



SUSTAINABLE
FINANCE
LAB

HET VERSCHIL MAKEN MET CIRCULAIRE ONDERNEMERS

Nederlandse pensioenfondsen en private
circulaire beleggingen

In dit paper

Startende en groeiende circulaire ondernemingen zijn onmisbaar voor de circulaire transitie, maar komen in Nederland nu moeilijk aan financiering.

Pensioenfondsen kunnen, als lange termijn beleggers die ook maatschappelijke impact waarderen, een uitkomst bieden door te beleggen in circulaire private fondsen.

Daarvoor dienen pensioenfondsen, hun vermogensbeheerders en de toezichthouder wel nieuwe manieren van werken te ontwikkelen.

Gerdie Knijp en Rens van Tilburg

Juni 2023

POLICY
PAPER

Colofon

Utrecht, juni 2023.

Het Sustainable Finance Lab (SFL) is een academische denktank waarvan de leden voornamelijk hoogleraren zijn van verschillende universiteiten in Nederland. Het doel van het SFL is een stabiele en robuuste financiële sector die bijdraagt aan een economie die de mens dient zonder daarbij zijn leefmilieu uit te putten. Hiertoe ontwikkelt het SFL ideeën en biedt een platform om deze te bespreken, zo een brug slaand tussen wetenschap en praktijk.

Dit Policy Paper is opgesteld door Rens van Tilburg (r.vantilburg@uu.nl), directeur van het SFL en Gerdie Knijp (g.knijp@uu.nl), projectleider bij het SFL. Dit onderzoek is gefinancierd door het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat.

2

We bedanken het Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat, de Pensioenfederatie, de leden van het Sustainable Pension Investment Lab (SPIIL), alle geïnterviewden (zie de bijlage) en de leden van de klankbordgroep: Will-Jan Jacobs, Daan van Kassel, Mark Overman en Daan Spaargaren. Ook bedanken we Anne Gram, René van de Kieft, Karen Maas, Dirk Schoenmaker en Alfred Slager voor hun commentaar op een eerdere versie.

Policy Paper

Sustainable Finance Lab brengt verschillende soorten publicaties uit. Dit is een Policy Paper. Policy Papers zijn geproduceerd door SFL-leden of -medewerkers die specifieke voorstellen en aanbevelingen bevatten voor de financiële sector of voor beleidsmakers.

SAMENVATTING

In 2050 moet de Nederlandse en Europese economie geheel circulair zijn. Dat betekent een economie waarin grondstoffen behouden blijven en die geen afval produceert. Dat doel van de Nederlandse en Europese overheid is nog ver weg. Ook voor Nederland, dat internationaal wel vooroploopt. Binnen Nederland blijven vooral de voor de transitie zo belangrijke startende en snel groeiende circulaire ondernemingen achter. Financiering blijkt voor hen een belangrijk knelpunt.

De afgelopen jaren is het aantal private fondsen dat zich richt op de circulaire economie wel sterk toegenomen. Nederlandse pensioenfondsen beleggen echter beperkt in illiquide categorieën en daarbinnen ook beperkt in circulaire privaten fondsen. Er zijn wel enkele voorbeelden van pensioenfondsen die wel beleggen in deze fondsen.

Pensioenfondsen moeten er rekening mee houden dat overheden de komende jaren middels regelgeving en beprijzing de noodzakelijke circulaire transitie gaan versnellen. Pensioenfondsen staan daardoor nu bloot aan aanzienlijke risico's die samenhangen met de circulaire transitie of beleggingen in de huidige (veelal lineaire) economie. Voorbeelden van deze zogenaamde lineaire risico's zijn grondstoffenschaarste, de gevolgen van afvalvervuiling, het snel veranderende beleid rondom de circulaire economie of een veranderde markt vraag. Deze lineaire risico's worden nog slechts beperkt onderkend en dus beheerst. De toezichthouder DNB ziet daar ook nog niet actief op toe.

Ook geven pensioendeelnemers steeds meer aan dat zij via het beleggingsbeleid ook een positieve impact willen maken. Juist de private fondsen die zich richten op de voor de transitie zo belangrijke startende en snel groeiende bedrijven lijken goede kansen te bieden aan pensioenfondsen om echt het verschil te maken en zo impact te genereren.

Binnen pensioenfondsen lijkt er ook steeds meer bewustwording te ontstaan over maatschappelijke impact. Veel pensioenfondsen kijken al naar *environmental, social en governance* (ESG) risico's en doen aan engagement, maar het versnellen van transitie door impactbeleggingen is vaak nog onvoldoende concreet. Ook heeft de circulaire transitie vaak geen expliciete plek in de strategie, terwijl de circulaire transitie de mogelijkheid biedt om impact te maken op meerdere onderwerpen zoals klimaat, biodiversiteit, gezondheid en afval. Circulaire private fondsen bieden ook toegang tot een illiquiditeitspremie en diversificatiemogelijkheden. Pensioenfondsbesturen hebben best ruimte om keuzes te maken. Om meer te alloceren naar illiquide categorieën of om in de strategische asset allocatie ruimte te maken voor circulaire private fondsen. De regelgeving stelt geen harde grens aan de omvang van de illiquide beleggingen van pensioenfondsen. Het nieuwe pensioenstelsel lijkt de ruimte hiervoor ook niet wezenlijk te veranderen.

4

Het blijkt dat met de wil om daadwerkelijke verandering te realiseren en een heldere visie en strategie het mogelijk is om als pensioenfonds de transitie naar een circulaire economie te versnellen en tegelijk een goed financieel rendement te realiseren. Ook de andere spelers zoals de vermogensbeheerders, de Pensioenfederatie, de circulaire private fondsen en de toezichthouder en regelgever hebben elk een rol en kunnen elkaar helpen.

Daarbij hebben we de volgende belemmeringen geïdentificeerd en van aanbevelingen voorzien:

1. **Onvoldoende aandacht voor en handhaving op de lineaire risico's**
Zowel bij de pensioenfondsen als de toezichthouder is er nog maar beperkt aandacht voor de risico's die gepaard gaan met de huidige lineaire economie.

Aanbeveling voor pensioenfondsen:

- **Meet, analyseer en beheers de lineaire risico's.** Bouw expertise op en pas de risicomodellen aan, zodat ze zich meer op de toekomst richten.

Aanbeveling voor de toezichthouders:

- **Zie actief toe op lineaire risico's.** Neem lineaire risico's mee in het ESG-risico spectrum en houdt actief toezicht op lineaire risico's, zowel de fysieke als de transitierisico's.

2. Onvoldoende aandacht voor de impact agenda en daarbinnen de circulaire economie en illiquide beleggingen

De impactagenda van pensioenfondsen is nog onvoldoende concreet en er is nog beperkt aandacht voor de circulaire economie. Het blijkt het vaak lastig om bestaande interne processen en meetmethoden te herzien en ze aan te passen aan de nieuwe circulaire realiteit.

Aanbevelingen voor de pensioenfondsen:

- **Doe onderzoek naar voorkeuren van deelnemers wat betreft impact** en vertaal deze in het beleggingsbeleid.
- **Ontwikkel een visie op hoe de circulaire economie** past bij de impact voorkeuren van de deelnemers en het pensioenfondsbestuur.
- **Ontwikkel een visie op de rol van illiquide beleggingen voor de impact agenda** zoals vastgoed, infrastructuur en startende en groeiende ondernemingen.
- **Maak deze beleggingen mogelijk in de strategische asset allocatie en de Asset Liability Management (ALM) studie.** Neem een eventuele gewenste verhoging van illiquide beleggingen mee als uitgangspunt bij de ALM studie. Werk ook met de driehoek van risico (inclusief lineair), rendement en impact.

Aanbevelingen voor de toezichthouders:

- **Ga uit van 'dubbele materialiteit' in toezicht.** Kijk niet alleen naar duurzaamheidsrisico's die van buitenaf op het pensioenfonds afkomen, maar ook naar het maken van impact en daarmee het reduceren van risico's op systeemniveau.

- **Beoordeel of de voorkeuren van deelnemers goed in kaart zijn gebracht en vertaald in beleid.**
- **Heb ook oog voor de risico's van liquide markten.** Het pensioenfondsbestuur moet de risico's in alle beleggingscategorieën beheersen. Daarom is het goed dat hierop wordt toegezien bij illiquide beleggingen. Tegelijkertijd mist nu vaak een vergelijkbaar kritisch oog op liquide beleggingen.

Aanbeveling voor de vermogensbeheerder:

- **Ontwikkel kennis op circulaire impact beleggingen** en help pensioenfondsen deze beleggingen mogelijk te maken.

3. Hoge kosten en complexiteit van private fondsen

Maar ook als pensioenfondsen besloten hebben vanwege risico en impact overwegingen meer circulaire illiquide beleggingen te willen maken zijn er belemmeringen. Private fondsen en circulariteit kennen een eigen complexiteit en hebben doorgaans hogere kosten. Pensioenfondsen hebben vaak een beperkte capaciteit als het gaat om het doen van illiquide beleggingen. Met name voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen is het een uitdaging om het beheer van private equity of debt goed uit te voeren.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Bouw kennis en expertise op over private markten,** over private circulaire fondsen en over de circulaire economie.
- **Beoordeel de kostenstructuur van fondsen integraal** door te kijken naar risico (ook ESG), rendement en impact. Kijk of tegenover hogere risico's en kosten ook een hoger rendement en/of impact staat.

4. Onvoldoende beschikbaarheid geschikte circulaire private fondsen

Daarnaast is het aanbod van circulaire private fondsen nog beperkt. De fondsen zijn vaak niet groot genoeg voor de minimale beleggingen die pensioenfondsen willen doen.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Kies een passende vorm van beleggen in private fondsen.**
Voor grotere fondsen zijn fondsen die zich voor 100% richten op de circulaire economie een mogelijkheid. Voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen kan de logische route zijn om een breder fonds te kiezen.
- **Heroverweeg of maak uitzonderingen bij andere bestaande eisen,** zoals de minimale omvang van een belegging of de aanwezigheid van een *trackrecord* bij een private equity belegging.

5. **Beperkte capaciteit en samenwerking bij pensioenfondsen**

Tot slot werken pensioenfondsen nog beperkt samen om van elkaar te leren en gezamenlijk beleggingen mogelijk te maken. De Pensioenfederatie zou een faciliterende rol kunnen vervullen.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Werk samen met andere pensioenfondsen om kennis en ervaringen te delen.**
- **Zoek de samenwerking op met andere pensioenfondsen en publieke investeerders** als Invest-NL en verken hoe gezamenlijke beleggingen mogelijk gemaakt kunnen worden.

Aanbeveling voor de vermogensbeheerder:

- **Ondersteun de samenwerking tussen kleine en middelgrote pensioenfondsen rondom de circulaire economie,** ook als dat buiten het eigen productaanbod valt.

INHOUD

1. Inleiding	9
2. De Nederlandse pensioenfondsen en de circulaire economie	11
3. De externe kaders	25
4. De interne kaders	33
5. Conclusies en aanbevelingen	42
Bijlage: Overzicht betrokkenen	48
Referenties	50

1. INLEIDING

De transitie naar een circulaire economie is noodzakelijk om onze afhankelijkheid van beperkt beschikbare grondstoffen te verminderen. Maar de circulaire transitie is ook cruciaal voor andere maatschappelijke opgaves: het behalen van klimaatdoelstellingen, en het behoud van onze natuur en biodiversiteit. De circulaire transitie moet echter nog op gang komen.

9

Nederlandse pensioenfondsen spreken steeds meer de ambitie uit om verantwoord te beleggen. En dan niet alleen door het meten en mitigeren van financiële risico's gerelateerd aan klimaatverandering en andere milieu-problematiek, maar ook door het realiseren van een positieve impact op de samenleving en planeet. In de transitie naar een circulaire economie spelen startende (*start-ups*) en groeiende ondernemingen (*scale-ups*) een onmisbare rol. Echter, juist zij hebben relatief vaak financieringsproblemen. Algemeen geldt dat jonge ondernemingen vaak moeite hebben met het aantrekken van financiering. Dat geldt des te sterker voor circulaire ondernemingen. Pensioenfondsen kunnen het verschil maken voor deze circulaire ondernemers door te beleggen in private fondsen gericht op de circulaire economie. Daarnaast kunnen ze ook beleggen in circulair vastgoed of infrastructuur. Dit past ook goed bij de lange termijn rendementen die pensioenfondsen nastreven.

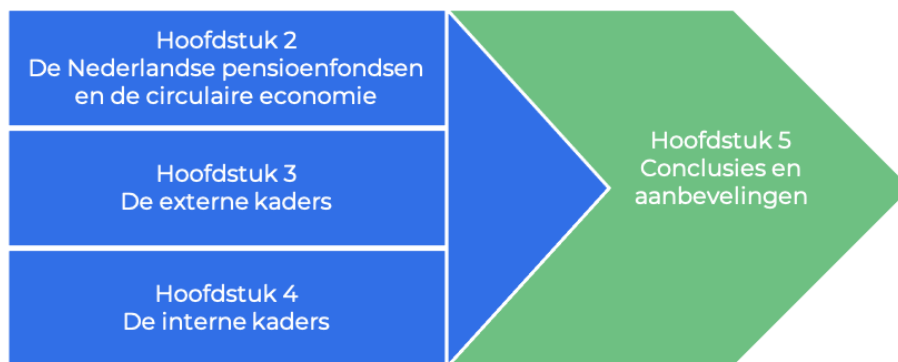
Daarbij lopen pensioenfondsen nu nog wel tegen allerhande belemmeringen aan. Belemmeringen die gelden voor het doen van illiquide beleggingen in het algemeen. En meer specifieke belemmeringen voor illiquide beleggingen in de circulaire economie. Dit rapport identificeert deze belemmeringen en doet aanbevelingen over hoe hier mee om te gaan.

Dit onderzoek focust op de Nederlandse pensioenfondsen, hun private beleggingen en de circulaire economie. En dan specifiek hoe deze beleggingen ingezet kunnen worden om het financieringsgat voor startende en groeiende circulaire ondernemers te verkleinen en daarmee de transitie naar de circulaire economie te versnellen.

Voor dit onderzoek hebben we literatuur geraadpleegd en interviews gehouden met verschillende pensioenfondsen, vermogensbeheerders, circulaire private fondsen, circulaire economie experts, toezichthouders en de overheid. In de bijlage staat het overzicht van de geïnterviewden. De klankbordgroep en verschillende leden van het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) hebben ideeën aangedragen en feedback gegeven op eerdere versies van dit rapport.

Hoofdstuk 2 start met een overzicht van de circulaire economie, bespreekt de financiering hiervan en in hoeverre pensioenfondsen momenteel beleggen in illiquide (circulaire) fondsen, infrastructuur of vastgoed. Hoofdstuk 3 beschrijft de externe kaders waarbinnen pensioenfondsen opereren en hoe deze illiquide beleggingen in de circulaire economie kunnen raken. Hoofdstuk 4 gaat vervolgens in op de interne bedrijfsvoering van pensioenfondsen. Hoofdstuk 5 concludeert met een overzicht van de belemmeringen en aanbevelingen.

Schematische weergave van het rapport



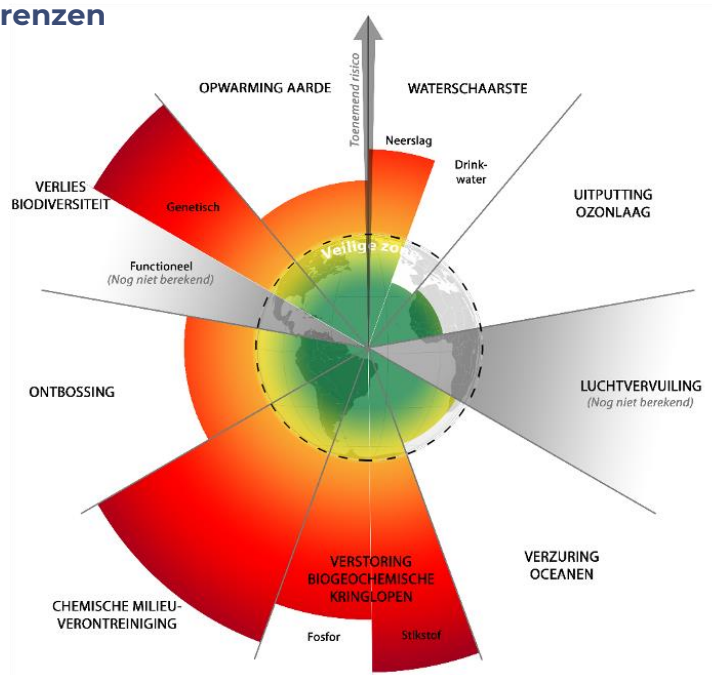
2. DE NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN EN DE CIRCULAIRE ECONOMIE

Dit hoofdstuk introduceert de circulaire economie, de staat van de circulaire transitie in Nederland en beschrijft de behoefte aan financiering van circulaire ondernemingen. Vervolgens gaat het in op de mogelijkheden die Nederlandse pensioenfondsen hebben voor het financieren van deze transitie middels illiquide beleggingen, en de mate waarin Nederlandse pensioenfondsen momenteel hierin beleggen.

De circulaire economie: een noodzakelijke transitie

In de huidige economie gaan we op een lineaire manier met grondstoffen om: we winnen de grondstoffen, maken producten die we na gebruik weggooien, en hebben daarna te maken met afval. De aarde is echter niet onbeperkt uit te putten. We hebben te maken met planetaire grenzen, die nu overschreden worden, zoals Figuur 1 laat zien (Stockholm Resilience Center, 2023; Wang-Erlandsson et al., 2022). De vraag naar grondstoffen is de afgelopen jaren sterk gestegen. De verwachting is dat deze vraag blijft stijgen als gevolg van de bevolkingsgroei, een groeiende middenklasse in opkomende economieën en de vraag naar grondstoffen voor nieuwe technologieën (Deetman, 2021; OECD, 2019; United Nations Environment Programme & International Resource Panel, 2019). Dit betekent dat we op een andere manier moeten omgaan met onze grondstoffen en het gebruik moeten verminderen om de planeet leefbaar te houden.

Planetaire grenzen



Figuur 1: Bron: Stockholm Resilience Center (2023)

12

De circulaire economie biedt hiervoor een oplossing. In een circulaire economie zijn vrijwel alleen herbruikbare (bio) grondstoffen in omloop (Rijksoverheid, 2023). Maar ook het gebruik van grondstoffen en synthetische chemische producten (zoals plastic) wordt zoveel mogelijk gereduceerd (Persson et al., 2022). De *Value Hill* (Figuur 2) illustreert hoe in het huidige systeem waardevernietiging plaatsvindt (links) en hoe in een circulaire economie (rechts) de waarde van producten bewaard blijft door hergebruik, reparatie, re-furbishen, re-manufacturen en uiteindelijk recyclen (Achterberg et al., 2016). Het gaat dus niet alleen over het minimaliseren van afval, maar over het zo lang mogelijk behouden van de waarde van grondstoffen, materialen en producten.

De Value Hill

De lineaire economie



De circulaire economie



Figuur 2: Bron: Achterberg et al. (2016)

Naast het reduceren van de afhankelijkheid van grondstoffen levert een circulaire economie ook een bijdrage aan het oplossen van het klimaatprobleem, de biodiversiteitscrisis en bredere milieuproblematiek zoals luchtvervuiling, waterkwaliteit en afval (PBL, 2022). Er wordt geschat dat het winnen van grondstoffen en de verwerking tot producten verantwoordelijk is voor ongeveer 50%-70% van de CO₂ emissies, 30% van de uitstoot van fijnstof, en meer dan 90% van de waterschaarste en verlies aan biodiversiteit op land (Circle Economy, 2021; Ecorys and TNO, 2021; Ellen MacArthur Foundation, 2019; United Nations Environment Programme & International Resource Panel, 2019). Verder zorgen de grote hoeveelheden afval voor plastic vervuiling in oceanen.

Volgens Circle Economy kunnen door het implementeren van circulaire oplossingen in de belangrijkste sectoren (voedsel, transport, consumptiegoederen en bouw) broeikasgasemissies voldoende gereduceerd worden om te voldoen aan het 2 graden scenario. Daarnaast zouden (verandering in landgebruik (ontbossing), verstoren van de fosfor en stikstofcyclus en verzuring van de oceanen weer binnen de planetaire grenzen gebracht kunnen worden (Circle Economy, 2023).¹

De circulaire transitie blijft achter

Het Circularity Gap report laat zien dat de wereld in 2023 voor nog maar 7,2% circulair is. Dat is zelfs een daling is ten opzichte van de jaren daarvoor (Circle Economy, 2023). Nederland heeft zich tot doel gesteld om in 2050 volledig circulair te zijn en om in 2030 de helft primaire abiotische, grondstoffen te gebruiken (PBL, 2019; Rijksoverheid, 2023, 2021).² De schatting is dat Nederland nu voor 24,5% circulair is (Circle Economy, 2020). Nederland heeft een zogenaamde grondstoffenefficiëntie van 12% en scoort daarmee het hoogst in de Europese Unie. Deze maatstaf kijkt naar eigen gebruik van grondstoffen ten opzichte van het BBP, en is de laatste jaren voor Nederland toegenomen. Echter dit en de stijgende trend lijken niet voldoende om het 2030 doel te halen. Daarnaast is de daling van grondstoffengebruik sinds 2020 vooral te danken aan de corona lockdown. Ook stelt het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) dat Nederland meer afhankelijk is geworden van de import van grondstoffen en dat de leveringsrisico's van kritieke grondstoffen zijn toegenomen. Dit is een gevolg van een toenemende schaarste en het veranderende geopolitieke speelveld. Tot slot lijkt er van een versnelling van de circulaire transitie nog geen sprake (PBL, 2023).

¹ Het Stockholm Resilience Centre beschrijft negen planetaire grenzen waarvan er op moment van verschijnen van het Circularity Gap Report vijf overschreden worden (inmiddels zijn dat er zes). In dit onderzoek konden drie niet gemodelleerd worden. Van de overige zes zijn er vier overschreden. Het implementeren van circulaire oplossing reduceert de planetaire grens 'klimaat' significant, maar niet volledig tot binnen de veilige grens. De overige drie (verandering in landgebruik (ontbossing), biogeochemische kringlopen (stikstof en fosfor) en oceaan verzuring) worden wel gereduceerd tot binnen een veilige grens.

² Primaire abiotische grondstoffen zijn mineralen, metalen en fossiele grondstoffen (zoals die in de natuur voorkomen).

Eind 2021 waren er zo'n 130.000 circulaire ondernemingen in Nederland, dat is 6% van het totaal.³ Ten opzichte van twee jaar eerder zijn er weliswaar naar schatting 30.000 circulaire ondernemingen bij gekomen, maar in relatieve zin, ten opzichte van het totaal aantal ondernemingen, is er geen sprake van een stijging. Driekwart van deze ondernemingen vallen onder de categorie reparatie. Deze categorie is weliswaar hoger op de R-ladder dan recycling, maar richt zich nog wel op de gebruiksfase en niet op de productiefase.⁴ Er zijn maar weinig ondernemingen die in de hogere R-categorieën vallen en zich bijvoorbeeld richten op het product-ontwerp (*re-think*) of een reductie in gebruik (*refuse of reduce*) (PBL, 2023; Royal HaskoningDH, 2023).

Om als samenleving de circulaire transitie te maken zullen bestaande ondernemingen hun bedrijfsmodel moeten herzien. Maar er zijn vooral ook nieuwe innovatieve circulaire ondernemingen en bedrijfsmodellen nodig. Startende en groeiende ondernemingen spelen een belangrijke rol in deze transitie (Bauens et al., 2019; Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023d).

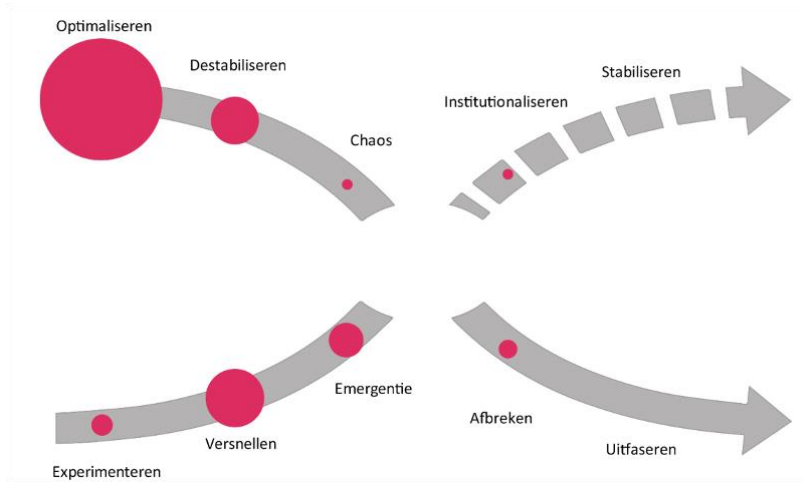
In 2020 classificeren ruim 5% van de circulaire ondernemingen in Nederland als startend (jonger dan 3 jaar). Dit is lager dan het procentuele aandeel van alle Nederlandse startende ondernemingen ten opzichte van alle Nederlandse ondernemingen (PBL, 2023; Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023a). Het lijkt er dus op dat de dynamiek die nodig is voor de circulaire transitie hier stopt.

Ondanks dat er op nationaal en ook op Europees niveau hoge ambities zijn en dit zich vertaald naar beleid (zie hoofdstuk 3) bevindt de transitie naar een circulaire economie zich nog in de beginfase van de *X-curve*. De *X-curve* geeft een visuele weergave van een transitie en laat expliciet het generieke patroon van een opbouw, een afbouw en de interacties zien (Hebinck et al., 2022). De *X-curve* voor de circulaire economie laat zien dat het grootste deel van de dynamiek van de transitie naar een circulaire economie in de fase optimaliseren lijkt te zitten, zie Figuur 3.

³ Een bedrijf dat een circulaire strategie in de bedrijfsactiviteit toepast.

⁴ De R-ladder beschrijft verschillende strategieën van circulariteit: *refuse, rethink, reduce, reuse, repair, refurbish, remanufacture, repurpose, recycle* en *recover*. Hoe hoger op de R-ladder des te lager de milieudruk en het grondstoffengebruik.

Visualisatie van de transitie naar een circulaire economie



Figuur 3: Bron: Bode et al. (2019)

Lineaire systemen moeten geoptimaliseerd worden door ze efficiënter te maken en meer recycling mogelijk te maken. Tegelijkertijd zit de dynamiek voor deze transitie ook in de fase versnellen. Er wordt enerzijds nog geëxperimenteerd met bedrijfsmodellen, maar er zijn ook al een aantal succesvolle circulaire ondernemingen die producten op de markt hebben gebracht. (Bode et al., 2019). Bike Club is een voorbeeld van een succesvolle circulaire onderneming.

Bike Club

Het Britse bedrijf **Bike Club** heeft een abonnementservice voor kinderfietsen. Zodra een kind te groot is voor de fiets, kan deze worden ingeruild voor een grotere maat. Ingeleverde fietsen worden opgeknapt om ze vervolgens weer uit te lenen aan een andere familie. Bike Club schat dat ze op deze manier 336Kg CO₂ per fiets besparen. Ook wordt afval gereduceerd door het hergebruik van fietsen (Bike Club, 2023). **Circularity Capital**, een groeifase private equity bedrijf uit het Verenigd Koninkrijk, gespecialiseerd in de circulaire economie, heeft £16.75 miljoen groeikapitaal in Bike Club geïnvesteerd (Circularity Capital, 2022b).

Opschaling in de financiering is nodig

Eén van de belemmeringen voor de benodigde versnelling van de circulaire transitie lijkt de financiering te zijn. En dan met name die van startende en groeiende ondernemingen. Schattingen van het circulaire financieringsgat voor de Nederlandse economie lopen ver uiteen, van € 360 miljoen tot € 1,7 miljard (European Investment Advisory Hub, EuroPlus, Consortium and Rebel Group, 2019). Vooral voor circulaire starters en groeiers lijkt het aanbod van kapitaal beperkt (Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023a). Voor investeerders zijn circulaire

bedrijfsmodellen zoals *Product-as-a-Service*-modellen (PaaS)⁵ nog vaak te risicovol, mede door een gebrek aan *trackrecord* (Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023d). Financiële instellingen bekijken *business cases* vaak vanuit een traditioneel, lineair perspectief. Hierdoor is er onvoldoende aandacht voor de langetermijneffecten en kansen (Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023c).

Het huidige Nederlandse financieringslandschap voor circulaire ondernemers bestaat uit publieke en private financiers en instrumenten die een mix van verschillende vormen van financieringen aanbieden. De publieke kant is volop in beweging en financiering vindt steeds vaker plaats middels leningen of investeringen, in aanvulling op subsidies. Invest-NL, een impactinvesteerder gefinancierd door de Nederlandse overheid, is daarin een belangrijke speler. Zij doen directe investeringen in circulaire ondernemingen, en investeren in fondsen. Ook de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's), Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO), de energiefondsen en het Nationaal Groenfonds leveren een bijdrage aan het financieren van ondernemingen en regionale en nationale innovatieprojecten, deels gericht op circulariteit (Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023b).

Naast het huidige aanbod van publieke instrumenten is privaat geld belangrijk om startende en groeiende ondernemingen te steunen, en daarmee de transitie naar een circulaire economie te realiseren en te versnellen. Dit mede omdat veel publieke investeringen alleen beschikbaar komen indien ook privaat kapitaal wordt aangetrokken. Voor circulaire startende en groeiende ondernemingen is het daarnaast ook moeilijk om bij banken een financiering te krijgen. De strengere kapitaaleisen voor banken en strenger toezicht maakt het voor banken lastiger om dit soort ondernemingen te financieren (Royal HaskoningDHV and KPlusV, 2023b). Ook vragen veel bancaire financieringen om onderpand, wat in een circulair model lastiger is. Pensioenfondsen kunnen een oplossing bieden door te beleggen in deze circulaire ondernemingen. Dit past ook goed bij de lange termijn focus van een pensioenfonds. Een pensioenfonds heeft lange termijn verplichtingen en kan daardoor ook lange termijn beleggen. Een circulaire belegging is een voorbeeld van een lange termijn belegging. Het gaat om nieuwe markten, nieuwe technologieën en nieuwe bedrijfsmodellen waarvoor geduldig kapitaal nodig is.

⁵ PaaS is een bedrijfsmodel waar producten worden 'as a service' aangeboden. De gebruiker betaalt voor het gebruik van een product en wordt geen eigenaar.

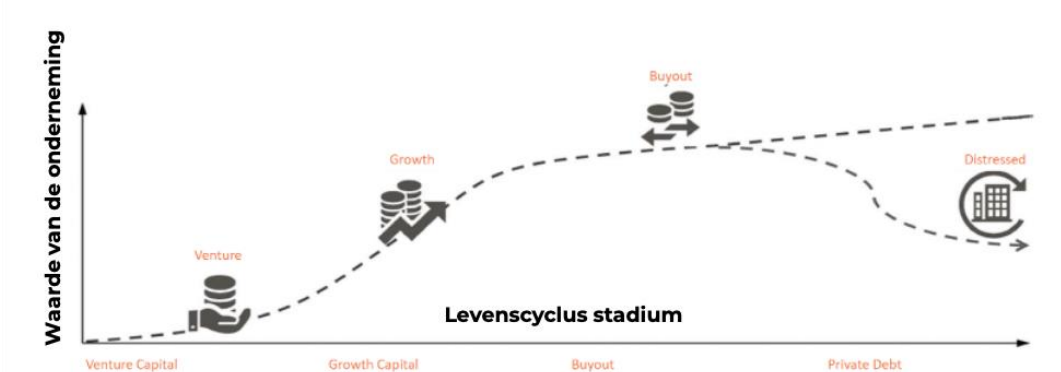
Pensioenfondsen beleggen nog beperkt in illiquide (circulaire) categorieën

Pensioenfondsen kunnen de transitie naar een circulaire economie versnellen met hun illiquide beleggingen. Door te beleggen in private equity of private debt fondsen die zich richten op de circulaire economie kunnen zij investeren in circulaire startende en groeiende ondernemingen.

Private equity wordt vaak als verzamelnaam gebruikt voor verschillende vormen van private equity waaronder venture capital. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) hanteert de volgende definities voor venture capital en private equity. Venture capital-investeerders (in het Nederlands ook durfkapitalisten genoemd) zijn lange termijn investeerders in veelbelovende startende en kleine niet-beursgenoteerde bedrijven. Venture capital kan zowel startkapitaal als groeikapitaal betreffen. Groeikapitaal is een type investering in ondernemingen die geld nodig hebben om te groeien. Private equity-investeerders (letterlijk: privaat eigen vermogen investeerders) zijn langetermijn-investeerders in middelgrote en grote niet-beursgenoteerde bedrijven. Private equity kan zowel groeifase financieren als *buy-outs*. Een *buy-out* is een verzelfstandiging van een bedrijf of bedrijfsonderdeel. Hier neemt het zittende management een deel van het bedrijf over met behulp van private equity ondernemers (NVP, 2023b). In het rapport gebruiken we private equity als en *buy-out* private equity. Bij private debt gaat het om leningen (of andere vormen van schuld) aan bedrijven. Figuur 4 laat de verschillende vormen van private equity zien voor verschillende stadia van de levensduur van een onderneming. (Moonfare, 2022).

17

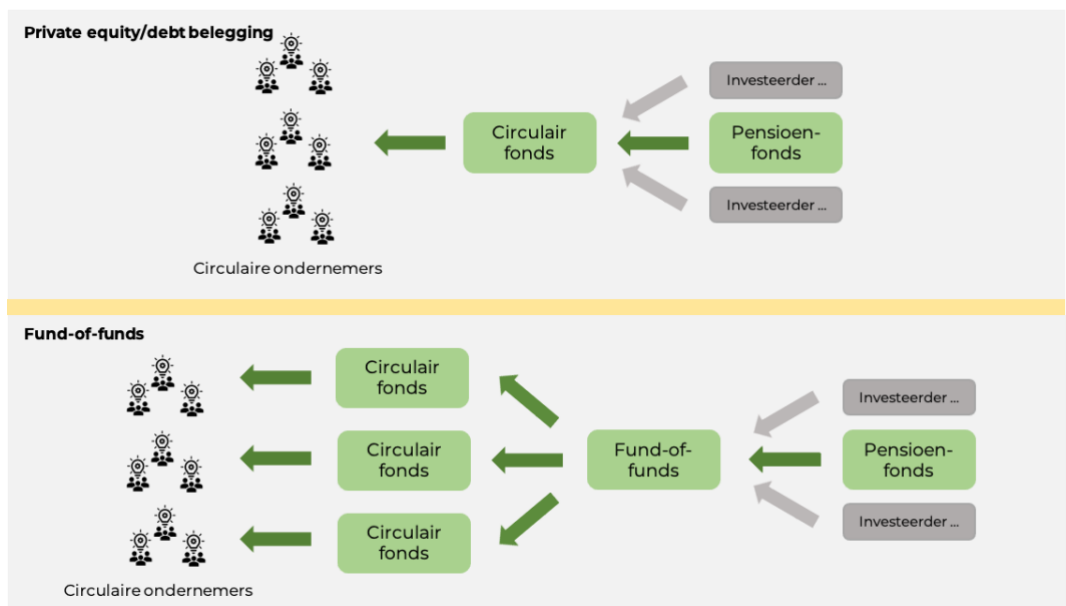
Private equity vormen voor verschillende stadia van de levenscyclus van een onderneming



Figuur 4: Bron: Moonfare (2022)

Voor de circulaire transitie is specialistische kennis op specifieke onderdelen binnen de circulariteit noodzakelijk, bijvoorbeeld voor plastic recycling. Circulaire fondsen richten zich daarom vaak op een specifiek onderwerp. Er zijn echter ook generieke impactfondsen die zich mede op circulariteit richten. Een andere mogelijkheid voor beleggingen in private equity of debt is via een *fund-of-funds* structuur. Figuur 5 geeft visueel weer hoe deze vormen werken.

Visualisatie van een private equity of debt belegging



Figuur 5: Bron: Sustainable Finance Lab. De pijlen geven de geldstromen aan. Het is niet altijd het pensioenfonds zelf dat belegt, dat kan ook de vermogensbeheerder zijn

Zowel voor vroege fase venture capital, groeifase venture capital, private equity en private debt, is het aantal circulaire fondsen de afgelopen jaren gegroeid (Ellen MacArthur Foundation, 2020). Het aantal circulaire private equity en private debt fondsen is tussen 2016 en begin 2020 zelfs vertienvoudigd. Voorbeelden van fondsen zijn: European Circular Bioeconomy Fund (ECBF), Closed Loop Partners, Circularity Capital, Infinity Recycling en Polestar Capital Circular Debt Fund. Circulaire fondsen gericht op buy-outs zijn nog beperkter beschikbaar. Closed Loop Partners is een voorbeeld van een groot Amerikaans fonds gericht op de circulaire economie.

Closed Loop Partners

Closed Loop Partners is een Amerikaanse investeringsmaatschappij gericht op de circulaire economie. De grootte van het fonds bedraagt in 2022 \$530 miljoen. Ze doen zowel venture capital, groeifase private equity, *buy-out* private equity investeringen en project financieringen in infrastructuur projecten. Daarnaast hebben ze **The Center of the Circle Economy** opgezet. Hier faciliteren ze samenwerkingen tussen merken, investeerders, maatschappelijke organisaties en industrie experts. Hiermee kunnen ze op een efficiënte manier oplossingen identificeren, testen en opschalen. Er zijn bijvoorbeeld samenwerkingsverbanden opgezet om met alternatieven te komen voor *single-use* voedselverpakkingen en *single-use* plastic tasje. Grote organisaties als McDonalds, Walmart, Starbucks en Coco-Cola zijn actief betrokken. Startende en groeiende ondernemingen worden hier ook aan gekoppeld. Op deze manier worden gehele ketens geadresseerd (Closed Loop Partners, 2022, 2023).

Ook zijn er mogelijkheden om te beleggen in andere illiquide categorieën, zoals circulaire vastgoed (bijvoorbeeld houtbouw) of in infrastructuurprojecten (zowel directe investeringen als beleggingen in infrastructuurfondsen). Er zijn verschillende voorbeelden van pensioenfondsen die beleggen in deze illiquide categorieën.

Pensioenfondsen beleggen in biobased vastgoed

Bouwen met hout en andere biobased materialen is een circulaire oplossing die veel CO₂ uitstoot voorkomt en opslaat. Houtbouw is daardoor niet gevoelig voor transitie maatregelen zoals CO₂-beprijzing en daarmee op den duur goedkoper dan de reguliere bouw. Daarnaast biedt houtbouw de mogelijkheid om versneld woningen te bouwen door te werken met bouwpakketten. Tot slot biedt het lokaal telen van bouwmaterialen (zoals stro, vlas en reststromen uit de landbouw) een perspectief aan de landbouwsector voor de landbouwcrisis en het stikstofdossier. Beleggingen in houtbouw bieden pensioenfondsen zo financiële en maatschappelijke kansen (Syntrus Achmea Real Estate & Finance, 2021). Syntrus Achmea Real Estate & Finance heeft namens **PME pensioenfonds** belegd in een houtbouw herontwikkelingsproject waar leegstaand commercieel vastgoed in Roosendaal getransformeerd wordt naar 163 duurzame en betaalbare (levensloopbestendige) woningen. (PME pensioenfonds, 2022). Eind 2022 kocht Syntrus Achmea Real Estate & Finance namens **BPL Pensioen 213** woningen op de Binckhorst in Den Haag, waarbij deels gebruik wordt gemaakt van een houten constructie (project 'One Milky Way') (Syntrus Achmea Real Estate & Finance, 2022).

De Nederlandse pensioenpot is groot. Wereldwijd staat Nederland in 2021 op plek 5 met 2.100 miljard dollar pensioenvermogen. Relatief scoort Nederland nog hoger, de verhouding van het pensioenvermogen tot het BBP is 213%. Enkel Denemarken heeft een hogere verhouding (233%) (OECD, 2023). Nederlandse pensioenfondsen beleggen dus enorm veel geld. Illiquide beleggingen passen goed bij de lange termijn tijdshorizon van de Nederlandse pensioenfondsen. Toch alloceren Nederlandse pensioenfondsen een beperkt deel van hun portefeuille naar illiquide beleggingen.

Nederlandse pensioenfondsen belegden in het derde kwartaal van 2022 voor 8% in illiquide vastgoed (direct en niet-beursgenoteerd), 3% in infrastructuur en 7% in private equity (DNB, 2023b).⁶ De marktwaarde van de beleggingen in illiquide vastgoed is de laatste jaren gestegen, wat deels te verklaren is door de vastgoedprijzen. De afgelopen 10 jaar is er een langzame stijging te zien in investeringen in infrastructuur.⁷ Deze beleggingen worden met name door grotere pensioenfondsen gedaan (Exelerating, 2020). Ook voor private equity is er over de afgelopen 15 jaar een licht toenemende trend zichtbaar. De recente toename van de waarde private equity ten opzichte van de totale waarde van beleggingsportefeuilles, lijkt grotendeels het effect van dalende beurskoersen.⁸ Tussen de pensioenfondsen zijn verschillen zichtbaar in de allocatie naar verschillende activa categorieën. Over het algemeen zitten de grotere pensioenfondsen wat meer in illiquide beleggingen dan de meeste kleine en middelgrote pensioenfondsen (Exelerating, 2020). Grotere pensioenfondsen hebben vaak meer kennis en capaciteit in de organisatie voor het doen van illiquide beleggingen. Een categorie als private equity is bijvoorbeeld arbeidsintensief. De markt bestaat uit zeer veel fondsen en strategieën. Er is veel capaciteit nodig om het kaf van het koren te kunnen scheiden, en om het beheer van private equity *risk controlled* te kunnen uitvoeren en monitoren. Dit is met name een uitdaging voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen. Er zijn echter ook voorbeelden van kleinere en middelgrote pensioenfondsen die een relatief groot deel van hun allocatie in private equity hebben, zoals Pensioenfonds TNO. Pensioenfonds PostNL is een voorbeeld van een pensioenfonds dat belegt in private debt.

⁶ Deze data betreft het pensioenvermogen voor risico pensioenfondsen. Een deel van het pensioenvermogen is belegd voor risico deelnemers of is herverzekerd. Dit deel van het vermogen is niet meegenomen.

⁷ De DNB data laat geen infrastructuur data zien voor 2015. Beleggingen in infrastructuur waren tot en met het derde kwartaal van 2014 onderdeel van de beleggingscategorie vastgoed.

⁸ Recent zijn aandelenkoersen gedaald, waardoor de aandelenportefeuilles in waarde gedaald zijn en illiquide relatief meer waard werd.

Illiquide beleggingen bij middelgroot pensioenfonds

Pensioenfonds TNO heeft een belegd vermogen van ongeveer EUR 3,8 mld. Daarbij heeft het strategisch een target allocatie naar illiquide beleggingen van 23%. Een groot deel daarvan bestaat uit private equity (tussen de 5% en 10%; de feitelijke allocatie is op dit moment 15%) en private debt (5%). De overige categorieën zijn niet-beursgenoteerd vastgoed (2,5%) en hypotheek (7,5%). Pensioenfonds TNO kiest voor deze allocatie om meerdere redenen. Bij private equity wordt geïnvesteerd in kleinere bedrijven die zich bezighouden met innovaties en bedrijfsmodellen die oplossingen bieden voor de problemen van morgen. Private debt is voor Pensioenfonds TNO interessant omdat deze categorie profiteert van de disintermediatie bij de banken. Dit zorgt voor ruimte in de markt voor alternatieve aanbieders van vreemd vermogen. De verwachte rendementen en het risicoprofiel steken positief af bij het liquide alternatief (bedrijfsobligaties).

Wat aantrekkelijk is bij zowel private equity als private debt, is dat er fondsen geselecteerd kunnen worden die zich specifiek richten op de VN Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDGs) die passen bij het pensioenfonds. Zo zijn er private equity fondsen die zich specifiek bezighouden met bijvoorbeeld Gezondheid (ontwikkeling medicijnen, medische hulpmiddelen), Innovatie en Klimaat (technologieën die de CO₂-voetafdruk reduceren).

Pensioenfonds TNO heeft een externe adviseur, **Wilshire**, ingehuurd die hen ondersteunt bij het vormgeven van de private equity strategie, het selecteren van private equity fondsen en het monitoren van de portefeuille. Om voldoende tegenwicht te kunnen bieden aan de adviseur, en om het zicht op de markt te vergroten, heeft Pensioenfonds TNO daarnaast een Private Equity Committee ingesteld. Deze bestaat uit een kleine groep mensen uit zowel de private equity wereld als de pensioenfondswereld, met ruime ervaring met private equity beleggingen. Zij adviseren over zowel het beleid als ook over de investeringsvoorstellen. Uiteindelijk blijft het bestuursbureau verantwoordelijk voor het opstellen van de investeringsvoorstellen, maar door deze structuur zijn zij als middelgroot pensioenfonds in staat een relatief grote private equity portefeuille te kunnen managen.

Pensioenfonds PostNL belegt in private debt via Kempen

Pensioenfonds PostNL belegt in de European Direct Lending Pool van Kempen. Het totaal gecommitteerde vermogen van Pensioenfonds PostNL is €540 miljoen. De omvang (commitment) van deze direct lending pool is circa €580 miljoen. Naar verwachting zal dit in 2023 verder oplopen naar €1 miljard. Het merendeel hiervan is afkomstig van andere pensioenfondsen. Deze direct lending pool bevat leningen aan middelgrote Europese bedrijven die lastiger bij banken terecht kunnen voor financiering. Op deze manier kunnen middelgrote bedrijven in sectoren als de gezondheidszorg, software en consumentendiensten direct worden gefinancierd door pensioenfondsen. Dit type fondsen bieden grip om duurzaamheid verder te integreren. Het doel is om dit de komende jaren verder uit te bouwen.

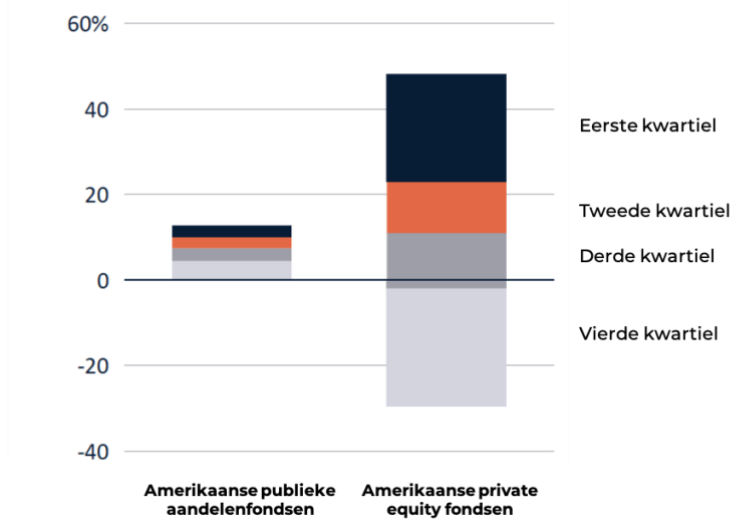
De huidige private equity allocatie van Nederlandse pensioenfondsen bestaat met name uit beleggingen in *buy-out* fondsen. Terwijl de grootste vraag naar kapitaal aan de venture capital en groeifase private equity kant zit. Venture capital (vroegfase en groeifase) wordt voor maar een klein deel gefinancierd door Nederlandse pensioenfondsen (NVP, 2023a; Techleap & NVP, 2021). Nederlandse pensioenfondsen hebben tussen 2016 en begin 2021 €220 miljoen geïnvesteerd in Nederlandse venture capital fondsen, dit is 0.012% van het totale Nederlandse pensioenvermogen (Techleap & NVP, 2021). In Nederland zijn zakelijke beleggers, private beleggers, *family offices* en overheidsinstanties de voornaamste beleggers in venture capital.

In vergelijking met internationale pensioenfondsen blijven Nederlandse pensioenfondsen achter met hun beleggingen in venture capital. In landen als de Verenigde Staten, de Scandinavische landen, Canada, Australië en Singapore wordt er meer in venture capital geïnvesteerd (Raad voor de Leefomgeving en Infrastructuur, 2022; Techleap & NVP, 2021).

Private equity investeerders worden vaak beticht van 'sprinkhanengedrag' en ze zouden een te korte termijnfocus hebben. Het faillissement van V&D heeft bijvoorbeeld voor negatieve publiciteit gezorgd. Een onderzoek in opdracht van het ministerie voor Financiën in 2017 concludeert dat dit vaak incidenten betreft en dat private equity (*buy-outs*) juist een bijdrage levert aan economische waardecreatie. Private equity heeft over het algemeen een positief effect op de groei en winstgevend van ondernemingen (Ligterink et al., 2017). Er zijn ook voorbeelden waar private equity voor negatieve effectoren zorgt zoals reorganisaties, hoge dividenduitkeringen en te weinig investeringen. Echter laat dit onverlet dat private equity waarde kan creëren en juist een middel kan zijn om impact te genereren en maatschappelijke transitie te faciliteren.

Private equity beleggingen hebben een hoger risicoprofiel, maar gemiddeld genomen ook een hoger rendement (InvestEurope, 2022). Figuur 6 laat dit in een grafiek zien voor Amerikaanse private equity fondsen ten opzichte van liquide beleggingen. De rendementen van private equity kunnen zeer uiteenlopen. Het is voor pensioenfondsen daarom belangrijk kritisch te zijn en gedegen onderzoek te doen.

Jaarlijkse rendementen van Amerikaanse private equity fondsen versus publieke beleggingsfondsen, per percentiel. Periode: 2013-2018



Figuur 6: Bron: Moonfare (2022)

Vanuit de gesprekken die we hebben gevoerd voor dit onderzoek lijkt er inmiddels wel meer interesse binnen pensioenfondsen te ontstaan voor venture capital en private equity, maar de allocaties blijven nog achter.

Private equity fondsen die zich specifiek richten op de circulaire economie worden beperkt gefinancierd door pensioenfondsen. Vergeleken met Nederlandse pensioenfondsen beleggen internationale pensioenfondsen wel meer in circulaire private equity fondsen, zoals bijvoorbeeld in het circulaire private equity fonds van Circularity Capital.

Internationale pensioenfondsen beleggen in circulair groeifase private equity fonds

Twee Britse, één Amerikaans en één Canadees pensioenfonds hebben geïnvesteerd in het Circularity European Growth Fund II ("CEGF II") van **Circularity Capital** van €215 miljoen. Dit private equity fonds richt zich specifiek op de circulaire economie (Circularity Capital, 2022a).

Deze internationale pensioenfondsen hebben de flexibiliteit om de *minimum ticket size* aan te passen. Dit heeft er toe geleid dat een aantal van deze pensioenfondsen een specifieke allocatie voor dit doel hebben gedefinieerd.

Hoe is het te verklaren dat Nederlandse pensioenfondsen nog maar beperkt kapitaal alloceren naar illiquide beleggingen of specifiek circulaire illiquide beleggingen? Wat zijn de belemmeringen en de mogelijkheden? Dat bespreken we in de volgende hoofdstukken.

3. DE EXTERNE KADERS

Dit hoofdstuk beschrijft de externe kaders waarbinnen pensioenfondsen opereren. Te beginnen met het Europese en nationale beleid voor de circulaire economie. Vervolgens wordt de Europese regelgeving op het gebied van duurzaamheid voor specifiek financiële instellingen beschreven en hoe de circulaire economie daarin terugkomt. Daarna gaat dit hoofdstuk in op de relevante regelgeving voor pensioenfondsen en de rol van de toezichthouder als het gaat om duurzaamheidsrisico's (waaronder lineaire risico's), allocaties naar illiquide beleggingen en de wensen van de pensioendeelnemer. Tot slot bespreken we wat het nieuwe pensioenstelsel mogelijk betekent voor illiquide beleggingen.

Steeds dwingender beleid om de circulaire transitie te versnellen

Zowel op Europees als op nationaal niveau komt er steeds meer beleid om de circulaire transitie te versnellen, zoals het Circular Economy Action Plan van de Europese Commissie (European Commission, 2020).

Het EU Circular Economy Action Plan

Het **Circular Economy Action Plan** is onderdeel van de Green Deal. Dit actieplan bevat 35 acties voor o.a. productontwerp, circulaire processen, duurzame consumptie en afvalvermindering gericht op de meest relevante ketens: elektronica en ICT, batterijen, verpakkingen, plastic, textiel, bouw, water en voedsel (European Commission, 2020). Deze acties zijn gebaseerd op de beleidsbenadering '*extended producer responsibility*', waarbij de producent ook verantwoordelijkheid draagt over het product na de levensduur. Een aantal ontwikkelingen en voorbeelden zijn:

- Productontwerp en levensduur: Hier wordt voortgeborduurd op de succesvolle 'Ecodesign' aanpak. De scope van de *Ecodesign* aanpak wordt uitgebreid en de vereisten voor producten worden aangevuld en aangescherpt (European Commission, 2022b) zodat producten duurzaam, makkelijk te repareren en onderhouden, herbruikbaar en energie efficiënt worden. Voor alle gereguleerde producten komen er productpaspoorten met informatie over de hele keten.
- Right-to-repair: Er ligt een voorstel voor een '*Right to repair*' initiatief. In dit voorstel worden producenten verplicht om reparatieservice aan te bieden, tenzij het duurder is dan het product vervangen. Voor consumenten worden reparaties aangemoedigd en makkelijker gemaakt. Consumenten hebben bijvoorbeeld straks het recht om reparaties te claimen bij de producent en er komen kwaliteitseisen voor reparatiediensten (European Commission, 2023b).
- Groene claims: Het EU consumentenrecht wordt aangescherpt om misleidende claims tegen te gaan en er komen richtlijnen voor duurzaamheidsclaims, de '*Green Claim Directive*' (European Commission, 2023a).
- In 2030 moeten alle verpakkingen recyclebaar of herbruikbaar zijn en is er statiegeldsystemen voor blik en flessen in de hele EU (European Commission, 2022a).

In het Nationaal Programma Circulaire Economie 2023-2030 beschrijft de Rijksoverheid een aantal maatregelen voor Nederland (Rijksoverheid, 2023). Denk bijvoorbeeld aan financiële prikkels voor levensduurverlenging van producten, een reparateursregister voor elektrische en elektronische apparaten, beleid op circulaire inkoop door de Nederlandse overheid, maatregelen rondom het scheiden van afval en een verkenning voor een primaire fossiele grondstofheffing. Dit nationale beleid zal zoveel mogelijk aansluiten bij het Europese beleid.

Er zijn ook mondiale beleidsontwikkelingen die tot een versnelling van de circulaire transitie dwingen. Naast het Klimaatakkoord van Parijs is in 2022 het Kunming-Montreal Biodiversiteitsakkoord gesloten. Dit akkoord heeft als streven om de biodiversiteit te herstellen in 2030 en als mensheid volledig in harmonie met de natuur leven in 2050. Dit betekent onder andere dat het uitsterven van bedreigde diersoorten gestopt moet zijn, en dat het tempo waarin alle soorten uitsterven minstens tien keer zo langzaam moet gaan. Eén van de doelen voor 2030 is dat minimaal 30% van de wereld beschermd natuurgebied moet zijn. Hieraan gerelateerd is er in 2023 in Europa een anti-ontbossingswet aangenomen zodat de productie en consumptie van goederen in Europa niet bijdraagt aan ontbossing elders in de wereld. Bedrijven moeten voortaan aantonen dat producten ontbossingsvrij zijn. Producenten van soja, koffie, cacao, rubber, hout,

vlees en palmolie zullen hier door geraakt worden, maar ook bedrijven die in hun keten gebruik maken van deze producten. Ook beleggers zullen kritisch hun portefeuilles moeten bekijken. De circulaire economie biedt een oplossing om efficiënter met land om te gaan doordat er minder grondstoffen gebruikt worden. De principes van een circulaire economie kunnen bijvoorbeeld toegepast worden op natuurlijke systemen en de voedingssector, zoals de overgang naar regeneratieve landbouw, het tegengaan van voedselverspilling en de transitie naar plantaardige eiwitten. Hierdoor kan de natuur herstellen.

Transparantie op circulariteit vereist van financiële instellingen

De financiële sector is onderhevig aan verschillende vormen van regelgeving op het gebied van duurzaamheid. Onderdeel van het Europese *Action Plan for Financing Sustainable Growth* zijn de EU Taxonomy, de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) (EFRAG, 2022; European Commission, 2018). Deze regelgeving heeft met name betrekking op rapportage vereisten voor pensioenfondsen, maar ook voor een deel van de bedrijven waar pensioenfondsen in beleggen.

Circulariteit komt aan bod in de EU Taxonomy, de SFDR en de CSRD (EFRAG, 2022; European Commission, 2018), wat waarschijnlijk de aandacht voor de circulaire economie gaat vergroten. Ook zal er naar verwachting meer data van de bedrijven in de portefeuille beschikbaar komen. Deze data kunnen pensioenfondsen bijvoorbeeld helpen om risico's van niet-circulaire ondernemingen in hun portefeuille te managen, of om te gebruiken als KPIs om circulaire performance te meten.

Echter zijn de ontwikkelingen op regelgeving gebied voor de financiële sector momenteel met name gefocust op transparantie, en minder op directe actie. De vraag is of deze ontwikkelingen op korte termijn veel effect gaan hebben. Ze zetten voornamelijk aan tot meer rapportages en transparantie, maar sturen nog niet direct naar een duurzaam beleggingsbeleid.

De EU Taxonomy is een raamwerk voor het classificeren van duurzame economische activiteiten. In de EU Taxonomy worden zes milieudoelstellingen beschreven, waar de transitie naar een circulaire economie er één van is. Circulaire activiteiten kunnen, zoals eerder al toegelicht, ook bijdragen aan één van de andere milieudoelstellingen, bijvoorbeeld '*climate change mitigation*'. Voor elk van deze milieudoelstellingen zijn 'technische screeningscriteria' vastgesteld die iets zeggen over in hoeverre een activiteit bijdraagt aan deze milieudoelstellingen. Voor de circulaire economie stellen deze (nog concept) criteria bijvoorbeeld dat een product gemaakt moet zijn om te hergebruiken, en dat de verpakking recyclebaar moet zijn (European Commission, 2023c). De circulaire economie komt ook terug in de '*Do No Significant Harm-criteria*' (DNSH-criteria). Om een

economische activiteit als duurzaam aan te merken mag deze geen schade toebrengen aan de milieudoelstellingen. Voor bijvoorbeeld klimaatmitigatie betekent dit dat een activiteit pas als groen geclassificeerd kan worden als ook is aangetoond dat deze activiteit niet schadelijk is voor de transitie naar een circulaire economie. De EU Taxonomy is van toepassing op financiële instellingen, waaronder pensioenfondsen, zelf, maar ook op de grotere bedrijven en dus een groot deel van de bedrijven waar pensioenfondsen in beleggen. De technische screening criteria en de DNSH-criteria zijn in grote mate van detail uitgewerkt voor verschillende sectoren, en zullen naar verwachting tot meer databeschikbaarheid en meer publieke aandacht voor duurzaamheid en dus de circulaire economie leiden (European Commission, 2022c; Regulation (EU) 2020/852, 2020).

De SFDR gaat over duurzaamheid gerelateerde informatieverstrekking voor specifieke financiële producten. Financiële markt deelnemers en adviseurs zijn vereist om te rapporteren over duurzaamheidsrisico's, en in hoeverre de beleggingen bijdragen aan duurzaamheidsdoelstellingen. In de definitie van een duurzame belegging wordt circulariteit niet expliciet genoemd (Regulation (EU) 2019/2088, 2019). Wel moet een Artikel 9 fonds⁹ rapporteren welk deel van het fonds overeenkomt met de EU Taxonomie waar de circulaire economie dus wel onderdeel van uitmaakt. De SFDR stelt ook dat beleggers moeten rapporten over 'Principal Adverse Impacts' (PAIs). PAIs referen naar de mogelijke negatieve effecten van duurzame keuzes. Investeerders moeten over de 14 verplichte PAIs rapporteren, en over minimaal twee van de 46 vrijblijvende PAIs. Gevaarlijk afval is een verplichte PAI. Verder zijn er nog een aantal vrijblijvende PAIs gedefinieerd die raken aan de circulaire economie, bijvoorbeeld breder over afval en over het gebruik van materialen (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288, 2022).

De CSRD is een rapportagerichtlijn waarin gesteld wordt dat bedrijven moeten rapporteren over de impact die zij hebben op planeet en maatschappij en over hoe zij geraakt worden door milieu en maatschappelijke issues (het 'dubbele materialiteit' concept). Er zijn verschillende standaarden (European Sustainability Reporting Standards, de ESRS) opgesteld, waaronder ook voor de transitie naar een circulaire economie. Bedrijven die binnen de scope van de CSRD vallen zijn bijvoorbeeld vereist om te rapporteren over hun circulaire strategie en beleid, maar ook over verschillende KPIs zoals de toename in circulair design, het aandeel circulair materiaalgebruik, afval management (EFRAG, 2022).

⁹ Artikel 9 producten zijn duurzame beleggingen; beleggingen die bijdragen aan een duurzaamheidsdoel en geen schade toedoen aan andere milieu of sociale doelstellingen. Deze beleggingen worden ook wel donkergroen genoemd.

De regelgeving stelt geen harde grenzen voor omvang illiquide beleggingen

De wettelijke kaders voor pensioenfondsen zijn de Pensioenwet, Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Besluit FTK), het Besluit uitvoering Pensioenwet, de Wet verplichte beroepspensioenregeling (Besluit Pw en Wvb) en de Wet financieel toezicht (Wft) (DNB, 2023a). Een aantal relevante aspecten van deze wetten en kaders worden hieronder kort benoemd.

Ten eerste bevat de regelgeving geen harde kwantitatieve limieten voor illiquide beleggingen. Een pensioenfonds kan echter ook niet ongelimiteerd beleggen in illiquide categorieën omdat een pensioenfonds liquiditeit nodig heeft om aan verplichtingen, zoals pensioenverplichtingen of *collateral* voor derivaten, te kunnen voldoen. Ook moeten beleggingen op niet-gereguleerde financiële markten tot een prudent niveau worden beperkt. En zijn er ook producten als obligaties nodig om renterisico's af te dekken. Er zal dus altijd naar een balans gezocht worden tussen liquide en illiquide beleggingen en naar een bepaalde mate van flexibiliteit. Ook is de buffer in het huidige pensioencontract niet altijd toereikend om meer illiquide beleggingen te doen omdat voor deze beleggingen meer buffer aangehouden moet worden. Dit kan intern voor pensioenfondsen een beperking geven. Vanuit de gesprekken die we gevoerd hebben lijkt het beeld in de markt te zijn dat het maximale aandeel illiquide beleggingen ongeveer 30% is. DNB toetst op risico's die pensioenfondsen nemen en de beheersing daarvan. Als er meer risicovol wordt belegd levert dat meer vragen en aandacht op van de toezichthouder. Daarnaast moet voor illiquide beleggingen een hogere buffer (het 'vereist eigen vermogen') aangehouden worden (Pensioenwet, 2007).¹⁰ Dit maakt beleggen in illiquide categorieën duurder en lastiger voor pensioenfondsen.

Liquide markten brengen ook risico's met zich mee

Illiquide beleggingen en specifiek ook in private markten leiden vaak tot extra vragen en aandacht van de toezichthouder. Er wordt door de toezichthouder minder gekeken naar de risico's rondom liquide beleggingen. Terwijl liquide beleggingen vaak volatieler zijn doordat ze meer gevoelig zijn voor markt sentiment (Connect Invest, 2021). Denk aan de hoge aandelen financiële titels voor 2008 en meer recent van de tech aandelen die recent hard onderuit zijn gegaan. Meer passieve beleggingen kunnen die volatiliteit ook vergroten, doordat passieve beleggers minder actief de onderliggende ondernemingen volgen waardoor de aandelenprijzen langer kunnen afwijken van hun daadwerkelijke waarde (Arts et al., 2020). Ook wordt er op liquide markten vaker gespeculeerd. Naar de toekomst kunnen klimaat- en lineaire risico's een probleem vormen bij brede liquide portefeuilles.

¹⁰ Voor de berekening van het vereiste eigen vermogen per risicofactor dient voor niet-beursgenoteerde aandelen in het standaardmodel bijvoorbeeld een scenariomethode met een schok van 40% te worden toegepast.

Ook lineaire risico's moeten beheerst worden

Ten tweede verplicht de Wet op het financieel toezicht (Wft) tot adequaat risico-beheer waaronder risico's gerelateerd aan milieu en klimaat, en sociale risico's (ESG-risico's) (Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen, 2006). Volgens onderzoek van DNB staat de Nederlandse financiële sector bloot aan de afhankelijkheid van kritieke grondstoffen. Zo hebben pensioenfondsen voor € 95 miljard geïnvesteerd in bedrijven die afhankelijk zijn van de levering van kritieke grondstoffen (DNB, 2021). Dit zijn lineaire risico's, de risico's die gepaard gaan met het blijven investeren in de lineaire economie (Ellen Macarthur Foundation, 2015; Ramkumar, et al., 2018). Een ander voorbeeld van een lineair risico is het effect van plasticvervuiling. Met toenemend nationaal en Europees beleid om de circulaire transitie te versnellen en met een veranderende consumentenvraag, zijn er ook serieuze transitierisico's. Dat kan financiële gevolgen hebben voor een pensioenfonds. Voorbeelden van deze risico's zijn: prijswolatiliteit van grondstoffen, mensenrechtenschendingen in de waardeketen (bijvoorbeeld in de *fast fashion* industrie, of in mijnen), een veranderende consumentenvraag, snel veranderend beleid. Deze risico's kunnen zich doorvertalen naar marktrisico's (gerelateerd aan grondstoffenprijzen en volatiliteit), operationele risico's (gerelateerd aan interne processen, of incidenten in de waardeketen), strategische bedrijfsrisico's of juridische risico's. Lineaire risico zullen dus, enkel al vanuit een financieel perspectief, realistischer moeten worden ingeschat. Hiervoor zullen risicomodellen aangepast moeten worden zodat ze zich meer op de toekomst richten.

Transitiescenario's kunnen hierbij helpen, zowel om de modellen aan te vullen met toekomstige informatie als om als extra verificatie te gebruiken naast de risicomodellen. De noodzaak van het beheersen van lineaire risico's wordt ook erkend in de Roadmap Circulair Financieren 2030 die opgesteld is door de Kopgroep Circulair Financieren onder het Platform voor Duurzame Financiering (Platform voor Duurzame Financiering, 2022). DNB neemt in haar toezicht ook ESG-risico's mee maar toetst nog niet actief op lineaire risico's.

Pensioendeelnemers vinden positieve impact steeds belangrijker

Ten derde stelt de Pensioenwet met de '*prudent person*' regel (Artikel 135) dat pensioenfondsen in hun beleggingsstrategie rekening dienen te houden met de voorkeuren van de deelnemers. (Pensioenwet, 2007). Onderzoek toont aan dat deelnemers het steeds belangrijker vinden dat beleggingen duurzaam zijn, zelfs als dat ten koste gaat van rendement (Bauer et al., 2021). Andere deelnemersonderzoeken laten een vergelijkbaar beeld zien. Pensioenfonds Detailhandel is een voorbeeld van een pensioenfonds dat actie heeft ondernomen aan de hand van de uitkomsten van het deelnemersonderzoek en nadrukkelijk de link tussen impact en private markten legt.

Pensioenfonds Detailhandel investeert in Polestar Capital

Pensioenfonds Detailhandel is een middelgroot pensioenfondsen met een beheerd vermogen van circa €30 miljard. Het heeft als doel ongeveer 1% van de portefeuille (300 miljoen euro) in private markten te alloceren aan directe impact investeringen. Dit zijn leningen aan ondernemingen met een meetbare positieve impact.

€100 miljoen is gecommitteerd aan het **Polestar Capital Circular Debt Fund** (PCDF) (PensioenPro, 2022). Polestar Capital is een Nederlandse impact investeerder die zich richt op het financieren van de transitie naar een duurzame economie. Het PCDF biedt leningen aan circulaire innovatieve ondernemingen zodat deze hun technologie en bedrijfsmodel op commerciële schaal kunnen bewijzen en reguliere investeerders vervolgens de verdere opschaling kunnen financieren. Invest-NL is één van de andere investeerders. Het fonds staat nog open voor andere investeerders (Polestar Capital, 2023).

Pensioenfonds Detailhandel heeft voor private debt gekozen omdat ze hier al ervaring mee hebben. Voor een eerder MKB-fonds was de governance structuur al aanwezig. PCDF sluit aan bij de strategie van pensioenfonds Detailhandel vanwege de focus op innovatie en omdat een aantal SDGs die het pensioenfonds na deelnemersonderzoek heeft geprioriteerd ook prioriteit zijn van PCDF. **Phenix Capital** heeft Pensioenfonds Detailhandel begeleid in het selectieproces door het in kaart brengen van potentiële fondsen, het komen tot een shortlist en inbreng van specifieke kennis op het gebied van impact investments.

Gevolgen nieuwe pensioenstelsel voor illiquide beleggingen beperkt

Het Nederlandse pensioenstelsel wordt de komende jaren ingrijpend vernieuwd. Afhankelijk van de precieze uitwerking kan dit de mogelijkheden om illiquide beleggingen te doen zowel vergroten als belemmeren.

Het nieuwe pensioenstelsel

In huidige pensioenstelsel staat de hoogte van de uitkering vast (uitkeringsovereenkomst). In het nieuwe pensioenstelsel staat de pensioenpremie (premieregeling) vast en doet het pensioenfonds niet langer een belofte over de hoogte van het pensioen. Je krijgt een eigen (of eigen claim op een collectieve) pensioenpot waar je premie belegd wordt. De premie gaat van variabel (was eerst leeftijdsafhankelijk) naar vast, en de hoogte van pensioen van vast naar variabel.

In het nieuwe stelsel kunnen de sociale partners kiezen tussen twee contracten: de **solidaire premieregeling** (collectief beleggen) en de **flexibele premieregeling** (individueel beleggen). De sociale partners maken de keuze voor het contract en pensioenfondsen zullen verder uitwerken hoe ze dit willen vormgeven. Uiterlijk 2027 gaat het nieuwe contract in.

In beide vormen wordt een persoonlijk pensioen opgebouwd en wordt het geld belegd. Het verschil tussen de twee vormen is dat in de solidaire contractvorm collectief belegd wordt op fondsniveau. Dit wordt vervolgens gealloceerd naar verschillende leeftijdscohorten. De individuele deelnemer heeft geen keuzevrijheid in het beleggingsprofiel. In de flexibele vorm hebben deelnemers meer vrijheid, ze kunnen dan kiezen tussen verschillende beleggingsprofielen indien het fonds die mogelijkheid aanbiedt.

Eenzijds geven de verschillende leeftijdscohorten (bij de solidaire premieregeling) meer ruimte voor risico's bij de jongere leeftijdscohorten. Verder vallen de vereiste buffers grotendeels weg waardoor ook meer ruimte kan ontstaan voor meer illiquide beleggingen. Ook kan er bij de flexibele premieregeling meer keuzevrijheid ontstaan bij individuele deelnemers wat wellicht meer ruimte voor illiquide beleggingen geeft omdat deelnemers steeds meer de wens lijken te hebben dat beleggingen duurzaam zijn. Daarnaast veranderen de herbalanceringsvereisten in het nieuwe contract mogelijk ook, waardoor dat minder dan in het huidige stelsel een belemmering vormt voor illiquide beleggingen. De doelallocatie op totaal-niveau gaat namelijk meebewegen met de bewegingen in de portefeuille, zodat er minder hoeft te worden bijgestuurd. Anderzijds brengen illiquide beleggingen ook onzekerheden met zich mee als het gaat om waarderingen en herbalanceringsvereisten. Ondanks dat de herbalanceringsvereisten versoepelen, betekent dit wel dat juist in de jongere leeftijdscohorten deze erg kunnen afwijken. De vraag is hoe pensioenfondsen en de toezichthouder daar mee om gaan. In het flexibele contract kunnen ook juist door de verschillende keuze opties beperkingen ontstaan op illiquide beleggingen omdat de potjes kleiner worden waardoor er minder kan worden gediversifieerd. Tot slot zullen pensioenfondsen in het nieuwe contract ook nog steeds blijven streven naar een stabiel pensioen, dus de vraag is of er veel ruimte zal zijn om de beleggingsmix aan te passen.

Al met al is het nog onduidelijk wat de precieze effecten van het nieuwe pensioenstelsel zullen zijn op de ruimte om meer illiquide te kunnen beleggen, en hoe dit afhangt van de keuze van het type premieregeling. Ook is er nog onduidelijkheid over de precieze uitwerking van het nieuwe pensioenstelsel en de mogelijkheden tot illiquide beleggingen. Hierdoor lijken pensioenfondsen de komende jaren, in de transitieperiode naar het nieuwe stelsel, terughoudend met grote aanpassingen in het beleggingsbeleid en de daarmee verhouding tussen liquide en illiquide beleggingen.

4. DE INTERNE KADERS

Dit hoofdstuk beschrijft de interne kaders van pensioenfondsen als het gaat om illiquide beleggingen en daarbinnen specifiek voor de circulaire economie. Eerst gaat het in op de manier waarop pensioenfondsen omgaan met lineaire risico's. Vervolgens bespreken we wat voor pensioenfondsen de mogelijkheden zijn om een positieve bijdrage te leveren aan de circulaire economie, juist ook met illiquide beleggingen. Daarna gaat dit hoofdstuk in op het interne strategische beleid en de wens van pensioenfondsbestuurders om impact te maken. De vertaling naar de strategische asset allocatie komt vervolgens aan bod.

Risicobeleid: de onderschatte lineaire risico's

Hoewel inmiddels breed in de pensioensector wordt erkend dat klimaatrisico's, natuur-gerelateerde risico's en sociale risico's moeten worden beheerst, is dat voor lineaire risico's nog veel minder het geval. Zoals in hoofdstuk 3 geschetst staan de Nederlandse pensioenfondsen echter wel bloot aan de risico's rondom grondstoffen schaarste en de transitierisico's die gepaard gaan met het beleggen in de lineaire economie. Een groep Nederlandse banken zet al eerste stappen in het meten van lineaire risico's.

Banken ontwikkelen samen lineaire risicomodellen

De **Kopgroep Circulair Financieren** onder het Platform voor Duurzame Financiering verbindt pioniers uit de financiële sector, toezichthouders en ministeries om circulair financieren de norm te maken in 2030. De werkgroep wil van de gebaande lineaire paden afwijken, barrières blootleggen en op lossen. De werkgroep hanteert een actie- en projectgerichte aanpak, waar de deelnemers zelf projecten kunnen initiëren. De kernwaarden zijn: doen, verbinden en anticiperen. De werkgroep is onderdeel van het Platform voor

Duurzame Financiering (Platform voor Duurzame Financiering, 2022) en pensioenfondsen zijn welkom om deel te nemen.

In 2022 is de Kopgroep Circulair Financieren samen met een aantal Nederlandse banken en andere betrokken organisaties gestart met het maken van een nieuw, alternatief, circulair kredietrisicomodel voor banken: een *Probability of Default* (PD) en een *Loss given default* (LGD) model voor circulaire *Product-as-a-Service* (PaaS) proposities. Sommige bedrijven en circulaire projecten zijn nog te nieuw en innovatief om voor bankfinanciering in aanmerking te komen. Maar er vallen ook bedrijven buiten de boot doordat banken met een lineaire bril naar circulaire bedrijven kijken: naar solvabiliteit, dekking en andere ratio's. De 16 belangrijkste risicofactoren zijn bepaald en daar is een eerste wegingen aan toegekend. Voor 100 PaaS bedrijven zal een model getest worden dat de gewogen risicofactoren samen met historische schattingen verbindt tot een *risk rating*. Het team bestaat uit een combinatie van verschillende expertise gebieden: experts op het gebied van bedrijfsfinancieringen, risicobeleid, modellering en modelvalidatie. De deelnemende organisaties zijn: ABN Amro, Rabobank, ING, Invest-NL en RiskQuest. Het project wordt voorgezeten door Copper8 en Circular Finance Lab.

De wens om impact te maken met illiquide beleggingen

Naast het mitigeren van hun lineaire risico's, kunnen pensioenfondsen ook vanuit een maatschappelijk impact perspectief beleggen in het versnellen van de circulaire transitie. Zo kunnen Nederlandse pensioenfondsen lange termijn rendementen realiseren voor hun deelnemers, en kunnen zij bijdragen aan de levensvatbaarheid van de sector waarin hun deelnemers actief zijn.

Maar hoe kan een pensioenfonds de meeste impact maken? Hiervoor bestaan verschillende strategieën. Ten eerste wordt er vaak gekeken naar ESG-risico's en doen vrijwel alle pensioenfondsen aan engagement. Dit wordt met name gedaan voor publieke aandelenportefeuilles.

Dutch engagement network

Het **Dutch engagement network** is een samenwerkingsverband van drie pensioenfondsen (Pensioenfonds Horeca & Catering, Pensioenfonds Detailhandel en Ahold Delhaize Pensioen) die de dialoog aangaan met grote beursgenoteerde ondernemingen over de circulaire economie, specifiek afval.

In het engagement proces worden doelstellingen gesteld, bijvoorbeeld gericht op het percentage van het materiaal dat recyclebaar is. Het idee is om daarna ook doelen te stellen op het reduceren en recyclen van afval.

Daarnaast kan engagement op bestaande grote bedrijven zich ook richten op het aanmoedigen van investeringen in startende en groeiende ondernemingen, of op het creëren van een markt voor deze startende en groeiende ondernemingen door bijvoorbeeld afnemer te worden van de producten.

Engagement strategieën kunnen succesvol zijn, en vaak zit in liquide portefeuilles het meeste kapitaal gealloceerd. Maar als pensioenfondsen ben je wel maar één van de vele aandeelhouders waardoor de impact vaak beperkt is. Als het pensioenfonds het aandeel niet koopt dan stappen andere investeerders wel in. Een oplossing hiervoor kan zijn om meer gezamenlijk op te trekken (Dimson et al., 2015) in het engagement proces. Net zo is daarom het verkopen van aandelen (*divestment*) maar beperkt effectief (Berk & Van Binsbergen, 2021; Broccardo et al., 2020; Kölbl et al., 2020). *Divestment* heeft wel een belangrijk signalerende werking, ook richting beleidsmakers.

Steeds meer pensioenfondsen kijken voor het maken van impact daarom naar hun illiquide beleggingen. Dit vanuit de gedachte dat pensioenfondsen met illiquide beleggingen echt het verschil kunnen maken, daadwerkelijke verandering realiseren. Met illiquide beleggingen kunnen juist de maatschappelijke transitie gefinancierd worden. Ook bieden illiquide beleggingen andere kansen zoals een goede match met de lange termijn horizon van een pensioenfonds, toegang tot een illiquiditeitspremie, diversificatiemogelijkheden en minder volatiliteit ten opzichte van liquide markten.

Het financieringsgat van de circulaire economie is het grootste bij ondernemingen in de vroege en groeifase, waardoor je als pensioenfonds juist daar de impact kan realiseren en kan helpen de circulaire transitie te versnellen. Deze beleggingen zijn hard nodig, maar ontslaan pensioenfondsen niet van hun verantwoordelijkheid om daarnaast ook hun negatieve impact te verminderen in bestaande beleggingen.

Binnen pensioenfondsen is er steeds meer bewustwording over bredere maatschappelijke impact, en meer aandacht voor gefocust en lange termijn beleggen. Binnen pensioenfondsbesturen lijkt ook interesse te zijn voor impactbeleggingen. Uit onderzoek van VBDO blijkt dat 57% van pensioenfondsen beleggen in impact in illiquide markten (VBDO, 2022). Dit kunnen infrastructuur beleggingen zijn in bijvoorbeeld wind- en zonneparken, duurzame vastgoed beleggingen of duurzame private equity of debt beleggingen. Echter, er wordt in de studie niets gezegd over de hoeveelheid kapitaal die hierin geïnvesteerd wordt. In hoofdstuk 2 hebben we gezien dat deze allocaties vaak nog klein zijn.

De voornaamste reden voor impactbeleggingen is de strategie van een pensioenfonds op een bepaald thema (VBDO, 2022). Er lijkt meer aandacht voor eigen identiteit en een (impact) strategie die aansluit bij het deelnemersbestand en

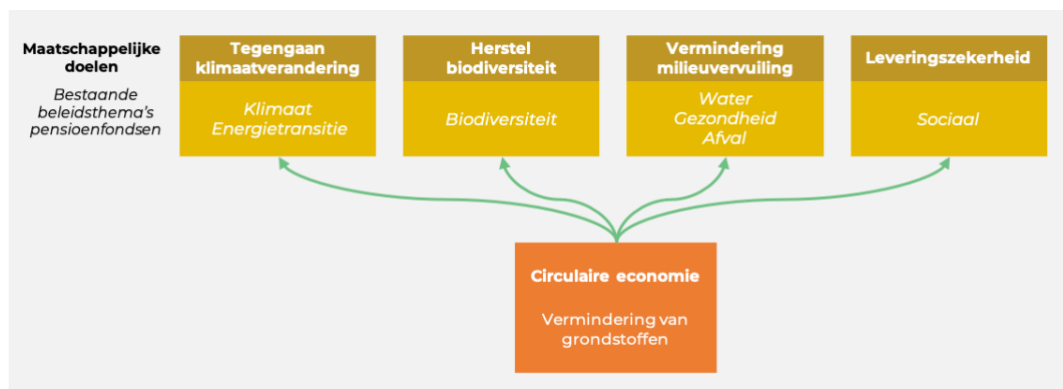
de voorkeuren van de deelnemers. Ook ontstaat er binnen pensioenfondsen steeds meer een voorkeur voor het steunen van de benodigde transitie op lokaal niveau, in Nederland of bijvoorbeeld Noord-Europa. Het energietransitie fonds van ABP (ANET) is een voorbeeld van een beleggingsfonds dat is opgericht om directe lokale impact te realiseren.

ABP Nederlands Energietransitiefonds (ANET)

In 2019 is het ABP Nederlands Energietransitiefonds (**ANET**) opgericht voor investeringen in relatief kleine en innovatieve projecten en ondernemingen in Nederland en Europa gericht op de opwekking, opslag en verspreiding van energie. Het doel is snelgroeiende bedrijven en projecten te ondersteunen met een goed rendement op de lange termijn. ANET verschaft zowel start- als groeikapitaal. Er is €250 miljoen beschikbaar waarvan tot nu toe €95 miljoen is geïnvesteerd (ABP, 2022, 2023).

Echter wordt circulariteit door pensioenfondsen nog niet vaak als expliciet thema benoemd. De aandacht lijkt nu meer te liggen op klimaat, sociale thema's als fysieke en financiële gezondheid en biodiversiteit (VBDO, 2022). Een aantal pensioenfondsen hebben het VN Duurzame Ontwikkelingsdoel (SDG) 12, verantwoorde consumptie en productie, wel toegevoegd als één van de belangrijke SDG doelen om mee te nemen in beleid. Dat terwijl het realiseren van een circulaire economie een belangrijk onderdeel is van het behalen van klimaatdoelstellingen en verbeteren van de biodiversiteit, wat door pensioenfondsen wel als belangrijke thema's worden gezien. Figuur 7 geeft schematisch weer hoe de circulaire economie bijdraagt aan verschillende maatschappelijke thema's en aan beleids-thema's bij pensioenfondsen (PBL, 2023).

Circulaire economie ten opzichte van maatschappelijke opgaven en beleidsthema's pensioenfondsen



Figuur 7: Bron: Sustainable Finance Lab. Gebaseerd op Figuur 1 in PBL (2023)

PME en PMT zijn voorbeelden van pensioenfondsen die de circulaire economie als expliciet thema hebben opgenomen.

PME en PMT beleggen in de circulaire economie

Voor **PME** en **PMT** is de circulaire economie een expliciet impactthema waarin de komende jaren verder in belegd zal worden. PME en PMT hebben ieder per eind 2022 €113 miljoen aan impactinvesteringen in de circulaire economie gedaan. PME en PMT beleggen in het ARA Fund I en ARA Fund II. ARA Partners richt zich op *buy-outs* van kleine ondernemingen en op industriële groei investeringen die bijdragen aan een circulaire economie en/of CO2 reductie in Europa en Amerika. Naast een beoogd goed rendement ondersteunen deze beleggingen de doelstellingen om bij te dragen aan recycling en de energietransitie. De KPIs die binnen dit thema worden gebruikt om impact te meten zijn het aantal ton CO2 besparing en het aantal ton gerecycled afval.

Naast het rekening houden met de wensen van de deelnemers, en de consistentie met de eigen strategie zou een pensioenfonds ook kunnen kijken naar waar het meeste impact gerealiseerd kan worden. Is dat niet juist daar waar andere investeerders niet ook zouden instappen (zoals bijvoorbeeld bij het financieren van duurzame energie vaak het geval is) en waar je als pensioenfonds juist het verschil kan maken? Additionaliteit is één van de criteria die vaak gebruikt wordt voor impact beleggingen: de belegging heeft positieve verandering gerealiseerd wat anders zonder de belegging niet gelukt zou zijn. Impact beleggingen vereisen een goed begrip van wat een impact belegging is, hoe het past bij de (lange termijn) strategie en hoe impact dan vervolgens gemeten kan worden.

Pensioenfondsen hebben nadrukkelijk een wens om meer impact te maken, maar hoe vertaalt dit zich door naar het strategisch beleggingsbeleid? Hiervoor is begrip nodig vanuit het bestuur en is het belangrijk dat een pensioenbestuur een heldere lange termijnvisie ontwikkelt.

Ruimte voor illiquide beleggingen in de strategische asset allocatie

Pensioenfondsen kijken steeds vaker naar illiquide markten om impact te maken, ook op circulair gebied. Tegelijkertijd zagen we dat illiquide beleggingen een klein en stabiel deel van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen uitmaken. Welke ruimte hebben pensioenfondsen om dit aandeel te laten groeien? Welke raamwerken en keuzes kunnen worden herzien?

Zoals in hoofdstuk 3 beschreven stelt de wet of toezichthouder geen harde kwantitatieve grenzen aan de maximale allocatie naar illiquide beleggingen.

Er zijn wel beperkingen aan de hoeveelheid dat naar illiquide gealloceerd kan worden. Nu zit dit percentage rond de 15% en historisch gezien was dit zelfs lager. Er zijn pensioenfondsen met hogere allocaties, bpfBOUW en Pensioenfonds TNO hebben bijvoorbeeld een allocatie van rond de 30% (bpfBOUW, 2022). Dit hangt wel sterk samen met het karakter van het fonds, sommige fondsen beleggen bijvoorbeeld veel in vastgoed.

De allocatie naar verschillende beleggingscategorieën wordt vastgesteld in de *Asset Liability Management* (ALM) studie. Deze allocatie staat vervolgens voor zo'n drie jaar vast. In de ALM studie wordt de verhouding tussen de *matching* en *return* portefeuille vastgesteld, dit gaat over de verdeling tussen vastrentende (bijvoorbeeld staatsobligaties), zakelijke waarden (bijvoorbeeld aandelen en vastgoed) en de renteafdekking (bijvoorbeeld rentederivaten). Vervolgens wordt binnen de zakelijke waarden portefeuille een verdeling gemaakt naar beleggingscategorieën, en wordt er verder invulling gegeven aan deze beleggingscategorieën. Bijvoorbeeld de verdere verdeling naar mandaten, de verhouding tussen illiquide en liquide beleggingen en de rendementseisen. Tegenover hogere risico's moet een hoger rendement staan. Een relatief hoge allocatie naar illiquide assets vereist relatief grote bandbreedtes voor herbalancerings in de strategische asset allocatie. Dit om te voorkomen dat je als pensioenfonds illiquide beleggingen moet verkopen als de marktwaarde van liquide categorieën verandert. Maar het vereist ook sturing in de samenstelling van de liquide portefeuille, om ervoor te zorgen dat er liquide beleggingen beschikbaar zijn die op de illiquide beleggingen lijken qua risicoprofiel zodat er een liquide alternatief beschikbaar is om te verkopen als dat voor herbalancing noodzakelijk is.

De strategische asset allocatie en de ALM studie hebben vaste kaders en eisen. Voor rendementseisen wordt bijvoorbeeld gebruik gemaakt van historische data en worden benchmarks gezocht, maar dit is vaak niet mogelijk bij illiquide beleggingen. Zeker voor nieuwe circulaire private fondsen waar geen historische data voor is kan dit een probleem vormen. Ook worden door het gebruik van historische data de duurzaamheidsrisico's vaak onderschat.

Illiquide beleggingen zijn over het algemeen complexer, minder transparant en niet flexibel genoeg gezien in vergelijkingen met liquide beleggingen. Ook zijn pensioenfondsen soms huiverig om meer illiquide beleggingen te doen omdat het beeld heerst dat de toezichthouder hier niet achter staat. En ook omdat deze bij een mogelijke overname (bijvoorbeeld door een andere institutionele belegger) niet altijd overgenomen worden, of niet snel genoeg verkocht kunnen worden. Dit geldt eerder voor kleinere pensioenfondsen dan grotere. Grotere pensioenfondsen kunnen juist vanwege hun volume meer impact maken.

Pensioenfondsbestuurders hebben vaak beperkt de tijd om een pensioenfonds te besturen. Bij veel kleinere pensioenfondsen zijn bestuurders maar één dag per week met het pensioenfondsbestuur bezig. Hierdoor laten ze veel over aan hun vermogensbeheerder. Bij de vermogensbeheerder is niet altijd voldoende aandacht voor duurzaamheidsonderwerpen breder dan klimaat. Grotere fondsen, die vaak een eigen bestuursbureau hebben, kunnen meer invloed uitoefenen op hun vermogensbeheerder om verandering te realiseren. Voor kleinere pensioenfondsen is die mogelijkheid er vaak niet.

Het lijkt er echter op dat pensioenfondsen ruimte hebben om meer te beleggen in illiquide categorieën als ze dit intern goed vormgeven, het goed kunnen onderbouwen en bereid zijn hogere buffers aan te houden. Deze buffers vervallen grotendeels in het nieuwe pensioenstelsel. Pensioenbesturen hebben ruimte om keuzes te maken. Als er sprake is van een dekkingstekort is er minder ruimte om strategisch risico te vergoten, maar als dat niet het geval is er ruimte om te schuiven in allocaties, zolang het prudent is en past bij de risicohouding van deelnemers.

Afstand tussen circulaire fondsen en pensioenfondsen

Private equity en private debt brengen vaak additionele complexiteiten met zich mee. Hiervoor is specialistische kennis nodig. Met name kleinere pensioenfondsen hebben vaak niet de capaciteit en de kennis om meer in impactfondsen of circulaire fondsen te beleggen. Het is zeker in alternatieve beleggingscategorieën lastig om een beleggingsteam te bouwen. Bij kleinere pensioenfondsen sturen portfolio managers vaak meerdere beleggingscategorieën aan, terwijl er juist specialistische kennis nodig is. Maar ook grote fondsen doen nog weinig op het gebied van private equity en private debt. Adviseurs kunnen helpen het proces te begeleiden en de monitoren van de portefeuille uit te voeren.

Advisering circulaire impactfondsen

Een voorbeeld van een adviseur is **Phenix Capital**. Zij beheren een impact database met meer dan 2,400 impactfondsen wereldwijd. De Impact Database helpt onder andere MN, PGGM en de IFC bij het alloceren naar impactfondsen. Daarnaast biedt Phenix Capital advies aan vermogensbeheerders en pensioenfondsen, *family offices*, banken en verzekeraars over het inrichten van hun impactportefeuille (Phenix Capital Group, 2023).

Ook zijn de kosten van private fondsen hoger dan van beleggingen in de meeste publieke markten. Bij private fondsen is er vaak een beheervergoeding van 2%. Zodra het rendement op fondsniveau boven een bepaald percentage komt, wordt de winst 20%/80% verdeeld. De fondsmanager krijgt 20% van deze overwinst, en het pensioenfonds 80%. De totale kosten bestaan dus uit de management fee en

20% van de overwinst. Nederlandse pensioenfondsen lijken zwaarder aan deze kosten te tillen dan hun buitenlandse collega's. In de media wordt regelmatig naar deze hoge beheer- en prestatievergoedingen verwezen en er worden ook regelmatig Kamervragen over gesteld. Het beeld is dat tegenover de hoge kosten niet altijd een voldoende hoog rendement staat (InvestEurope, 2022). Naast de beheer- en prestatievergoedingen zijn pensioenfondsen vaak nog kosten kwijt aan het inhuren van specialistische kennis. De kosten van circulaire impactfondsen zijn vaak vergelijkbaar met reguliere private fondsen. Voor (circulaire) impactfondsen zijn hogere kosten echter vaak nodig om de kosten voor het opzetten van een nieuw fonds in een nieuwe markt te dekken.

Specifiek voor private equity of private debt hebben pensioenfondsen vaak te maken met andere eisen zoals een *minimum ticket size*. Hierdoor zijn niet alle (circulaire) fondsen belegbaar voor pensioenfondsen, omdat ze niet groot genoeg zijn. Kleinere tickets leveren ook relatief meer kosten op door de vereiste *due diligence* werkzaamheden. Pensioenfondsen zouden meer kunnen samenwerken om beleggingen mogelijk te maken.

Samenwerking pensioenfondsen via Collective Action

Collective Action (CA) is een impact investeringsplatform voor private markten. CA investeert zelf, maar begeleidt ook institutionele investeerders in het opbouwen van hun impact private equity portefeuilles. CA focust op zes thema's: klimaatoplossingen, voedsel & landbouw, circulariteit, onderwijs en gezondheid. Binnen elk thema heeft CA het beleggingsuniversum in kaart gebracht. Inzichten worden gedeeld met institutionele investeerders waarbij deelnemende beleggers ook onderling hun eigen ervaringen delen. CA faciliteert ook de samenwerking tussen investeerders door samenwerkingsverbanden te vormen rond een bepaald impact thema of een fondsmanager, en dan als groep gezamenlijk te investeren. Hiermee wordt het risico verlaagd en zijn de implementatiekosten lager.

Ook hebben pensioenfondsen vaak een voorkeur, of zelfs vereisten, als het gaat om managers met een bewezen *trackrecord*. We zien dat enkele Nederlandse pensioenfondsen voor specifiek private impact beleggingen dergelijke uitzonderingen maken.

MN maakt impactbeleggingen in circulaire economie mogelijk

Voor circulaire impactbeleggingen zijn ervaren managers en fondsen met een lang *trackrecord* nog niet voorhanden. Dit brengt risico's met zich mee die zoveel mogelijk gemitigeerd dienen te worden. PME en PMT hebben **MN** aangesteld als vermogensbeheerder om dergelijke managers te selecteren. MN heeft op basis van een speciaal hiervoor opgezet impactkader toegestane uitzonderingen gemaakt op haar reguliere beleggingscriteria om circulaire beleggingen mogelijk te maken, bijvoorbeeld als het gaat om het vereiste *trackrecord*, of ontbrekende zaken of processen bij de manager van het eerste fonds. Als voorwaarde om dit soort beleggingen te doen vereist MN dan bijvoorbeeld wel dat de manager mogelijk ontbrekende zaken of processen op korte termijn alsnog inregelt. Tevens is MN met haar ruime beleggingservaring op het gebied van private equity en impact in staat de managers namens PME en PMT te helpen om goede lange termijn institutionele partners te worden.

Vaak hebben pensioenfondsen de voorkeur om in een tweede of derde fonds te beleggen. Echter komen deze fondsen niet altijd naar de markt, omdat dezelfde investeerders als in het eerste fonds vaak weer benaderd worden. En vaak stellen pensioenfondsen ook andere institutionele eisen aan een fonds, bijvoorbeeld als het gaat om rapportages zoals vereist binnen de SFDR.

5. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Dit hoofdstuk beschrijft onze conclusies voor Nederlandse pensioenfondsen als het gaat om private circulaire beleggingen. Bij elke belemmering die wij hebben gevonden geven wij ook aanbevelingen hoe hiermee om te gaan als pensioenfonds, toezichthouder, vermogensbeheerder en de Pensioenfederatie.

Een noodzakelijke transitie die onvoldoende op gang komt

De transitie naar een circulaire economie is een noodzakelijke transitie om binnen de planetaire grenzen te blijven. De circulaire transitie is noodzakelijk om doelen rond klimaat, biodiversiteit en gezondheid te realiseren. Op Europees en nationaal niveau komt beleid op gang. Dit zal de economie ingrijpend gaan veranderen de komende jaren. Echter loopt de financiering van de circulaire economie achter, met name van de startende en groeiende ondernemingen.

Pensioenfondsen kunnen het verschil maken

Pensioenfondsen kunnen middels hun beleggingsbeleid een belangrijke bijdrage leveren aan de noodzakelijke versnelling van de circulaire transitie. Dit is zowel nodig om de lineaire risico's te beheersen als om de door de deelnemers gewenste positieve impact te realiseren.

Alle beleggingscategorieën bieden hier mogelijkheden toe. Maar private fondsen zijn in het bijzonder interessant omdat deze steun bieden waar deze het hardste nodig is, aan een onmisbaar onderdeel van de transitie: de startende en groeiende ondernemingen. Hier kunnen pensioenfondsen het verschil maken. Al een kleine verschuiving kan een effect hebben, gegeven dat nu 0.012% van het pensioenvermogen in venture capital fondsen zit. Bovendien bieden circulaire private fondsen ook toegang tot een illiquiditeitspremie en diversificatie-mogelijkheden.

Daarbij hebben pensioenfondsbestuurders de komende jaren veel aan hun hoofd. Vanwege de implementatie van het nieuwe pensioenstelsel, maar ook vanwege

veel nieuwe duurzaamheidsgerelateerde regelgeving. Het is echter belangrijk om vast te stellen dat enkel uitvoering geven aan deze nieuwe regelgeving, die vooral gericht is op het vergroten van transparantie, niet hoeft te leiden tot het verminderen van lineaire risico's en het maken van positieve impact. Daarvoor zijn aanvullende acties van pensioenfondsbestuurders nodig.

Er zijn kansen voor pensioenfondsen om via beleggingen in circulaire private fondsen de transitie naar een circulaire economie te versnellen, maar er zijn ook reële belemmeringen.

Belemmeringen

We hebben de volgende belemmeringen geïdentificeerd:

1. Onvoldoende focus voor en handhaving op de lineaire risico's
2. Onvoldoende aandacht voor de impact agenda en daarbinnen de circulaire economie en illiquide beleggingen
3. Hoge kosten en complexiteit van private fondsen
4. Onvoldoende beschikbaarheid geschikte circulaire private fondsen
5. Beperkte capaciteit en samenwerking bij pensioenfondsen

Deze belemmeringen blijken niet onoverkomelijk. Ook kleinere en middelgrote pensioenfondsen weten nu al het verschil te maken voor circulaire ondernemers door te beleggen in circulaire private fondsen. Het blijkt dat met een heldere visie en strategie, met de wil om daadwerkelijke verandering te realiseren, het mogelijk is als pensioenfonds de transitie naar een circulaire economie te versnellen. Zeker als ook andere spelers zoals de Pensioenfederatie, de vermogensbeheerder, de circulaire private fondsen en de toezichthouder hun rol hierin oppakken. Wat deze acties van de verschillende betrokken partijen zijn beschrijven we hieronder bij de aanbevelingen.

Aanbevelingen

Per belemmering doen we aanbevelingen over hoe om te gaan met deze belemmering als pensioenfonds, toezichthouder, vermogensbeheerder en de Pensioenfederatie.

1. **Onvoldoende focus en handhaving op de lineaire risico's**

Lineaire risico's zijn nieuw en krijgen binnen pensioenfondsen nog onvoldoende aandacht. Deze lineaire risico's kunnen fysieke risico's zijn als gevolg van de beperkte transitie, zoals grondstoffenschaarste of de gevolgen van een toenemende hoeveelheid afval. Maar ook transitierisico's zijn belangrijk. Met name bedrijven die nog lineair werken kunnen geraakt worden door bijvoorbeeld de gevolgen van veranderende regelgeving, een veranderende markt vraag of reputatierisico's.

Na klimaatrisico's wordt er wel aan gewerkt om de expertise op te bouwen om lineaire risico's te meten, analyseren en beheersen. Totdat dat in voldoende mate gebeurt worden de risico's van beleggingen in lineaire ondernemingen of projecten onderschat. Daardoor lijken de risico's van beleggingen in circulaire ondernemingen ook relatief hoger dan ze zijn. Ook de toezichthouder neemt in haar toezicht lineaire risico's nog niet actief mee. Lineaire risico's kunnen zich daardoor blijven opbouwen en circulaire beleggingen komen er ongunstiger uit vanuit een risico/rendement perspectief.

Aanbeveling voor pensioenfondsen:

- **Meet, analyseer en beheers de lineaire risico's.** Bouw expertise op en pas de risicomodellen aan, zodat ze zich meer op de circulaire toekomst richten. Maak bijvoorbeeld gebruik van circulaire transitie scenario's en van de data die beschikbaar komen over beleggingen om lineaire risico's en impact te meten. Ontwikkel een strategie voor het beheersen van deze risico's.

Aanbeveling voor de toezichthouders:

- **Zie actief toe op lineaire risico's.** Neem lineaire risico's mee in het ESG-risico spectrum en houdt actief toezicht op lineaire risico's, zowel de fysieke en als de transitierisico's. Spreek hier expliciet verwachtingen over uit richting pensioenfondsen.

44

2. Onvoldoende aandacht voor de impact agenda en daarbinnen de circulaire economie en illiquide beleggingen

Impact staat steeds hoger op de agenda van pensioenfondsbesturen. Toch is deze in veel gevallen nog volop in ontwikkeling.

Ook wordt de circulaire economie nog beperkt als thema gezien binnen pensioenfondsen. Er is nog weinig aandacht voor de mogelijkheid van de circulaire economie om klimaat en biodiversiteitsdoelstellingen te halen. Daarnaast is er beperkte specialistische kennis binnen pensioenfondsen om circulariteit goed te begrijpen en te meten.

Daarbij wordt nog maar beperkt gealloceerd naar illiquide categorieën. Sommige bestuurders willen het simpel houden, en er is vaak onvoldoende tijd om zich te verdiepen in de mogelijkheden om illiquide beleggingen te doen.

De strategische asset allocatie en de ALM studie hebben vaste kaders en eisen waar de circulaire transitie geen rol in speelt. Deze kaders laten zich lastig herzien. Zo wordt er veel gebruik gemaakt van historische data en worden er

benchmarks gezocht voor rendementseisen, terwijl dit niet altijd mogelijk is bij circulaire illiquide beleggingen.

Aanbevelingen voor de pensioenfondsen:

- **Doe onderzoek naar voorkeuren van deelnemers wat betreft impact** en vertaal deze in het beleggingsbeleid.
- **Ontwikkel een visie op hoe de circulaire economie** past bij de impact voorkeuren van het pensioenbestuur en de deelnemers bij thema's als afval, klimaat, gezondheid, biodiversiteit en sociaal.
- **Ontwikkel een visie op de rol van illiquide beleggingen voor de impact agenda** zoals vastgoed, infrastructuur en startende en groeiende ondernemingen.
- **Maak deze beleggingen mogelijk in de strategische asset allocatie en de ALM studie.** Neem een eventuele gewenste verhoging van illiquide beleggingen mee als uitgangspunt bij de ALM studie. Werk ook met de driehoek van risico (inclusief lineair), rendement en impact. En durf afstand te nemen van de huidige methodologieën rondom benchmarks, rendementseisen, en het gebruik van historische data. Werk bijvoorbeeld met een combinatie van verschillende liquide alternatieven, of stel een eigen waarderingsmodel op. Of accepteer als bestuurder dat de investering een mate van onzekerheid meebrengt en werk met deze onzekerheid.

Aanbevelingen voor de toezichthouders:

- **Ga uit van 'dubbele materialiteit' in toezicht.** Kijk niet alleen naar duurzaamheidsrisico's die van buitenaf op het pensioenfonds afkomen, maar ook naar het maken van impact en daarmee het reduceren van risico's op systeemniveau.
- **Beoordeel of de voorkeuren van deelnemers goed in kaart zijn gebracht en vertaald in beleid.**
- **Heb ook oog voor de risico's van liquide markten.** Het pensioenfondsbestuur moet de risico's in alle beleggingscategorieën beheersen. Daarom is het goed dat hierop wordt toegezien bij illiquide beleggingen. Tegelijkertijd mist nu vaak een vergelijkbaar kritisch oog op liquide beleggingen. Dat terwijl ook daar specifieke risico's zich kunnen opbouwen.

Aanbeveling voor de vermogensbeheerder:

- **Ontwikkel kennis op circulaire impactbeleggingen** en help pensioenfondsen deze beleggingen mogelijk te maken.

3. **Hoge kosten en complexiteit van private fondsen**

Private beleggingen kennen een eigen complexiteit en brengen hogere kosten met zich mee. Het vereist daarom specifieke kennis in de organisatie om hierin op verantwoorde wijze te kunnen beleggen. Pensioenfondsen hebben vaak beperkte kennis beschikbaar over private markten en over de circulaire economie. Daardoor hebben met name kleinere pensioenfondsen vaak niet de capaciteit en de kennis om in impactfondsen of circulaire fondsen te beleggen.

Daarnaast is er binnen Nederlandse pensioenfondsen veel aandacht voor beleggingskosten. Private fondsen brengen hogere kosten met zich mee waarvan het beeld is dat daar tegenover niet altijd een voldoende hoog rendement staat.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Bouw kennis en expertise op over private markten,** over private circulaire fondsen en over de circulaire economie. Grotere pensioenfondsen hebben meer ruimte om deze kennis en expertise intern op te bouwen. Voor kleine en middelgrote pensioenfondsen kunnen adviseurs het proces en het monitoren van de portefeuille begeleiden.
- **Beoordeel de kostenstructuur van fondsen integraal** door te kijken naar risico (ook ESG), rendement en impact. Kijk of tegenover hogere risico's en kosten ook een hoger rendement en/of impact staat.

4. **Onvoldoende beschikbaarheid geschikte circulaire private fondsen**

Ondanks de sterke groei van circulaire private fondsen vinden pensioenfondsen het aanbod nog beperkt. Ook zijn niet alle fondsen belegbaar voor elk pensioenfonds.

Zo vormt schaalgrootte een probleem. De fondsen zijn niet altijd groot genoeg voor pensioenfondsen, en voldoen daarmee niet aan de *minimum ticket size* die pensioenfondsen stellen. Kleinere tickets leveren ook relatief hogere beheerkosten op. Ook gaat het om een nieuwe markt waarop relatief veel managers met een beperkt *trackrecord* actief zijn, terwijl pensioenfondsen een voorkeur hebben (of zelfs eisen) voor fondsen of managers met een bewezen *trackrecord*.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Kies een passende vorm van beleggen in private fondsen.** Voor grotere fondsen zijn fondsen die zich voor 100% richten op de circulaire economie een mogelijkheid. Voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen kan de logische route zijn om een breder fonds te kiezen. Daarnaast kunnen *fund-*

of-funds structuren een mogelijkheid bieden voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen om ook met een kleinere inleg voldoende diversificatie te bereiken.

- **Heroverweeg of maak uitzonderingen bij andere bestaande eisen,** zoals de minimale omvang van een belegging of de aanwezigheid van een *trackrecord* bij een private equity belegging.

5. **Beperkte capaciteit en samenwerking bij pensioenfondsen**

Pensioenfondsen werken nog beperkt samen om van elkaar te leren en zo beleggingen mogelijk te maken. Dit kan via werkgroepen of andere samenwerkingsverbanden. De Pensioenfederatie zou een faciliterende rol kunnen vervullen.

Aanbevelingen voor pensioenfondsen:

- **Werk samen met andere pensioenfondsen om ervaringen te delen en kennis te ontwikkelen.** Het een plek geven in het beleggingsbeleid van circulaire private fondsen, van lineaire risico's tot ALM tot de eigenlijke belegging, is een leerproces. Leer daarbij ook van en met elkaar. Een voorbeeld van zo een kennisdeling platform is de Kopgroep Circulair Financieren onder het Platform voor Duurzame Financiering. Pensioenfondsen kunnen deelnemen aan deze werkgroep en/of gezamenlijke met andere pensioenfondsen. Ook kunnen pensioenfondsen van internationale pensioenfondsen leren als het gaat om het aanpassen van de *minimum ticket size* of uitzonderingen maken voor de eisen over de *trackrecord* van fondsen en hun management.
- **Zoek de samenwerking op met andere pensioenfondsen en publieke investeerders** als Invest-NL en verken hoe gezamenlijk beleggingen mogelijk zijn. Als je als pensioenfonds een kleiner ticket investeert en je weet dat grotere partijen instappen, dan kun je als klein fonds meedoen met monitoring en rapportages. Ook kan het vanuit reputatie oogpunt aantrekkelijker zijn om als pensioenfonds samen met andere pensioenfondsen het risico te nemen om in een nieuwe markt te stappen.

Aanbeveling voor de vermogensbeheerder:

- **Ondersteun de samenwerking tussen kleine en middelgrote pensioenfondsen rondom de circulaire economie,** ook als dat buiten het eigen productaanbod valt.

BIJLAGE: OVERZICHT BETROKKENEN

Gevoerde gesprekken

- Omar Abdellaoui, De Nederlandsche Bank
- Elisa Achterberg, Circular Finance Lab
- Stan Bertram, PGGM
- Vincent van Bijleveld, Finance Ideas
- Guido Braam, Powered by Meaning
- Arian Borgers, Philips Pensioenfonds
- Jamie Butterworth, Circularity Capital
- Ryanne Cox, De Nederlandsche Bank
- Jaap van Dam, PGGM
- Lars Dijkstra, Van Lanschot Kempen
- Gillian Gaillaert, PGGM
- Henk Groot, Pensioenfonds Detailhandel
- Ingrid Hulshoff, Syntrus Achmea Real Estate & Finance
- Jeroen Kelder, Infinity Recycling
- Mart Keuning, ABP
- Davey Kho MN
- René van de Kieft, Pensioenfonds PostNL
- Ben Kramer, Anthos Fund & Asset Management
- Annette van de Krogt, Achmea IM
- Isabel Lieverse, Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
- Michiel Leuvensteijn, Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
- Xenia Loos, XS investments & Collective Action
- Dirk Meulenman, Phenix Capital
- Iris Nonneman, De Nederlandsche Bank
- Henk Raddar, Collective Action
- Sebastiaan Ranner, MN
- Hans de Ruiter, Pensioenfonds TNO
- Peter van den Tol, MN

- Christiaan Tromp, IPFOS
- Guido Vessaz, Pensioenfonds ING
- Anne Mieke van der Werf, Invest-NL
- Felix Zwart, NVP

Klankbordgroep

- Will-Jan Jacobs, Pensioenfederatie
- Daan van Kassel, Polestar Capital
- Mark Overman, Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat
- Daan Spaargaren, PME pensioenfonds

Meelezers

- Anne Gram, SPIL
- René van de Kieft, SPIL
- Karen Maas, SPIL & SFL
- Dirk Schoenmaker, SFL
- Alfred Slager, SPIL

REFERENTIES

ABP. (2022). *ABP jaarverslag 2021*. <https://jaarverslag.abp.nl/abp-jaarverslag-2021.pdf>

ABP. (2023). *Hoe we helpen de energietransitie te versnellen*. <https://www.abp.nl/over-abp/actueel/nieuws/2022/september/hoe-we-helpen-de-energietransitie-te-versnellen>

Achterberg, E., Hinfelaar, J., & Bocken, N. (2016). *Master Circular Business with the Value Hill*. <https://www.circonl.nl/resources/uploads/2019/11/value-hill-white-paper.pdf>

Arts, L., Broeders, D., & Loman, H. (2020). *Passief beleggen vergroot volatiliteit op financiële markten*. https://esb.nu/passief-beleggen-vergroot-volatiliteit-op-financiele-markten/4luagjusk2iiqxi_v4cgas63wba/

Bauens, T., Meees, R., Gerardts, M., Van Dune, J., Friedl, H., Von Daniels, C., Teurlings, C., Brasz, M., Henry, M., Hekkert, M., & Kirchherr, J. (2019). *Disruptors: How Circular Start-ups Can Accelerate the Circular Economy Transition*.

Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976-4043. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab037>

Berk, J. B., & Van Binsbergen, J. H. (2021). The Impact of Impact Investing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3909166>

Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen, (2006). <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020871/2023-01-01>

Bike Club. (2023). *Bike Club Subscription kids bikes exchange as they grow*.
<https://bikeclub.com/>

Bode, N., Buchel, S., Diercks, G., Lodder, M., Loorbach, D., Notermans, I., van Raak, R., & Roorda, C. (2019). *Staat van Transitie: Dynamiek in Mobiliteit, Klimaatadaptatie en Circulaire Economie*. DRIFT, Erasmus Universiteit Rotterdam.
[https://drift.eur.nl/app/uploads/2020/02/Staat-van-Transitie-Dynamiek-in-](https://drift.eur.nl/app/uploads/2020/02/Staat-van-Transitie-Dynamiek-in-Mobiliteit-Klimaatadaptatie-en-Circulaire-Economie.pdf)

[Mobiliteit-Klimaatadaptatie-en-Circulaire-Economie.pdf](https://drift.eur.nl/app/uploads/2020/02/Staat-van-Transitie-Dynamiek-in-Mobiliteit-Klimaatadaptatie-en-Circulaire-Economie.pdf)

bpfBOUW. (2022). *Jaarverslag 2021 bpfBOUW*.
<https://www.bpfbouw.nl/content/dam/bpfbouw/documents/pdf/Jaarverslag%202021%20bpfBOUW.pdf>

Broccardo, E., Hart, O., & Zingales, L. (2020). *Exit vs. Voice* (Nr. w27710; p. w27710). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w27710>

Circle Economy. (2020). *The Circularity Gap report The Netherlands*.
<https://www.circularity-gap.world/netherlands>

51

Circle Economy. (2021). *Circularity Gap Report 2021*. <https://www.circularity-gap.world/2021>

Circle Economy. (2023). *Circularity Gap Report 2023*. <https://www.circularity-gap.world/2023#download>

Circularity Capital. (2022a). *Circularity Capital closes world's largest specialist circular economy private equity fund*.
<https://circularitycapital.com/news/2022/4/26/circularity-capital-successfully-closes-worlds-largest-specialist-circular-economy-private-equity-fund>

Circularity Capital. (2022b). *Circularity Capital invests in Bike Club*.
<https://circularitycapital.com/news/2022/5/18/circularity-capital-invests-in-bike-club>

Closed Loop Partners. (2022). *Accelerating a Circular Future—Closed Loop Partners 2022 Impact Report*. https://www.closedlooppartners.com/wp-content/uploads/2023/03/Closed-Loop-Partners-Impact-Report-2022_1.pdf

Closed Loop Partners. (2023). *Closed Loop Partners*.
<https://www.closedlooppartners.com/>

Connect Invest. (2021). *Liquidity In Finance: What You Need to Know*.
<https://www.connectinvest.com/resources/blogs/liquid-vs-illiquid-assets/>

Deetman, S. P. (2021). *Stock-driven scenarios on global material demand: The story of a lifetime*. <https://hdl.handle.net/1887/3245696>

Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active Ownership. *Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>

DNB. (2021). *Op weg naar duurzame balans*. <https://www.dnb.nl/media/4pvluhoc/rapport-op-waarde-geschat-duurzaamheidsrisico-s-en-doelen.pdf>

DNB. (2023a). *Gids voor de beheersing van klimaat- en milieurisico's*. <https://www.dnb.nl/media/e4pnb4dy/gids.pdf>

DNB. (2023b). *Belegd vermogen voor risico pensioenfondsen*. <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/belegd-vermogen-voor-risico-pensioenfondsen/dataset/ce25fdaa-83ad-4299-98dd-04afc07ce9d3>

Ecorys and TNO. (2021). *Bijdrage circulaire economie aan de klimaatopgave—Beleidsmaatregelen en actualisatie kwantificering reductie broeikasgas*. <https://open.overheid.nl/repository/ronl-7a30b03b-416e-4ee7-91af-c8c73f8b592f/1/pdf/eindrapport-circulaire-economie-klimaatopgave-tno-ecorys.pdf>

EFRAG. (2022). *Draft ESRS E5 Resource use and circular economy*. <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F12%2520Draft%2520ESRS%2520E5%2520Resource%2520use%2520and%2520circular%2520economy.pdf>

Ellen MacArthur Foundation. (2015). *Achieving 'growth within'*. <https://ellenmacarthurfoundation.org/achieving-growth-within>

Ellen MacArthur Foundation. (2019). *Completing the picture: How the circular economy tackles climate change*. <https://ellenmacarthurfoundation.org/completing-the-picture>

Ellen MacArthur Foundation. (2020). *Financing the circular economy—Capturing the opportunity*. <https://ellenmacarthurfoundation.org/financing-the-circular-economy-capturing-the-opportunity>

Regulation (EU) 2019/2088, (2019). <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

Regulation (EU) 2020/852, (2020). <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288, (2022).
http://data.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj

European Commission. (2022a). *Proposal for a revision of EU legislation on Packaging and Packaging Waste*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0677>

European Commission. (2022b). *Proposal on making sustainable products the norm*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022DC0140&qid=1649112555090>

European Commission. (2023a). *Green Claims Directive*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2023%3A0166%3AFIN>

European Commission. (2023b). *Proposal for a Directive on common rules promoting the repair of goods*.
https://commission.europa.eu/document/download/afb20917-5a6c-4d87-9d89-666b2b775aa1_en?filename=COM_2023_155_1_EN_ACT_part1_v6.pdf

European Commission. (2023c). *Text of the draft Environmental Delegated Act and amending the Disclosures Delegated Act*. https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-environmental_en.pdf

European Commission. (2018). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*.
https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en

European Commission. (2020). *Circular economy action plan*.
https://environment.ec.europa.eu/strategy/circular-economy-action-plan_en

European Commission. (2022c). *EU taxonomy for sustainable activities*.
https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

European Investment Advisory Hub, EuroPlus, Consortium and Rebel Group. (2019). *Design of an investment platform for circular economy projects in the Netherlands*.

Exelerating. (2020). *Top 10 grootste pensioenfondsen van Nederland in 2020*.
<https://exelerating.com/nl/insights/top-10-pensioenfondsen/#positie10>

Grover. (2023). *Grover*. <https://www.grover.com/nl-nl>

Hebinck, A., Diercks, G., von Wirth, T., Beers, P. J., Barsties, L., Buchel, S., Greer, R., van Steenberghe, F., & Loorbach, D. (2022). An actionable understanding of societal transitions: The X-curve framework. *Sustainability Science*, 17(3), 1009-1021. <https://doi.org/10.1007/s11625-021-01084-w>

InvestEurope. (2022). *The Performance of European Private Equity Benchmark Report 2021*. <https://www.investeurope.eu/research/performance-data/>

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554-574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>

Ligterink, J. E., Martin, J. K., Boot, A. W. A., Phalippou, L., & Cools, K. (2017). *Private equity in Nederland: Een stakeholder-perspectief*. <https://dare.uva.nl/search?identificator=f0e475f6-a3bc-436b-8a39-cbc12f1192f9>

Moonfare. (2022). *Private Equity Basics in 6 Charts*. <https://www.moonfare.com/blog/private-equity-basics-in-6-charts>

NVP. (2023a). *Data onderzoek fondsenwerving*. <https://nvp.nl/feiten-cijfers/marktcijfers/fondsenwerving/>

NVP. (2023b). *Over Participatiemaatschappijen*. <https://nvp.nl/over-participatiemaatschappijen/ppm/>

OECD. (2019). *Global Material Resources Outlook to 2060: Economic Drivers and Environmental Consequences*. OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264307452-en>

OECD. (2023). *Pension markets in focus 2022*. <https://www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm>

PBL. (2019). *Doelstelling circulaire economie 2030—Operationalisering, concretisering en reflectie*. <https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/pbl-2019-policy-brief-doelstelling-circulaire-economie-2030-3551.pdf>

PBL. (2022). *Hoe kan circulaire-economiebeleid bijdragen aan de klimaatdoelstelling?* <https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/pbl-2022-hoe-kan-circulaire-economiebeleid-bijdragen-aan-de-klimaatdoelstelling-4947.pdf>

PBL. (2023). *Integrale Circulaire Economie Rapportage 2023*. <https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/pbl-2023-icer-2023-4882.pdf>

PensioenPro. (2022). *Pensioenfonds Detailhandel steekt €100 mln in circulaire economie*. <https://pensioenpro.nl/pensioenpro/30051123/pensioenfonds-detailhandel-steekt-100-mln-in-circulaire-economie>

Pensioenwet, (2007).

Persson, L., Carney Almroth, B. M., Collins, C. D., Cornell, S., De Wit, C. A., Diamond, M. L., Fantke, P., Hassellöv, M., MacLeod, M., Ryberg, M. W., Søggaard Jørgensen, P., Villarrubia-Gómez, P., Wang, Z., & Hauschild, M. Z. (2022). Outside the Safe Operating Space of the Planetary Boundary for Novel Entities. *Environmental Science & Technology*, 56(3), 1510-1521. <https://doi.org/10.1021/acs.est.1c04158>

Phenix Capital Group. (2023). *Phenix Capital Group*. <https://phenixcapitalgroup.com/>

Platform voor Duurzame Financiering. (2022). *De financiële sector als aanjager van de circulaire transitie. Roadmap Circulair Financieren 2030*. <https://www.dnb.nl/media/3dwdcic1/20220204-pdf-finance-roadmap-nl.pdf>

PME pensioenfonds. (2022). *Eerste houtbouwproject van PME pensioenfonds in Roosendaal*. <https://www.pmepensioen.nl/nieuws/2022-herontwikkeling-syntrus-achmea>

Polestar Capital. (2023). *Polestar Capital Circular Debt Fund*. <https://www.pcdf.nl/>

Raad voor de Leefomgeving en Infrastructuur. (2022). *Financiering in transitie: Naar een actieve rol van de financiële sector in een duurzame economie*. https://www.rli.nl/sites/default/files/advies_financiering_in_transitie_-_def.pdf

Ramkumar, S., Kraanen, F., Plomp, R., Edgerton, B., Walrecht, A., Baer, I., & Hirsch, P. (2018). *Linear risks*. https://assets.website-files.com/5d26d80e8836af2d12ed1269/5de8eff3bbf4da023e254ea4_FINAL-linear-risk-20180613.pdf

Rijksoverheid. (2023). *Nationaal Programma Circulaire Economie 2023-2030*. <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/beleidsnotas/2023/02/03/nationaal-programma-circulaire-economie-2023-2030>

Rijksoverheid. (2021). *Nederland circulair in 2050*. <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/circulaire-economie/nederland-circulair-in-2050>

Royal HaskoningDH. (2023). *Meting circulaire bedrijvigheid*.
https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/eindrapport_meting_circulaire_bedrijvigheid_2022.pdf

Royal HaskoningDHV and KPlusV. (2023a). *Circulair financieren deel 1: De vraag naar financiering voor het circulaire mkb in Nederland*.
<https://open.overheid.nl/documenten/ronl-ddfbc705f3d3fe911d7df2143059bbf73a9eb84b/pdf>

Royal HaskoningDHV and KPlusV. (2023b). *Circulair financieren deel 2: Het aanbod van financiering voor het circulaire mkb in Nederland*.
<https://open.overheid.nl/documenten/ronl-d37e6598d90c190526ecf5378c8e234cafc6e1b3/pdf>

Royal HaskoningDHV and KPlusV. (2023c). *Circulair financieren deel 3: Financieringsoplossingen voor het circulaire mkb in Nederland*.
<https://open.overheid.nl/documenten/ronl-9a3f26b51eeb18e4e65b8d15d7c6db2b1589f761/pdf>

Royal HaskoningDHV and KPlusV. (2023d). *Circulair financieren Hoofdrapportage*.
<https://open.overheid.nl/documenten/ronl-9714e5da5dd2a68dee204aa46d2c1b82adba2388/pdf>

Stockholm Resilience Center. (2023). *Stockholm Resilience Center: Planetary boundaries*. <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries.html>

Syntrus Achmea Real Estate & Finance. (2021). *Houtbouw, een gezonde belegging*.
https://www.syntrus.nl/-/media/syntrus/documenten/nieuws/houtbouw_boekje.pdf

Syntrus Achmea Real Estate & Finance. (2022). *Syntrus Achmea tekent voor eerste belegging BPL Pensioen in houtbouw*. <https://www.syntrus.nl/nieuws/syntrus-achmea-tekent-voor-eerste-belegging-bpl-pensioen-in-houtbouw>

Techleap & NVP. (2021). *The untapped potential of Dutch venture capital, why pension funds should size the moment*.

United Nations Environment Programme & International Resource Panel. (2019). *Global Resources Outlook 2019: Natural Resources for the Future We Want*.
<https://wedocs.unep.org/20.500.11822/27517>

VBDO. (2022). *Pension Funds and Impact Investing 2022 Time to move the needle*.
https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2022/11/Pension-Funds-and-Impact-Investing-2022_web.pdf

Wang-Erlandsson, L., Tobian, A., van der Ent, R. J., Fetzer, I., te Wierik, S., Porkka, M., Staal, A., Jaramillo, F., Dahlmann, H., Singh, C., Greve, P., Gerten, D., Keys, P. W., Gleeson, T., Cornell, S. E., Steffen, W., Bai, X., & Rockström, J. (2022). A planetary boundary for green water. *Nature Reviews Earth & Environment*, 3(6), 380-392.
<https://doi.org/10.1038/s43017-022-00287-8>

