherlands: the significant pension gap of 44% between men and women. This gap is largely driven by differences in working patterns, such as part-time employment and career interruptions. Addressing such disparities requires a stronger focus on outcome-oriented investing and targeted engagement, especially for

groups that are currently underrepresented in long-term wealth accumulation.

There are, however, some structural considerations. Women tend to live longer than men, which has implications for long-term financial planning. Beyond that, differences are often behavioural rather than structural. We know from research that women, on average, tend to be more risk-aware, while men can be more overconfident. This highlights the importance of education in supporting well-informed investment decisions.

In Annemarie’s view, this does not require fundamentally different portfolios. “It is less about separate investment strategies, and more about how advisors engage with clients. Trust, communication and the quality of the relationship are key.”

DIGITAL PLATFORMS

Annemarie also points to broader shifts in investor behaviour.

“ETF adoption is increasing rapidly, particularly among women and younger investors entering the market through digital platforms. The Netherlands is the fastest-growing ETF market in Europe according to our research.”

INSTITUTIONAL AND WEALTH INVESTORS INCREASINGLY SHARE THE SAME PORTFOLIO BUILDING BLOCKS

Within this space, active ETFs are emerging as a notable development. “While still relatively small, they are growing quickly”. Active ETFs in EMEA have more than tripled assets over the past two years. At BlackRock, we distinguish between distinct categories, including alpha-seeking, outcome-oriented and access strategies. We expect this trajectory to continue, with global active ETF assets projected to more than quadruple to \$4 trillion by 2030, representing around 16% of the overall ETF industry. Thematic ETFs are gaining traction as well. “They are increasingly used as satellite allocations, allowing investors to express more targeted views.

Ultimately, the key shift is not in portfolio construction, but in how investors are approached. “It comes back to understanding behaviour, preferences and objectives – and tailoring the interaction accordingly.”

BUILDING SCALABLE, MODERN, AND PERSONALISED PORTFOLIOS

The appropriate portfolio approach will of course vary by client segment. For more retail-oriented digital platforms, simplicity, transparency, and investor education remain essential. For private banks and larger wealth managers, portfolio construction is becoming more granular, and we are seeing more deliberate use of public markets, private markets, hedge fund strategies and liquid alternatives alongside traditional building blocks.

“Ultimately, this comes down to building more resilient portfolios and also being able to deliver personalisation to clients,” Annemarie explains. “The challenge for wealth managers is to deliver portfolios that are tailored to individual goals and constraints, while still being robust, scalable and easy to explain.” “While BlackRock offer a wide product shelf, the starting point is always the client: what are they trying to achieve for their clients, and how should the portfolio be structured to support that objective?”

PRIVATE MARKETS ARE MOVING FROM INSTITUTIONAL EXCLUSIVITY TO BROADER INVESTOR ACCESS

We are seeing increased adoption of model portfolios, particularly among independent wealth managers. By centralising portfolio construction, advisors can devote more time to holistic financial planning and client interaction. “Rather than advisors selecting individual securities, many firms are moving towards model-based investment propositions,” she notes.

Within these models, ETFs typically provide efficient and liquid building blocks for core exposures. Around that core, there is room for more targeted allocations. “Advisors can then add specific elements – such as thematic exposures, private markets or hedge funds – depending on client needs,” she explains. This approach reflects a more integrated partnership between asset managers and clients. “The objective is not simply to provide products, but to help clients structure portfolios in a consistent, scalable and outcome-oriented way,” Annemarie concludes

Annemarie does not regard any asset classes as inherently unsuitable for wealth clients. “It ultimately comes down to knowing your client,” she explains. “Suitability depends on factors such as risk profile, liquidity constraints and investment horizon.”

At the same time, she highlights a clear trend towards the democratisation of investing. “We are seeing innovations such as ELTIF 2.0 structures, which broaden access to private markets that were historically reserved for institutional investors.”

A similar trend is visible in ETF market. “Active ETFs are lowering barriers to entry in a comparable way,” she notes. “Where traditional active mutual funds often had high minimum investments or operational complexity, access is now much simpler.” A much broader range of investors can access strategies that were previously difficult to reach. “Today, even retail investors using digital platforms can access active strategies through an ETF wrapper,” Annemarie concludes.

WHAT DO YOU THINK IS THE BIGGEST IMPACT OF AI ON WEALTH?

As Monique explains, this is clearly top of mind. At this stage, AI is mainly being used to drive efficiencies, but there are still many question marks around what it will ultimately mean for the future of wealth advice. “Human interaction will remain essential – that won’t go away. However, it will change where advisors spend their time: more focus on client relationships and more emphasis on holistic financial planning.”

She explains that while the industry is still early in its adoption, AI will fundamentally reshape wealth management. Across all client segments, firms are actively exploring what this means.

From a client perspective, Annemarie highlights how behaviour is already shifting. As generative AI tools become more accessible, more investors are beginning to use them to explore markets, test ideas and even inform portfolio decisions. At the same time, demand for trusted human advice remains strong, particularly when it comes to validation, judgement and discussing trade-offs in a broader financial context. She points to a hybrid model going forward. Human interaction remains crucial, but the nature of the conversation is changing. As clients gain access to these tools themselves, advisors will need to articulate their value proposition much more clearly.

Finally, Annemarie sees a clear impact on reporting. Much of the manual work is disappearing, as customised reporting can increasingly be generated automatically. Monique adds that the real differentiator is data quality. AI is only as effective as the underlying data. A strong, integrated data architecture – built on a single source of truth – enables more reliable and scalable AI applications. In contrast, organisations that rely on multiple systems often face challenges with fragmented data and reconciliation, which limits their ability to fully leverage AI. AI will therefore play an important role in personalising reporting and improving the client experience, provided the data foundation is sufficiently robust.

CONSOLIDATION IN WEALTH MANAGEMENT

Annemarie expects consolidation – particularly within the independent wealth management segment – to continue. The key drivers are the need for scale and efficiency, combined with rising demands around more sophisticated investment propositions. This, in turn, is likely to accelerate the use of model portfolios and technology-driven solutions, enabling firms to operate more efficiently at scale.

At the same time, she stresses that consolidation needs to be approached carefully. Transactions should create real value – “one plus one has to equal three” – without diluting capabilities or culture. According to Annemarie, this underlines the importance of being deliberate and selective in consolidation strategies.

She adds that, compared to other markets, the Netherlands is still at a relatively early stage of this trend, although momentum is clearly building. The UK provides a useful reference point: a highly fragmented market that has already undergone significant consolidation, often driven by private equity. That dynamic is now increasingly visible in the Netherlands, suggesting that consolidation will continue to accelerate as firms seek greater scale, investment capacity and stronger competitive positioning.

CONSOLIDATION WITHIN SILOS, CONVERGENCE AT THE EDGES

Monique notes that, for now, “developments are primarily taking place within existing silos rather than across them. The industry is increasingly polarised: on the one hand, large, diversified asset managers that offer a broad range of capabilities and benefit from scale; on the other, niche boutique firms that succeed through clear differentiation.” The pressure is most evident in the middle segment, where firms often struggle to define a compelling position and maintain competitiveness. At the same time, Annemarie points to more targeted developments at the edges of the model. Banks, for example, are increasingly adding digital platforms to their offering. In the Dutch market, several examples can already be seen where these platforms are used to attract a new generation of clients and serve them in a more accessible way, with the ambition of gradually transitioning them into broader private banking relationships. This trend is also supported by regulatory and structural changes, such as the ability for groups to manage pension solutions more directly.

DEMOCRATISING PRIVATE MARKETS BEYOND INSTITUTIONS REQUIRES DISCIPLINE AND INVESTOR EDUCATION

From a broader perspective, Monique highlights that digital platforms play a key role in addressing one of the industry’s fundamental challenges: how to get more people to invest. A significant share of household wealth remains held in cash deposits, and the question is how to encourage savers to take the step towards investing. Digital solutions lower barriers and improve accessibility, making it easier for individuals to start, even with relatively small amounts. In May, Dutch financial regulator the AFM stressed that 800,000 Dutch households have enough savings to invest but refrain from doing it.

In that context, Annemarie stresses the importance of education. BlackRock works closely with its clients to support their end clients through educational initiatives – ranging from targeted

sessions with private banking clients to broader webinars via digital platforms. The objective is to increase awareness that keeping cash on the sidelines also carries risks and that there are accessible ways to start building wealth over time.

A key behavioural barrier remains that many individuals perceive investing as either too risky or only relevant for larger fortunes. Addressing that perception is critical to broadening participation.

Looking at the European context, Monique adds an important nuance. While the Netherlands appears to have a high share of cash savings at first glance, this picture changes when taking a full balance sheet perspective, including homeownership and, in particular, pension assets. Compared to countries such as Germany, Dutch households are already more exposed to long-term investment through pension systems.

Nevertheless, both emphasise that increasing participation in investing remains essential, especially in the context of long-term financial security.

Finally, Annemarie highlights how several of these themes come together. “Improved data and AI-driven insights may, over time, enable a more integrated, holistic view of an individual’s total wealth, including pensions, which today are often not fully visible within advisory processes. This could support better financial outcomes.”

PERSONAL: WHAT ARE YOU MOST PROUD OF IN YOUR CAREER?

For Annemarie, the answer is closely linked to purpose. She describes a strong personal connection to BlackRock’s mission of helping more and more people achieve financial well-being. That motivation is rooted in her own background. Coming from a family where her mother worked as a nurse and her father as a teacher, she saw first-hand how people without a financial background are often not fully supported in making optimal financial decisions.

That experience continues to drive her today. It underpins her commitment to helping clients deliver better portfolios and improved outcomes for their own clients – ultimately contributing to broader financial resilience.

For Monique it’s a similar story. “What I am most proud of in my career is being able to contribute to something that has a real impact on people’s lives: helping millions of Dutch people build financial security for the long term. Pension investing can feel technical, but behind every portfolio are teachers, nurses, police officers, and many others who rely on us to help safeguard their future. That sense of responsibility is what gives my work purpose – especially in uncertain markets, when our role is to look through the noise and help clients stay focused on long-term outcomes.”

Succesvolle vastgoedbeleggingsstrategieën

EEN ONDERZOEK NAAR VASTGOEDBELEGGINGSSTRATEGIEËN VAN 42 NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN OVER DE PERIODE 2005-2024

Jan-Willem Dijkhuis¹

INLEIDING

Vastgoedbeleggingen maken al decennialang deel uit van de beleggingsportefeuille van de meeste Nederlandse pensioenfondsen (IVBN, 2013). Oorspronkelijk investeerden deze pensioenfondsen in Nederlands vastgoed, waaronder veel woningen. Pensioenfondsen zijn sinds 2000, overwegend via vastgoedfondsen, meer internationaal gaan beleggen en hebben uiteenlopende vastgoedbeleggingsstrategieën ontwikkeld. Tegelijkertijd is het aandeel directe beleggingen bij pensioenfondsen gedaald van meer dan 90% in 1980, 81% in 1995 tot minder dan 15% in 2014 (Teuben, 2016). In de afgelopen jaren is dat percentage verder afgenomen.

Dit artikel onderzoekt de performance van vastgoedstrategieën van 42 pensioenfondsen over de periode 2005-2024 aan de hand van de door de pensioenfondsen gepubliceerde jaarverslagen. Mede aan de hand van het Capital Asset Pricing Model wordt getracht verklaringen te vinden waarom sommige pensioenfondsen goede resultaten realiseren en andere pensioenfondsen achterblijven met hun performance op hun vastgoedportefeuille. Het onderzoek tracht een antwoord te geven op de vraag welke vastgoedbeleggingsstrategieën succesvol zijn en welke niet. Er wordt daarbij gekeken naar de omvang van de portefeuille, de allocatie naar beursgenoteerd, de geografische allocatie en de mate van risico-aversie.

BELANGRIJKSTE CONCLUSIES OVER DE PERIODE 2005-2024

1. Pensioenfondsen met grote vastgoedbeleggingsportefeuilles hebben overwegend goede performances laten zien en renderden beter dan pensioenfondsen met kleine vastgoedbeleggingsportefeuilles.
2. De meeste pensioenfondsen hebben de markt niet kunnen verslaan over een periode van 20 jaar. Het (ongewogen) gemiddelde nettorendement van de 42 vastgoedportefeuilles van pensioenfondsen bedroeg 5,13%. De internationale vastgoedbeleggingsmarkt deed op vergelijkbare basis in die periode ca. 5,7%.
3. Pensioenfondsen met een hoge allocatie naar Nederland, realiseerden opvallend vaak een hoge alpha (outperformance) bij een lage bèta. Voor pensioenfondsen die overwegend binnen Europa in vastgoed belegden, waren de resultaten nog iets gunstiger. Veelal ging het om relatief kleine pensioenfondsen met binnen Europa een sterke allocatie naar Nederland en dan specifiek naar woningen.²

4. Uitzonderingen bevestigen de regel. Het pensioenfonds met het hoogste gemiddelde rendement voerde in overwegende mate een wereldwijd beursgenoteerde vastgoedstrategie.
5. Het belang van beursgenoteerde vastgoedbeleggingen als onderdeel van de vastgoedbeleggingsstrategie is afgenomen. Deze strategie wordt steeds vaker gezien als onderdeel van de algemene aandelenportefeuille van een pensioenfonds.
6. De gemiddelde allocatie naar vastgoed bij 42 pensioenfondsen bedroeg 9,9%. Eind 2024 was dat percentage 9,3%.
7. De groei van vastgoedbeleggingen in Amerika, Azië en Pacific is tot stilstand gekomen en is teruggelopen ten faveure van Europees vastgoed.

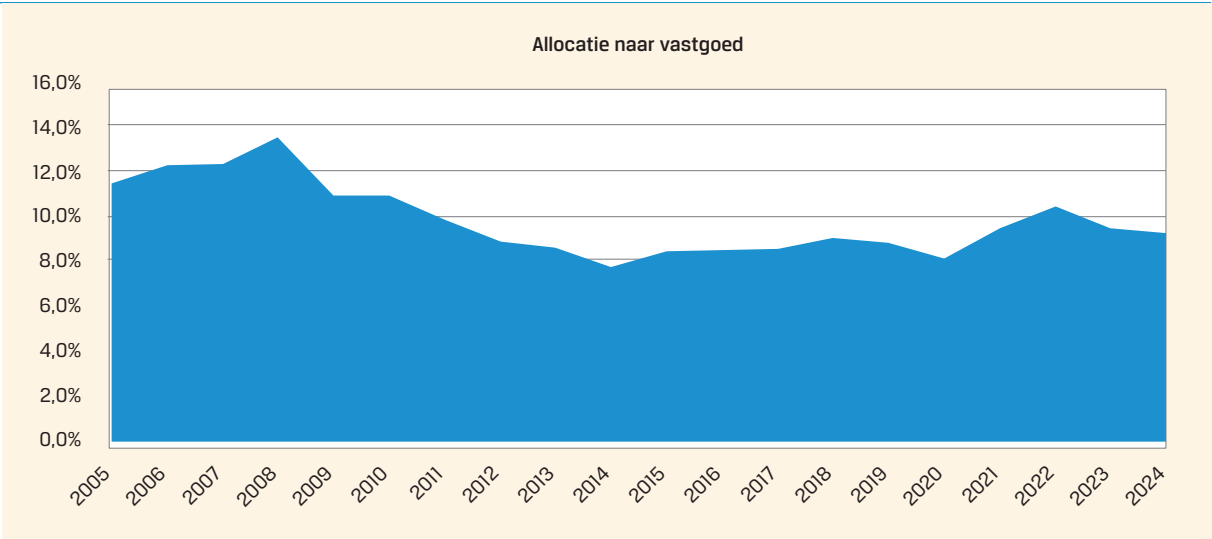
VASTGOEDBELEGGINGSSTRATEGIEËN VAN PENSIOENFONDSEN ³

Pensioenfondsen kunnen kiezen voor een Nederlandse vastgoedstrategie of een internationale vastgoedstrategie. Daarnaast kunnen pensioenfondsen kiezen voor een strategie waarbij belegd kan worden in beursgenoteerd en niet-beursgenoteerde vastgoed. Ook kunnen pensioenfondsen randvoorwaarden stellen aan het te lopen risico binnen de vastgoedbeleggingsstrategie. Deze strategische keuzes zullen hieronder kort worden

Jan-Willem Dijkhuis
Managing Director bij Lymos



Figuur 1
Gemiddelde allocatie
naar vastgoed door
NL-pensioenfondsen
over de periode
2005-2024



behandeld. Sectorallocatie (woningen, winkels, kantoren, etc.) blijft buiten de scope van dit onderzoek.

ALLOCATIE VAN VASTGOED BINNEN
DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

De 42 pensioenfondsen hadden ultimo 2024 een belegd vermogen van € 1.554 miljard waarvan € 184 miljard was belegd in vastgoed. In 2005 bedroeg het belegd vermogen van de 42 onderzochte pensioenfondsen € 491 miljard waarvan € 57 miljard in vastgoed was belegd.

De allocatie naar vastgoed over de periode 2005-2024 laat een afwisselend beeld zien, zoals getoond in figuur 1. De gemiddelde allocatie naar vastgoed bedraagt 9,9% over de periode 2005-2024.

De (ongewogen) gemiddelde allocatie van de 42 pensioenfondsen naar vastgoed is wel afgenomen van 11,6% naar 9,3% (zie figuur 1). Met name fondsen die in het verleden fors belegd waren in Nederlands direct vastgoed (en daarbinnen voorname-lijk in woningen) hebben hun allocatie naar vastgoed

gereduceerd. Enkele grote fondsen, waaronder ABP en PFZW zijn juist meer in vastgoed gaan beleggen.

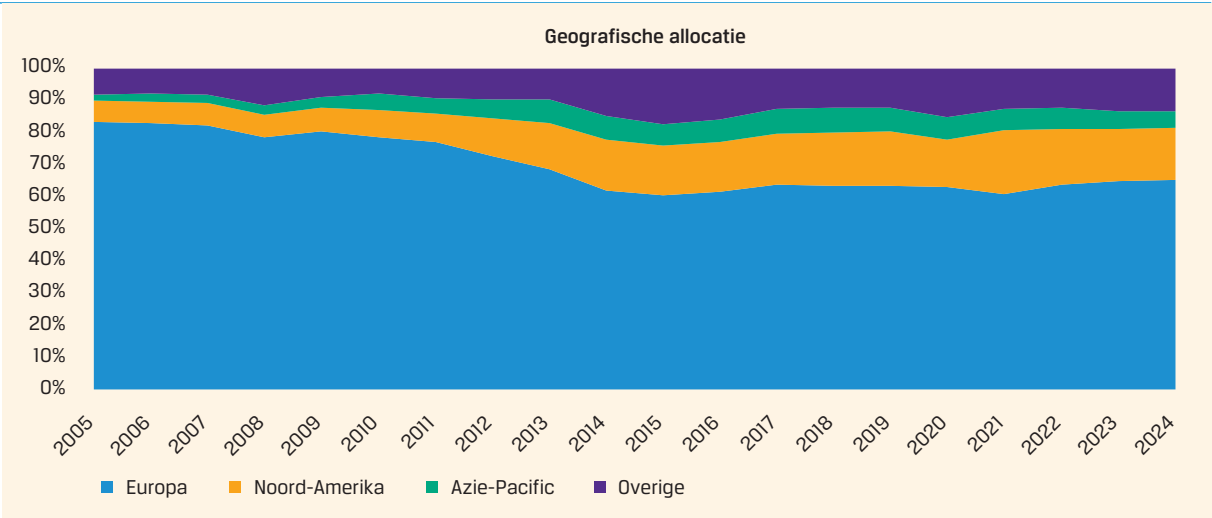
Opvallend zijn de allocatiepieken eind 2008 en 2022. Dit zijn de jaren waarbij in de overige beleggingen van pensioenfondsen (aandelen respectievelijk vastrentend) grote verliezen zijn geleden en het denominator effect een belangrijke rol speelt.

De waargenomen allocatie past in het beeld van eerdere studies waaruit blijkt dat de gemiddelde allocatie naar vastgoed door Nederlandse pensioenfondsen afneemt en de afgelopen jaren op ca. 9% zit (Arslanagic, 2017).

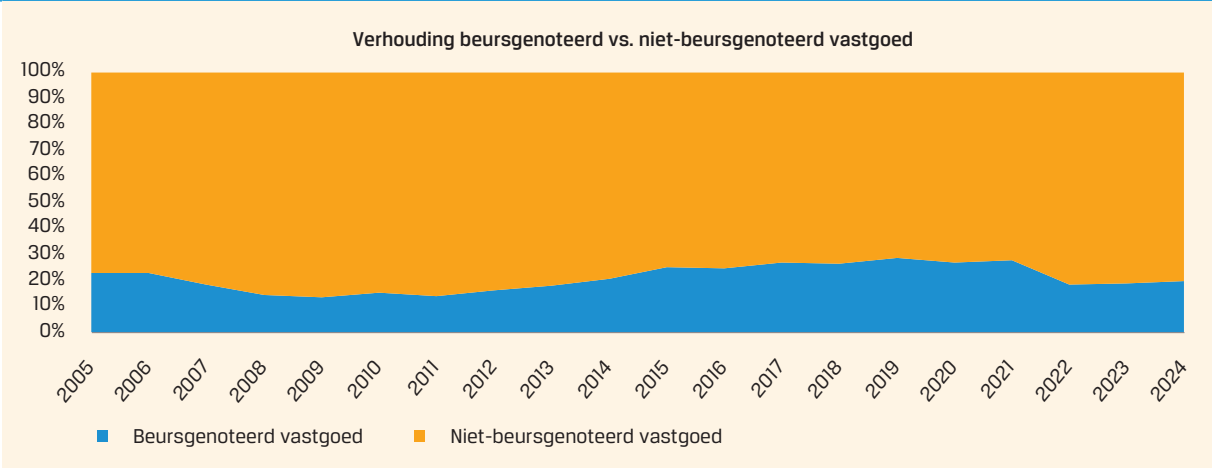
ALLOCATIE VAN VASTGOED NATIONAAL OF INTERNATIONAAL

De vastgoedbeleggingsstrategieën van de Nederlandse pensioenfondsen hebben een meer internationale dimensie gekregen (zie figuur 2). De allocatie naar Europese beleggingen was gemiddeld 84% in 2005. In 2024 is dat gemiddelde gedaald naar 66%. Voor Noord-Amerika steeg de gemiddelde allocatie van 6% naar 16%. Voor Azie-Pacific was eveneens een sprake van bijna een verdrievoudiging van de gemiddelde allocatie van

Figuur 2
Allocatie van wereldwijde
vastgoed-
beleggingen
2005 vs 2024



Figuur 3
Allocatie van
vastgoed beursge-
noteerd versus
niet-beursgenoteerd



2% in 2005 naar 5,2% in 2024. Het ongespecificeerde deel van de allocatie (“Overige”) steeg van 8% in 2005 naar 13% in 2024. Dit betrof enerzijds beleggingen in andere gebieden in de wereld of niet-gespecificeerde portefeuilles.

De conclusie is hier dat de behoefte naar internationale diversificatie initieel heeft geleid tot meer belangstelling voor Amerikaanse en Pacific-Aziatische vastgoedbeleggingen. De laatste jaren stabiliseert de allocatie naar deze gebieden en neemt die af. Het merendeel van de pensioenfondsen deed zijn vastgoedbeleggingen overwegend in Europa.

Van de 42 fondsen belegden er drie uitsluitend in Nederlands vastgoed.

ALLOCATIE VAN VASTGOED BEURSGENOTEERD OF NIET-BEURSGENOTEERD

Bij de gemiddelde allocatie naar beursgenoteerd of naar niet-beursgenoteerd vastgoed kan sinds 2005 een verandering worden waargenomen. In 2005 was sprake van een gemiddelde (ongewogen) allocatie van 23% naar beursgenoteerd onroerend goed. In 2024 was dat percentage afgenomen naar 20% (zie figuur 3). Dit wordt ten dele veroorzaakt doordat verschillende pensioenfondsen hun beursgenoteerde vastgoedportefeuille hebben ondergebracht binnen de reguliere aandelenportefeuille. Verder kan het ten dele conjunctureel worden verklaard. De afwaardering van beursgenoteerd vastgoed in tijden van crisis gaat sneller dan de afwaarderingen van niet-beursgenoteerd vastgoed. In 2024 noteerden veel beursgenoteerde vastgoedfondsen met forse discounts ten opzichte van hun NAV terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed werd gewaardeerd op NAV.

In 2005 waren 25 fondsen geheel of gedeeltelijk belegd in beursgenoteerd vastgoed, in 2024 waren dat er 27, een niet noemenswaardig verschil. Het hoogtepunt voor beursgenoteerd vastgoed was in 2019 toen 36 pensioenfondsen beursgenoteerd vastgoed nog als een onderdeel zagen van de vastgoedbeleggingsstrategie.

RENDEMENTEN EN PERFORMANCE VAN NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN 2005-2024

De rendementen zijn berekend op basis van het meetkundig rendement. Verder is sprake van een ongewogen rendement. Daardoor telt elke beleggingsstrategie, ongeacht de omvang van het belegd vermogen, even zwaar mee. Onderstaand zal eerst het jaarlijks gemiddelde rendement van de 42 pensioenfondsen worden afgezet tegen de Nederlandse en de Global benchmark van MSCI. Daarna zal een peergroepvergelijking en een marktvergelijking worden gemaakt voor de individuele pensioenfondsen.

GEMIDDELDE PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024

In figuur 4 wordt een overzicht gegeven van de jaarlijkse rendementen van de vastgoedbeleggingsstrategieën van de onderzochte 42 Nederlandse pensioenfondsen afgezet tegen enkele relevante benchmarks.

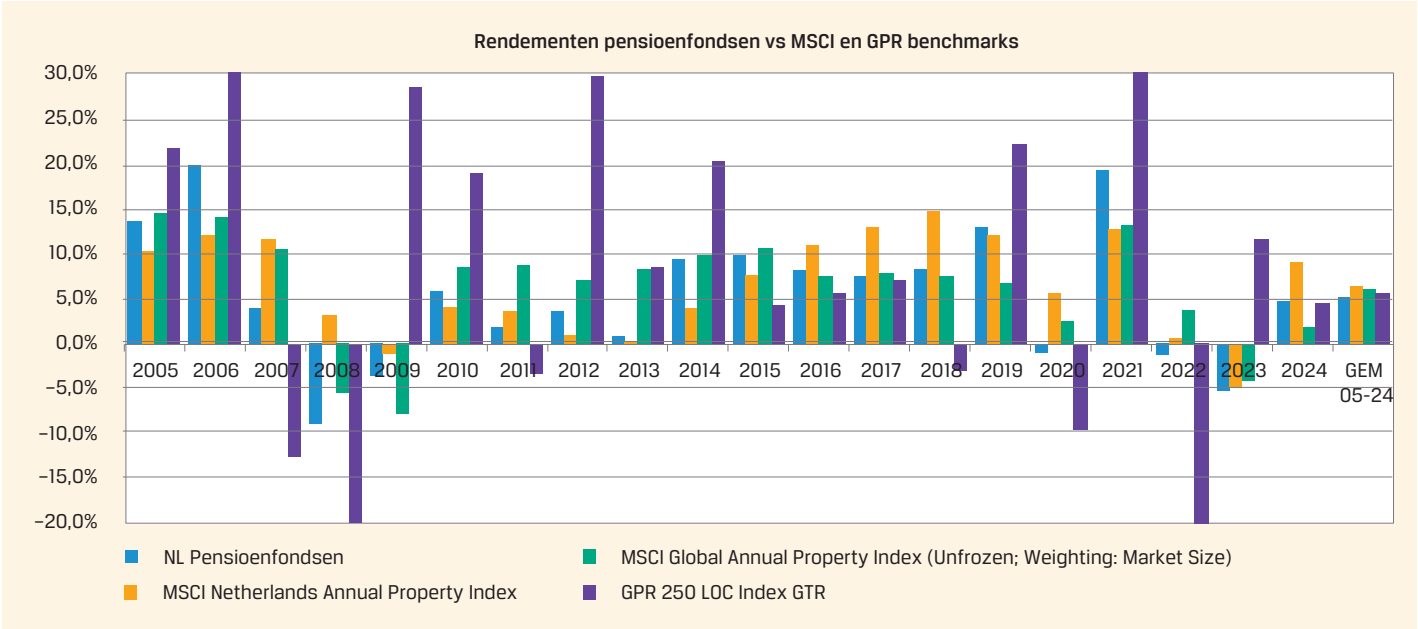
Het gemiddelde jaarlijkse nettorendement dat de pensioenfondsen behaalden op vastgoed over de periode 2005-2024 bedraagt 5,1%. Het hoogste scorende pensioenfonds haalde een gemiddeld rendement 7,0% en het laagste scorende pensioenfonds haalde een gemiddeld rendement 1,8%.

Wereldwijd beleggen in beursgenoteerd vastgoed leverde in die periode een gemiddeld rendement op van 5,7% volgens de GPR 250 LOC Index GTR reeks (Solactive, 2026).

Een belegging in Nederlands institutioneel vastgoed over dezelfde periode scoorde volgens de gehanteerde MSCI Netherlands Annual Property Index gemiddeld 6,4% per jaar (MSCI, 2005 2024). De MSCI Global Annual Property Index scoorde in die periode een gemiddeld rendement van 6,2% (MSCI, 2005 2024).

De rendementen gemeten door MSCI zijn voor aftrek van managementkosten. Op basis van een studie van Carlo, Eichholtz en Kok uit 2021 kan een schatting worden gemaakt van de kosten van beheer in Europese fondsen (Carlo, 2021). De kosten bedragen 75 basispunten voor niet-beursgenoteerd vastgoed en 8 basispunten voor beursgenoteerd vastgoed. Op basis van de gemiddelde allocatie over 20 jaar zou de gewogen gemiddelde

Figuur 4
Vastgoedrendementen van Nederlandse pensioenfondsen afgezet tegen de GPR 250 en MSCI benchmarks periode 2005-2024



kosten op 51 basispunten uitkomen. Ook als gekeken wordt naar de rapportage in jaarverslagen van pensioenfondsen, lijken 50 basispunten als een schatting van de gewogen gemiddelde kosten, verantwoord. Het marktconforme rendement komt daarmee op 5,7% over deze periode. Op die basis is het gemiddelde nettorendement van de vastgoedbeleggingen van de Nederlandse pensioenfondsen minder dan marktconform te noemen.

Bovenstaande waarnemingen passen bij andere waarnemingen in de vastgoedsector dat het rendement op vastgoed door de jaren heen zo’n 6,0% netto bedraagt (Brounen, 2023).

DE PEERGROUPVERGELIJKING: DE RISICO GEWOGEN PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024

De beleggingsstrategieën van de 42 pensioenfondsen zijn in dit onderzoek beoordeeld aan de hand van het risico gewogen rendement. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de Security Market Line (SML). De SML is de visualisering van het Capital Asset Pricing Model, waarbij het mogelijk is een portefeuille een correlatie met de markt (universum) te kunnen toekennen aan de hand van bèta. In dit onderzoek fungeert het totaal aan 42 pensioenfondsen als een eigen universum en wordt gekeken hoe de fondsen presteren ten opzichte van elkaar.

In figuur 5 wordt de bèta van de vastgoedportefeuilles van elk van de 42 pensioenfondsen versus het door hen gemiddeld behaalde rendement (5,13%) weergegeven.

Met deze waarnemingen kan worden vastgesteld welke pensioenfondsen een (zeer) goede performance dan wel een matige tot slechte performance hebben gerealiseerd over de periode 2005-2024.

De oranje stip in figuur 5 is de marktportefeuille (bèta=1) en is feitelijk de benchmark in de peergroepvergelijking. De correlatie van de vastgoedrendementen van de individuele pensioenfondsen leidt tot de security market line zoals in figuur 5 visueel is weergegeven:

$$E[R_x] = 2,0 + \beta_x * (5,13 - 2,0)$$

Hierbij wordt de gemiddelde risicovrije rente gedurende de periode op 2% gesteld.

Op basis van deze benadering kan de performance van de individuele vastgoedbeleggings-strategieën van de pensioenfondsen beter worden geduid.

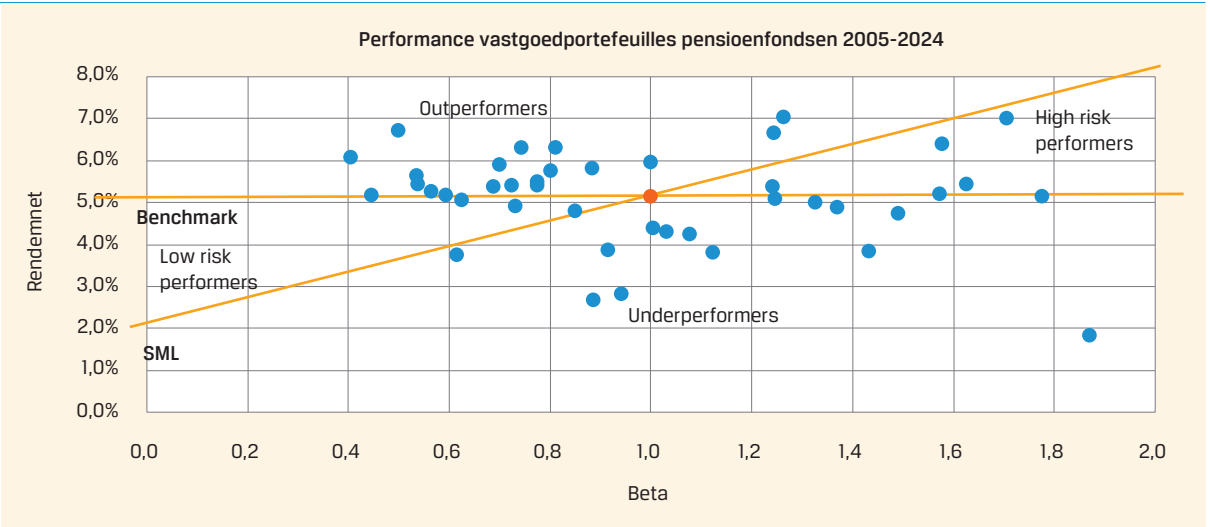
Pensioenfondsen met een positie boven de SML hebben een goede performance behaald in relatie tot het gelopen risico. Deze pensioenfondsen zijn adequaat beloond voor het door hen genomen risico. Soms is dat evenwel een matig rendement van 4-5% dat achterblijft bij het gemiddelde van de sector.

Pensioenfondsen die onder de SML zitten hebben in relatie tot het gelopen risico een matige tot slechte performance behaald. Deze fondsen zijn niet adequaat beloond voor het door hen genomen marktrisico. Soms is wel sprake van een goed rendement van 6-7%, hoger dan het gemiddelde van de sector.

De best presterende fondsen in deze figuur zitten boven de benchmark én boven de SML.

Ten behoeve van de nadere analyse van pensioenfondsen met succesvolle en mindere succesvolle vastgoedbeleggingsstrategieën wordt onderscheid gemaakt tussen vier performance typologieën:

Figuur 5
Peergroepvergelijking:
risico gewogen
performance van
vastgoed-
portefeuilles van
pensioenfondsen



- **Outperformers (54%).** Deze pensioenfondsen scoren een rendement hoger dan de benchmark (5,13%) en genereren een positieve alpha.
- **Underperformers (34%).** Dit zijn pensioenfondsen die een rendement hebben behaald dat lager is dan de benchmark en tevens een negatieve alpha realiseren.
- **Low risk performers (7%).** Dat zijn de pensioenfondsen die een lager rendement behalen dan de benchmark maar wel een positieve alpha genereren.
- **High return performers (14%).** Zij scoren een rendement hoger dan de benchmark maar hebben een negatieve alpha.⁴

Omdat de p-waarden van de meeste alpha's niet significant afwijken van nul kunnen geen harde conclusies worden getrokken maar leiden deze uitkomsten tot de volgende observaties.

Over de afgelopen twintig jaar heeft 59% van de pensioenfondsen een adequaat vastgoedbeleggingsbeleid gevoerd in relatie tot hun peers (de outperformers en de high return performers). Drie fondsen (7%, de low risk performers) kunnen zeggen dat ze op basis van het gewogen risico een passend rendement hebben gemaakt maar dat het gemiddelde rendement is achtergebleven bij de benchmark.

Tabel 1 geeft een overzicht van de gemiddelde uitkomsten van de verschillende typologieën.

In deze peergroepvergelijking hebben veel fondsen een adequate tot goede performance kunnen behalen omdat één fonds het erg slecht heeft gedaan en daarmee het gemiddelde van de groep naar beneden heeft getrokken. Een marktvergelijking in de volgende paragraaf geeft dan ook een ander beeld.

DE MARKTVERGELIJKING: DE RISICO GEWOGEN PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024

In vergelijking met de vorige paragraaf wordt voor de SML de markt anders gedefinieerd. De markt in deze paragraaf wordt niet door het beleggingsuniversum van de peergroep bepaald, maar wordt afgeleid van de benchmarks van GPR, MSCI en de literatuur. Op die basis wordt hier uitgegaan van een langjarig gemiddeld marktrendement van 5,7%.

De correlatie van de vastgoedresultaten van de individuele pensioenfondsen leidt tot de security market line zoals in figuur 9 visueel is weergegeven:

$$E[R_x] = 2,0 + \beta_x * (5,7 - 2,0)$$

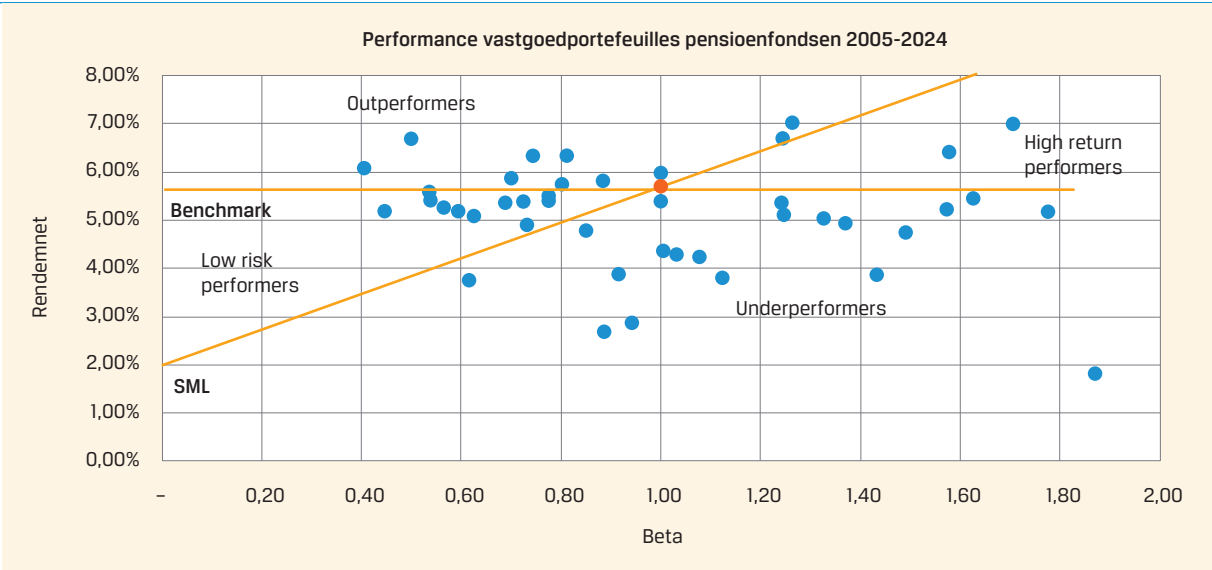
Hierbij wordt de gemiddelde risicovrije rente gedurende de periode op 2% gesteld.

Op basis van een marktrendement van 5,7% neemt het aantal pensioenfondsen dat een adequate performance op de vastgoedportefeuille behaalt, af (zie figuur 6).

Tabel 1
Kengetallen (gemiddeld) voor de verschillende typologieën (peergroepvergelijking)

Typologie	Aandeel (%)	Bèta	Rendement	Band-breedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Band-breedte Risico
Outperformers	45%	0,74	5,8%	5,2-7,0%	5,8%	4,3%	1,5%	2.222	7,5%	6,8-16,8%
Underperformers	33%	1,17	3,9%	1,8-5,1%	4,1%	5,6%	-1,70%	660	10,6%	5,0-12,1%
High return performers	14%	1,58	5,8%	5,1-7,0%	5,4%	7,0%	-1,19%	8.288	14,8%	10,6-20,7%
Low risk performers	7%	0,74	4,9%	5,1-4,8%	4,9%	4,3%	0,6%	942	7,1%	6,0- 8,5%

Figuur 6
Marktvergelijking:
risico gewogen
performance van
vastgoedportefeuilles
van pensioenfondsen



Bij deze analyse blijken er aanmerkelijk meer fondsen te zijn met een underperformance.

Vastgesteld kan worden dat 45% van de pensioenfondsen het marktrendement niet halen én geen positieve alpha realiseren (underperformers). Het aandeel outperformers daalt van 45% naar 24%. Het aantal high return performers daalt van 14% naar 5%. Van de pensioenfondsen kan 26% als low risk performer worden gekwalificeerd (was 7%).

Tabel 2 geeft een overzicht van de gemiddelde uitkomsten van de verschillende typologieën.

Een observatie is dat 71% van de pensioenfondsen de markt (benchmark) niet verslaat.

Analyse van de kenmerken van de vastgoedportefeuille van de outperformers en de high return performers leert het volgende. De outperformers hebben hun resultaat kunnen behalen met een lage bèta. Veel van deze fondsen hadden over de periode van 20 jaar een hoge allocatie naar Nederlands vastgoed. De high return performers hebben hun performance kunnen realiseren door in deze periode een meer dan gemiddeld risico te nemen met een overwegend internationale vastgoedstrategie.

VERKLARENDE FACTOREN VOOR HET BEHALEN VAN OUT- EN UNDERPERFORMANCE

Om beter te begrijpen waarom bepaalde pensioenfondsen structureel beter of slechter presteren dan hun peers, zijn vier factoren onderzocht: omvang, internationale allocatie, beursgenoteerd versus niet-beursgenoteerd vastgoed, en het genomen risico.

Voor elke factor zijn de tien hoogst en de tien laagst scorende fondsen geanalyseerd, waarbij gekeken is naar rendement, risico en de mate waarin de twee groepen van elkaar afwijken.

De analyse is gebaseerd op de resultaten uit de peergroepvergelijking. De marktvergelijking leidt niet tot wezenlijk andere conclusies; alleen de hoogte van beta en alpha verschilt licht.

OMVANG: WAAROM GROTE FONDSEN VAAK DE WIND MEE HEBBEN

Wanneer de pensioenfondsen met de kleinste vastgoedportefeuilles naast pensioenfondsen met de grootste vastgoedportefeuilles worden gelegd, ontstaat het volgende beeld (tabel 3).

De kleine fondsen haalden een gemiddeld rendement van 4,5% met een gemiddelde bèta van 1,08, en een gemiddelde alpha van -0,9%. De grootste fondsen deden het aanzienlijk beter: 5,9% gemiddelde rendement bij een gemiddelde bèta van 0,98, en een gemiddelde alpha van 0,8%.

Tabel 2
Kengetallen (gemiddeld) voor de verschillende typologieën (marktvergelijking)

Typologie	Aandeel (%)	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Outperformers	24%	0,83	6,3%	5,8-7,0%	6,2%	5,1%	1,2%	2.876	8,5%	6,2-12,1%
Underperformers	45%	1,23	4,3%	1,8-5,4%	4,4%	6,6%	-2,3%	892	11,0%	6,8-16,8%
High return performers	5%	1,64	6,7%	6,4-7,0%	6,7%	9,7%	-3,0%	21.146	17,9%	15,1-20,7%
Low risk performers	26%	0,64	5,3%	4,9-5,6%	5,4%	4,4%	1,0%	1.456	6,5%	5,0- 8,1%

Tabel 3
Performance door factor Omvang

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Klein	1,08	4,5%	1,8-6,3%	5,0%	5,4%	-0,9%	224	9,9%	6,1-16,8%
Groot	0,98	5,9%	5,0-7,0%	5,7%	5,1%	0,8%	8.693	9,3%	5,3-15,1%

De twee data sets (groot vs. klein) zijn ook getoetst aan de hand van de two-sample t-test waarmee kan worden vastgesteld of beide groepen significant van elkaar verschillen. De toets leidt tot een P-waarde van 0,021. Deze uitkomst is kleiner dan 0,05 waarmee sprake is van een statistisch significant verschil tussen het gemiddelde rendement van kleine en grote fondsen.⁵

Kort gezegd: grote fondsen profiteren duidelijk van schaalvoordelen, en dat is zichtbaar in de prestaties. Kleine fondsen lopen bovendien meer risico, maar krijgen daar geen hogere beloning voor.

Ook andere observaties wijzen dezelfde kant op. De slechtst presterende fondsen hadden gemiddeld slechts €0,5 miljard in vastgoed belegd, terwijl de best presterende fondsen gemiddeld €6,9 miljard beheerden. Van de veertien zwakst presterende vastgoedportefeuilles was er slechts één met een omvang boven de €1 miljard.

Dat omvang ertoe doet, wordt ook bevestigd in de literatuur. Onderzoek van onder andere Andonov, Eichholtz en Kok laat zien dat grote pensioenfondsen lagere kosten hebben, vaker intern beheren en een sterkere onderhandelingspositie hebben ten opzichte van externe managers – allemaal factoren die bijdragen aan betere prestaties (Andonov, 2013).

Toch zijn er uitzonderingen: er zijn kleine fondsen die, ondanks deze nadelen, uitstekend hebben gepresteerd.

Geconcludeerd kan worden dat de factor Omvang een factor is die significant kan bijdragen aan het behalen van een outperformance.

NATIONAAL OF INTERNATIONAAL: DE ROL VAN GEOGRAFISCHE ALLOCATIE

De tien pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar Nederlands vastgoed behaalden een gemiddeld rendement van 5,5% bij een gemiddelde bèta van 0,68 en een gemiddelde alpha van 0,9%.

De tien pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar wereldwijd vastgoed behaalden een gemiddeld rendement van 5,4% bij een gemiddelde bèta van 1,37 en een gemiddelde alpha van -0,9% (zie tabel 4).

Op basis van de two-sample t-test is er geen sprake van een significant verschil in rendement bij de geografische allocatie (p-waarde = 0,4346). Het verschil in risico is wel significant op basis van de two-sample t-test (p=0,007).

Wordt alleen gekeken naar de pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar Europa, dan deden deze fondsen het risicogewogen iets beter dan de pensioenfondsen die alleen in Nederlands vastgoed belegden. Het blijkt dat 70% van de pensioenfondsen met een hoge allocatie naar Europa, ook een hoge allocatie naar Nederland had. Een aanwijzing dat een uitbreiding van de allocatie naar Europa tot beter rendement-risico-profiel heeft geleid. Ook voor kleine pensioenfondsen blijkt allocatie naar Europa lonend te zijn geweest. Verder kan worden vastgesteld dat de pensioenfondsen die de hoogste allocatie naar Europa kenden, overwegend in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben belegd.

Kortom op basis van het gelopen risico blijkt de beloning voor een wereldwijde vastgoedbeleggingsstrategie onvoldoende te zijn geweest. Ook hier geldt de nuance dat voor grote pensioenfondsen als ABP en PFZW een wereldwijde strategie in absolute zin wel lonend is geweest. Zij wisten de benchmark te verslaan. De factor Omvang draagt daar vermoedelijk aan bij.

De analyse van het vraagstuk van de geografische allocatie leidt tot de waarneming dat pensioenfondsen naar verwachting beter in Nederland of Europa kunnen beleggen tenzij er sprake is van een omvangrijk vastgoedportefeuille. In een dergelijke situatie kan wereldwijd beleggen in vastgoed zeker lonend zijn.

Tabel 4
Performance door factor (inter)nationaal

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Nederland	0,68	5,5%	4,3-6,7%	5,4%	4,6%	0,9%	1.832	7,0%	5,3- 9,5%
Europa	0,71	5,6%	4,7-6,7%	5,5%	4,2%	1,4%	673	7,4%	5,0-13,3%
Wereldwijd	1,37	5,4%	1,8-7,0%	5,3%	6,3%	-0,9%	2.778	12,8%	7,2-20,7%

Tabel 5
Performance door factor (niet-)Beursgenoteerde strategie

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Beursgenoteerd	1,54	5,2%	1,8-7,0%	5,2%	6,8%	-1,7%	6.772	14,4%	11,5-20,7%
Niet-beursgenoteerd	0,63	5,4%	2,7-6,7%	5,4%	4,0%	1,4%	1.289	6,8%	5,0- 8,4%

DE ROL VAN BEURSGENOTEERD VERSUS NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED

De tien fondsen die het meest in beursgenoteerd vastgoed hebben belegd, realiseerden een gemiddeld rendement van 5,2% met een gemiddelde bèta van 1,54 en een gemiddelde alpha van -1,7%.

De tien pensioenfondsen die de kleinste allocatie naar beursgenoteerd vastgoed hadden scoorden een gemiddeld rendement van 5,4% bij een gemiddelde bèta van 0,63 en een gemiddelde alpha van 1,4% (zie tabel 5).

Met andere woorden, pensioenfondsen met een niet-beursgenoteerde vastgoedstrategie hebben een iets beter rendement (maar niet significant, p-waarde = 0,2968)) behaald bij een positieve alpha. Net als bij de geografische allocatie is er wel sprake van een significant verschil in het gelopen risico (p-waarde = 6,81175E-06).

Kortom pensioenfondsen met een hogere allocatie naar beursgenoteerd vastgoed namen veel meer risico maar werden daar onvoldoende voor beloond. Gesteld kan worden dat op basis van het gelopen risico, de beloning voor een beursgenoteerde vastgoedbeleggingsstrategie te laag is geweest.

Desondanks kan een beursgenoteerde vastgoedbeleggingsstrategie wel lonend zijn. Het best presterende pensioenfonds over een periode van twintig jaar voerde overwegend een beursgenoteerde vastgoedstrategie.

RISICO: MEER RISICO LOONT NIET

De mate van risico (volatiliteit) heeft niet geleid tot significant afwijkende rendementen (p-waarde = 0,2782).

De tien fondsen die het laagste risico namen, behaalden een rendement van 5,3% met een gemiddelde bèta van 0,6 en een gemiddelde alpha: 1,5%.

De tien fondsen die het meeste risico namen, kwamen uit op 5,0% rendement bij een gemiddelde bèta van 1,56 en een gemiddelde alpha: -1,9% (zie tabel 6).

Pensioenfondsen die veel risico hebben genomen bleven in rendement achter bij pensioenfondsen die minder risico hebben genomen. Het verschil in rendement is evenwel niet significant (p-waarde 0,2782). In risicotermen is het verschil wel significant (p-waarde 4,12985E-06). Kortom op basis van een risico gewogen beoordeling van het rendement worden pensioenfondsen niet adequaat beloond voor het nemen van veel risico.

EPILOOG

Big is beautiful. Grote pensioenfondsen zijn in het algemeen betere vastgoedbeleggers dan kleine pensioenfondsen. Schaalvoordelen leiden vaak tot toegang tot betere proposities, professionele en hoogopgeleide medewerkers, een beter netwerk en meer kennis. Evenwel is dat geen reden om niet in vastgoed te beleggen. Verschillende pensioenfondsen met kleine vastgoedportefeuilles hebben goede risico gewogen prestaties laten zien en het best presterende pensioenfonds over de afgelopen 20 jaar had een kleine vastgoedportefeuille.

Een eyeopener bij de vergelijking binnen de peergroup is dat beleggen in Nederlands of Europees vastgoed heeft geleid tot een relatief goed rendement-risico-profiel. Veel fondsen die deze strategie hebben gevolgd, hebben vermoedelijk geprofiteerd van de rendementen op de Nederlandse woningmarkt. De Nederlandse niet-beursgenoteerde fondsen waarin werd geparticipeerd, zijn vaak niet of beperkt met vreemd vermogen gefinancierd, waardoor het risico van deze beleggingen laag is en de rendementen zeer passend zijn bij het gelopen risico.

Wie beursgenoteerd heeft belegd maakte nagenoeg hetzelfde rendement als wie niet-beursgenoteerd heeft belegd. De hoge volatiliteit van beursgenoteerd vertaalde zich niet naar een passend (risico gewogen) rendement. Met name voor pensioenfondsen met kleine vastgoedportefeuilles lijkt het eerder voor de hand te liggen om te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed. De uitzondering bevestigt hier de regel. Het best presterende pensioenfonds over een periode van 20 jaar had een kleine vastgoedportefeuille en heeft daarbinnen overwegend in beursgenoteerd vastgoed belegd.

Tabel 6
Performance op basis van de factor Volatiliteit

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Laag risico	0,60	5,3%	3,8-6,7%	5,3%	3,9%	1,5%	1.059	6,2%	5,0- 6,8%
Hoog risico	1,56	5,0%	1,8-7,0%	5,1%	6,9%	-1,9%	4.811	14,6%	12,3-20,7%

Verder kan worden vastgesteld dat het nemen van meer risico, in de zin van meer volatiliteit accepteren, niet heeft geleid tot betere resultaten tenzij het om grote pensioenfondsen gaat.

Kijkend naar het verleden, lijkt de beste vastgoedbeleggingsstrategie voor veel kleinere pensioenfondsen om te beleggen in Nederlands vastgoed met een uitstapjes naar Europees vastgoed en alsdan in niet-beursgenoteerde fondsen.

Wie flexibiliteit en liquiditeit wil, zou kunnen overwegen om een uitstapje naar een klein deel beursgenoteerd te doen. Dat heeft evenwel een prijs in termen van risico omdat de kans op een risico gewogen negatieve performance alsdan groot is.

Ook hier past tenslotte de opmerking dat resultaten uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst.⁶

Literatuur

- Andonov, A. E. (2013). A Global Perspective on Pension Fund Investments in Real Estate. *A GLOBAL PERSPECTIVE ON PENSION FUND INVESTMENTS IN REAL ESTATE*, 32-42.
- Arslanagic, L. (2017). *Investments of Dutch Pension Funds in Domestic and International Real Estate*. Rotterdam: Erasmus School of Economics.

Noten

1 Drs. Jan-Willem Dijkhuis MRE MRICS is sinds 2005 directeur van Lymos en adviseert institutionele beleggers, family offices, corporaties en overheidsinstellingen op het gebied van vastgoedvraagstukken. Hij is ook lid van de Commissie Vastgoed van de CFA Society Netherlands en was tussen 2011-2022 docent Beleggen in Vastgoed bij de Hogeschool Rotterdam.

2 Opgemerkt moet worden dat statistisch gezien veel alpha's niet significant afwijken van nul n dat deze conclusie daarom als indicatief moet worden beschouwd. Zie ook opmerking bij eindnoot iv.

3 Gehanteerde data voor dit onderzoek. Ten behoeve van het onderzoek zijn over de periode 2005-2024 42 Nederlandse pensioenfondsen geanalyseerd die tenminste een belegd vermogen in vastgoed van € 100 miljoen hebben. Pensioenfondsen ABNAMRO, IBM en Shell zijn niet meegenomen omdat deze pensioenfondsen gedurende de periode 2005-2024 niet altijd in vastgoed belegd zijn geweest. Er wordt in dit onderzoek gekeken naar vastgoedbeleggingsstrategieën van pensioenfondsen en naar de daar op gerealiseerde resultaten. De meeste fondsen noemen het gerealiseerde jaarlijkse rendement op vastgoed in hun jaarverslag. Indien daar in het jaarverslag melding van wordt gemaakt zijn die rendementen overgenomen. Deze rendementen worden als betrouwbaar gezien. Enkele pensioenfondsen benoemen hun rendement op vastgoed niet. Voor deze fondsen is gekeken naar de toelichting op de jaarrekeningen en zijn de jaarlijks gerapporteerde winsten uit huurinkomsten, dividenden en vermogensgroei gedeeld door het veronderstelde gemiddeld vermogen dat belegd was in vastgoed. Het veronderstelde gemiddeld belegd vermogen is bepaald aan de hand van de standen per 1 januari en 31 december van elk jaar. Twee pensioenfondsen maken onderscheid tussen rendement op beursgenoteerd vastgoed en rendement op niet-beursgenoteerd vastgoed en benoemen niet het totaalrendement op vastgoed. Voor deze fondsen is het gewogen gemiddelde rendement bepaald aan de hand van het belegd vermogen per 1 januari en 31 december van elk jaar. Tenslotte zijn er in periode 2005-2024 drie fondsen samengevoegd. Het betreft de drie KLM-pensioenfondsen die langjarig allemaal dezelfde beleggingsstrategieën hebben gehanteerd met overeenkomstige resultaten. Pas in de laatste jaren is enige niet-significante variatie waar te nemen. Door de jaarlijkse rendementen te nemen is sprake van 20 datapunten per pensioenfonds. Op basis van berekende t-waarden en p-waarden bevatten de meeste

- Brounen, D. (2023, 12 15). *Huurindexatie balans tussen betaalbaar en verhuurbaar*. Retrieved from [www.tias.edu: https://www.tias.edu/docs/default-source/kennisartikelen/huurindexatie_finaleversie.pdf](https://www.tias.edu/docs/default-source/kennisartikelen/huurindexatie_finaleversie.pdf)
- Carlo, A. E. (2021, 10 1). Three Decades of Global Institutional Investment in Commercial Real Estate. *Journal of Portfolio Management*, 47(10), pp. 25-40. Retrieved from <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.275>
- IVBN. (2013). *Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles*. Den Haag: IVBN.
- MSCI. (2005-2024). *MSCI Global Annual Property Index*. London: MSCI.
- MSCI. (2005-2024). *MSCI Netherlands Annual Property Index*. London: MSCI.
- Solactive. (2026, 03 01). <https://www.solactive.com/index/DE000SLOREK9/>. Retrieved from <https://www.solactive.com/index/DE000SLOREK9/>
- Teuben, A. (2016). Elke stap in het vastgoedbeleggingsproces vraagt om zijn eigen index. In Berkhout, *De Vastgoedindex op waarde geschat* (pp. 59-73). Voorburg: Stichting ROZ Vastgoedindex Nederland.
- Vastgoednieuws. (2023, juni 8). *Pensioenfondsen PMT en Rail & OV brengen hun Nederlandse vastgoedbeleggingen onder één dak*. Retrieved from [Vastgoednieuws.nl: https://vastgoednieuws.nl/news/930/pensioenfondsen-pmt-en-rail-and-ov-brengen-hun-nederlandse-vastgoedbeleggingen-onder-een-dak](https://vastgoednieuws.nl/news/930/pensioenfondsen-pmt-en-rail-and-ov-brengen-hun-nederlandse-vastgoedbeleggingen-onder-een-dak)

reeksen voldoende datapunten om significante alpha's en bèta te berekenen en derhalve conclusies te kunnen trekken. Ook is er gekeken naar de allocatie van het belegd vermogen. Met betrekking tot de allocatie naar beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd zijn de percentages zoals genoemd in het jaarverslag of toelichting op de jaarrekening overgenomen. Waar deze niet zijn genoemd is in de jaarrekening gekeken naar de methode van waardebepalingen. Daar waar sprake is van genoteerde marktprijzen is verondersteld dat dit de portefeuille beursgenoteerd betreft. De rest van het in vastgoed belegd vermogen wordt dan als niet-beursgenoteerd verondersteld. Dat kan dan zowel de categorie direct vastgoed als de categorie niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn. Sommige pensioenfondsen hebben hun beursgenoteerde vastgoedportefeuille gedurende looptijd gealloceerd naar de generieke aandelenportefeuille. Het rendement op die beursgenoteerde vastgoedportefeuille maakt vanaf dat moment geen onderdeel meer uit van de vastgoedbeleggingsportefeuille. De allocatie naar vastgoed neemt daardoor af. Een dergelijk pensioenfonds wordt in het kader van dit onderzoek verondersteld niet meer in beursgenoteerd vastgoed te beleggen. Bij de geografische allocatie is ook de vermelding in het jaarverslag of toelichting op de jaarrekening als uitgangspunt genomen. Daarbij zijn ook een aantal opmerkingen te maken. De vermelding van de allocatie naar Nederland is tussen 2005 en 2024 afgenomen. In 2005 vermeldden 34 fondsen hun allocatie naar Nederland en in 2024 waren dat er nog maar 15. Een pensioenfonds vermeldt geen geografische allocatie in het jaarverslag

4 Alpha is hier Jensen's alpha. Door het beperkte aantal waarnemingen van 20 per fonds zijn de p-waarden voor de meeste fondsen hoger dan 0,05 en daarmee wijken de meeste alpha niet significant af van nul. In die zin zijn de indeling naar typologieën indicatief en moeten tegen die achtergrond genuanceerd worden. Een alternatieve benadering door de jaar rendementen te halveren en daarmee 40 data punten te creëren hebben geleid tot meer alpha's, die significant afwijken van nul.

5 Voor de fijnproevers, cohen's d is -1,173. In absolute waarde (1,17) is dit een grote effectgrootte volgens de gebruikelijke vuistregels (0,2 klein, 0,5 middel, 0,8 groot). Het teken is negatief omdat de kleine fondsen gemiddeld lager renderen dan de grote fondsen.

6 Het artikel is mede tot stand gekomen met dank aan MSCI voor het aanleveren van de MSCI-datareeksen alsmede Maarten van den Broek en Martin Sanders voor het meelezen.

Een pleidooi voor kwartaalrapportages

Historisch gezien werd het ritme van handel en economie bepaald door zogeheten "quarter days". In Engeland waren dat Lady Day (25 maart), Midsummer Day (24 juni), Michaelmas (29 september) en Kerstmis (25 december). Voor landeigenaren waren dit momenten van inkomsten, maar voor schuldenaren vooral dagen van afrekening. De grimmige lading van deze dagen is inmiddels verdwenen, maar een zekere spanning rond "het kwartaal" is gebleven zeker voor bestuurders die hun resultaten moeten presenteren.

Op 5 mei 2026 stelde de Amerikaanse financiële toezichthouder SEC voor om beursgenoteerde bedrijven toe te staan nog maar halfjaarlijks te rapporteren. Als argument worden onder meer burn-out onder executives en de kortetermijnfocus van kwartaalrapportages genoemd.

Toch legt dit voorstel een fundamentele misvatting bloot. Het zijn namelijk zelden de topbestuurders die het zware, uitvoerende werk van rapportages doen; die taak ligt bij gespecialiseerde teams en vaak bij junior analisten. Zoals veel analisten ben ik zelf ook begonnen met rapportagewerk en nog steeds is het een belangrijk onderdeel van mijn werk. Ik begrijp dus goed waar de roep om minder rapporteren vandaan komt: het proces is vaak omslachtig, handmatig en tijdrovend.

Maar juist deze inefficiëntie heeft een belangrijke functie. Voor junior analisten is het een cruciale manier om het bedrijf echt te leren begrijpen. Voor aandeelhouders biedt het transparantie. En ook voor het management zelf levert het waardevolle inzichten op in de eigen organisatie. Rapporteren is daarmee geen administratieve last, maar eerder een vorm van organisatorische zelfreflectie.

Voor buitenlandse beleggers zoals Nederlanders die aanzienlijk deel van het kapitaal geïnvesteerd in de VS hebben is dit een belangrijk risico. Kwartaalrapportages en de daaropvolgende pers- en analistencalls zijn vaak een van de weinige consistente momenten om vragen te stellen en een goed beeld te krijgen van de bedrijfs-

ontwikkeling. Minder frequente rapportage betekent minder informatie, en dus minder vermogen om kapitaal snel en accuraat toe te wijzen. Onderzoek van Arif en De George (2018) laat bovendien zien dat minder informatie vaak leidt tot meer onzekerheid en grotere prijschommelingen rond rapportagemomenten. Meer regelmatige rapportage kan dienen als risicobeperking door spanningen te spreiden en markten beter geïnformeerd te houden. Daarmee heeft frequente rapportage een stabiliserend effect.

Het argument dat kwartaalrapportages kortetermijndenken aanwakkeren, overtuigt mij ook niet. In Europa (en het VK) is halfjaarlijkse rapportage al meer dan een decennium de norm, maar kortetermijndenken is hier nog springlevend. Sterker nog, veel Europese bedrijven kiezen er vrijwillig voor om toch elk kwartaal te rapporteren. Mijn verwachting is dat dit zo blijft voor grote, gevestigde ondernemingen (zie het CFA Institute-rapport van Singh en Peters, 2019), terwijl kleinere Amerikaanse bedrijven mogelijk minder frequent gaan rapporteren. Ik vrees dat dit een risico vormt, omdat het kan leiden tot meer ondoorzichtigheid en tot een tweedelige markt, waarin vaker rapporterende bedrijven makkelijker kapitaal aantrekken, terwijl minder frequent rapporterende bedrijven achterblijven. Een tweede-orde risico is dat kapitaal zich verder concentreert bij grote, gevestigde ondernemingen, waardoor kleinere bedrijven in de schaduw blijven. Kleine bedrijven hebben moeilijker toegang tot meer groeikapitaal als zij ervoor kiezen om niet regelmatig te rapporteren.

De SEC wijst ook op de afname van het aantal beursgangen, mede door regeldruk en compliancekosten. Dat is een valide punt, maar de verschuiving van publieke naar private markten is onderdeel van een bredere structurele trend. Toch blijft de publieke markt de norm voor brede beleggersparticipatie, en mikken veel private bedrijven op termijn alsnog op een beursnotering.

De kernvraag is dan ook niet of we moeten rapporteren, maar hoe we dat slimmer en efficiënter kunnen doen zonder de informatieve basis van kapitaalmarkten te verzwakken.

De oplossing ligt dus niet in minder rapportage, maar in betere rapportage. Rapportages moeten minder omslachtig, minder handmatig en minder tijdrovend worden. Hierin kan AI dienen als hulpmiddel om risico's en foutgevoelige delen op te vangen. Door deze gerealiseerde efficiëntie krijgen zowel analisten als bestuurders meer ruimte om waarde toe te voegen aan het bedrijf.

En als het gaat om langetermijndenken, dan ligt die verantwoordelijkheid uiteindelijk vooral bij de politiek. Zij moeten de kaders en visie bieden; kapitaal zal volgen. Minder transparantie zou in dat licht een stap achteruit zijn.

Namens de commissie risicomanagement,
Keshav Bhatt



What Shapes Market Prices?

Ion Lucas Saru obtained his PhD from the Vrije Universiteit Amsterdam and is currently Energy Analyst at Northpool. In his research, he uses modern econometric tools to understand how information and trading behavior shape prices in financial markets. In two of his papers, he studies how the interaction between news and value traders affects market outcomes and how trading unrelated to new information can still move prices.

Every day, financial markets process vast amounts of information and translate them into prices. Because prices influence investment and corporate decisions, financial markets play an important role in the broader economy. This information is incorporated into prices through market participants' trading decisions. But what information exactly is incorporated, and by whom? Today's market participants have access to increasingly large and diverse datasets that differ in scope, quality, and informational value. Meanwhile, fundamental research may give traders a superior understanding of a firm and its fundamental outlook. In Menkveld and Saru (2026), we study the interaction between two types of traders: news traders and value traders.

News traders are market participants who react quickly to information about changes

in value. Such information may originate from traditional news, but more broadly includes market news such as order book updates in correlated securities. Because these signals are noisy, the profitability of news trading depends not only on the magnitude of the underlying value change, but also on the precision of the observed information. By contrast, value traders acquire information through costly fundamental research aimed at identifying deviations between prices and fundamental values. They trade strategically on this information, gradually moving prices toward fundamentals, with trading profits covering their research costs.

The distinction between these two types of traders has important implications for markets. News traders rely on signals with a short half-life and therefore need to trade immediately. Value traders, by contrast, can trade on their information more gradually. As a result, they can extract substantially higher profits from the same underlying information. As news signals become more precise, part of the informational advantage of value traders shifts to news traders. Consequently, liquidity providers face less adverse selection risk when trading with news and value traders. This lowers price impact and improves market liquidity. Interestingly, although more precise news reduces value trading activity, overall market efficiency remains largely unchanged.

Empirically, we find that value trading is substantially more profitable than news trading, generating nearly three times higher profits after trading fees. Our estimates suggest that the signals observed by news traders are relatively noisy and capture only about one-third of the underlying value change. In recent years, we find that the price impact associated with liquidity demand has more than doubled. We attribute this to noisier news signals arising from the growing abundance of data, combined with lower levels of noise trading. These findings show how the precision of information shapes market liquidity through its effects on adverse selection and trading behavior.

Even in the absence of information, security prices can react to trading activity as liquidity providers accommodate the trading demand of incoming traders using their own inventory. This results in transitory price movements. In Saru (2026), I study systematic drivers of these transitory price movements, which I refer to as pricing errors.

My findings indicate that these pricing errors are not just noise in stock prices, but vary systematically. If two stocks have a similar exposure to common risk factors, a liquidity provider holding both securities after a trade has a greater risk exposure than one holding securities that hedge each other more effectively. As a result, pricing errors tend to be more correlated among stocks with similar factor exposures. Because these pricing errors affect transaction prices, they matter for investors trading baskets of stocks, such as institutional investors and mutual funds.

References

- Menkveld, Albert J. and Saru, Ion Lucas (2026). Does News Trading Crowd Out Value Trading? Evidence from a Structural Estimation. SSRN Working Paper 6306118
- Saru, Ion Lucas (2026). The Cross-Section of Price Efficiency. SSRN Working Paper 5038403.

Ion Lucas Saru
Energy Analyst at Northpool



Chokepoints: American Power in the Age of Economic Warfare

Review door Evelien van Hilten

We zijn gewend om over oorlog na te denken in termen van militaire macht en fysiek geweld. Het boek *Chokepoints* van Edward Fishman (2022) staat echter stil bij een nieuwe zeer ingrijpende vorm van oorlog: economische oorlogsvoering. Daarbij kan gedacht worden aan sancties, exportcontroles en financiële restricties.

Fishman neemt je mee achter de schermen hoe de Verenigde Staten over de jaren "chokepoints" oftewel uitzonderlijk sterke machtsposities inzet om landen zoals Iran en Rusland te raken op plekken waar ze moeilijk of niet omheen kunnen. Het handelt hier niet zozeer om fysieke chokepoints, zoals de Straat van Hormuz, maar juist om moderne machtsposities, zoals het ont-nemen van toegang tot de Amerikaanse dollar of SWIFT. De creativiteit die de VS hierbij inzet wordt uitgebreid besproken en maakt het een fascinerend en uniek boek.

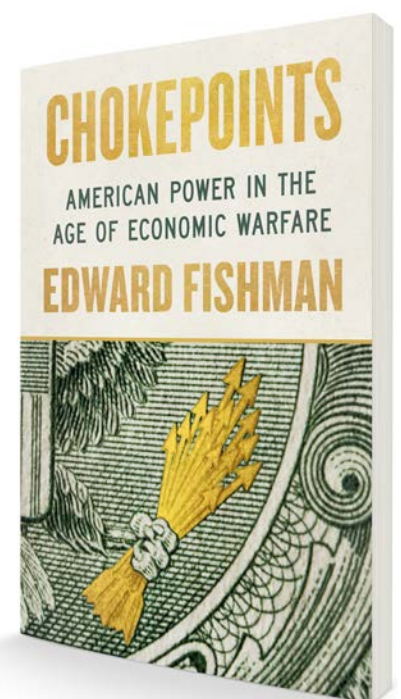
In de huidige marktomstandigheden biedt het boek lezers context in de jarenlange verhouding tussen de VS en Iran, waarbij via formele wegen, maar ook juist informele routes is Iran langzamerhand toegang ontzegd tot belangrijke infrastructuur, waardoor het verhandelen van olie zeer complex werd. Niet zozeer een VN-sanctie heeft de doorslag gegeven, maar het dreigen met het ontzeggen van toegang tot het Amerikaanse financiële systeem maakte dat mondiaal alle financiële instellingen Iran de rug toedraaiden.

Voor China is het ontzeggen van toegang tot geavanceerde technologie een belangrijk

instrument om de groei van de Chinese economie af te remmen. Dreigementen richting bijvoorbeeld ASML, zoals het onthouden van toegang tot de Amerikaanse markt wanneer het de nieuwste technologie aan China levert, blijken daarbij zeer effectief.

Het boek maakt wel duidelijk dat *economic warfare* niet nieuw is. Trump draagt explicieter uit dat hij dit machtsmiddel inzet, toch is hij niet de eerste president die dit gebruikt. Volgens Fishman gaat deze manier van oorlogsvoeren ook niet meer weg. Wel pleit hij terecht voor het genuanceerd inzetten van dit machtsmiddel, zodat het effectief blijft. Hij vergelijkt het ook expliciet met fysieke oorlogsvoering. Daarbij zijn training en strategie nodig om echt te slagen. Doet Amerika dat niet, dan gaan landen zoals China, maar ook Europa, nadruk leggen op het creëren van een eigen alternatief voor "chokepoints", waardoor de macht van de VS op termijn kleiner wordt. Hierin lijkt Fishman al een goede vooruitziende blik te hebben.

Kortom: een echte aanrader, gemakkelijk om te lezen, en een goede manier om de nieuwe wereldorde beter te doorgronden.



Auteur: Edward Fishman
Uitgever: Penguin Random House LLC
ISBN: 9798217183531

COMMISSIES/VOORZITTERS 2026

Bestuur van de Vereniging

Dr. Inge van den Doel, voorzitter
Vincent Stap CFA, vicevoorzitter
Linde Kok CFA, penningmeester
Dr. Raphie Hayat CFA
Yiyi Huang CFA
Gül Poslu

Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter
Financiële commissie
Vinu Wijemanna CFA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Jori Arts CFA, voorzitter

Commissie Risk Management

Bob Gerritsen CFA, voorzitter

Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

Commissie Private Equity & Venture Capital

Carel van der Linden CFA, voorzitter

Commissie Tactische Asset Allocatie

Drs. Ineke Valke RBA, voorzitter

Commissie Vastgoed

Jan Dobiáš CFA, voorzitter

Commissie Private Banking

Mr.drs. Rogier van Heyningen CFA, voorzitter

Commissie Investment Performance Measurement

Eric de Rouw RBA, voorzitter

Commissie Behavioral Economics

Drs. Wim Zwanenburg, voorzitter

Commissie Ethiek en Integriteit

Tom Jaegers CFA, voorzitter

Candidates Committee

Mihaela Ciulianu

Career Development Committee

Michael Field CFA, voorzitter

Education Committee

Arjen Monster, voorzitter

CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

DEI

Anastasia Medianovska

Advocacy Committee

Dr. Alwin Oerlemans CFA FRM

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Regional Investment Performance Subcommittee EMEA

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Global Investment Performance Standards Council

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

Dutch Commission on Bonds (DCB) en

European Bond Commission (EBC)

Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in de Raad voor de Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society Netherlands.
Telefoon: 020 - 299 6590

COLOFON

VBA Journaal

is een uitgave van CFA Society Netherlands.
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

Hoofdredacteur

Dr.ir. Gerben de Zwart CFA

Adjunct Hoofdredacteur

Drs. Mark Geene RBA RMFI

Redactie

Marlies van Boven
Maria van Duijvenbode LLM
Evelien van Hilten MSc CFA
Dr. Roy Hoevenaars
Tijtsger Hulshoff MSc RBA
Ronald Kok MSc RBA
Dr. Rik Klerkx CFA
Frederik Mannaerts CFA
Sebastiaan Reinders MSc RBA
Reinout van Tuyl van Serooskerken CFA
Drs. Michel Wetser RBA
Mr. Jorik van Zanden

Auteursinstructie

zie: www.cfasociety.nl

Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie
Max Kisman

Advertenties

telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl

Abonnementen

CFA Society Netherlands
Professor J.H. Bavincklaan 7
1183 AT Amstelveen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl
Abonnementenprijs 2026:
€ 53 inclusief btw en verzendkosten

Opmaak en realisatie

 az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

Cover ontwerp

Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.
Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.
Auteurs van artikelen informeren de VBA-redactie over het gebruik, inclusief de mate waarin, van Gen AI-tooling voor de respectievelijke publicatie.
ISSN-nummer 0920-2269
Copyright © 2026
CFA Society Netherlands

