



VAKBROEDERS

ARNOLD & TONKO GAST

OVER DE KUNST VAN HET BELEGGEN

PAGINA 6-9

**STRATEGEN ZETTEN IN OP
OPKOMENDE MARKTEN**
PAGINA 37-38

**ADVIES WORDT STRAKS ECHT
A HELL OF A JOB**
PAGINA 16-17

**RECESSIE OP DE LOER IN DE
VERENIGDE STATEN**
PAGINA 41-43



“Als datagedreven accountants doen wij alles het liefst in één keer goed.”

Robèrt Molenaar - Witlox Van den Boomen

Laat data voor u werken

Wilt u net zoals de accountants van Witlox Van den Boomen direct juiste bedrijfsinformatie in uw systeem?

Profiteer ook van Webservices van Company.info:

- Nooit meer oude, onvolledige of dubbele data in uw systeem
- Altijd snelle en foutloze invoer van klantgegevens
- Efficiënt en datagedreven werken

Laat data voor u werken en doe succesvol zaken met uw relaties.

Ga naar companyinfo.nl/proef
en probeer gratis

 **COMPANY.INFO**
Data die ter zake doet

VOORWOORD

Geachte lezer, het Fondsnieuws-magazine dat wij u bij deze presenteren, is subject van een grondige wijziging. Aanleiding vormen de voortdurende veranderingen in de wereld in het algemeen en in de beleggingswereld in het bijzonder. In 2008, het oprichtingsjaar van ons platform, richtten wij ons op de beleggingsadviseurs bij de grootbanken. Maar onder invloed van de kredietcrisis en de furie van toezichthouders die erop volgde, is de rol van de adviseur drastisch veranderd. Hij is niet langer 'in control' bij de samenstelling van de klantportefeuille. Dat is bij de banken nu het domein van de investment offices. Daar vindt men de product- en beleggingsspecialisten die de assetallocatie bepalen en de fondsen en trackers selecteren die als bouwstenen dienen voor de advies- en beheerportefeuilles voor klanten met een specifiek risicoprofiel.

De investment offices van de banken professionaliseren in hoog tempo en kijken daarvoor met een scherp oog naar de institutionele wereld, waar beleggingen expliciet in dienst staan van de langetermijndoelstellingen van klanten. Die praktijk waait over naar de particuliere markt. De reden is dat het tijdperk van collectieve pensioenarrangementen voorbij is. Pensioenfondsen zijn te complex geworden. Onder druk van de wetgever en de toezichthouder(s) beweegt de markt van het zogenoemde 'defined benefit' naar het 'defined contribution'-model. Vroeger wist je wat je kreeg, nu weet je slechts wat je inlegt. Pensioenopbouw wordt daardoor steeds meer een zaak van het individu en dat zal de markt dramatisch veranderen.

Als medium dat dagelijks over deze markt bericht, bewegen wij met deze ontwikkelingen mee. Fondsnieuws zal zich sterker gaan richten op de gevolgen van de samensmelting van wholesale en institutionele wereld, op de langeretermijndoelstellingen van klanten die men tracht te verwezenlijken en op de strategieën en producten die daarvoor worden ingezet.

Dit magazine krijgt bovendien meer dan voorheen een aantal vaste ankerpunten. Nieuwe specialisten, die met een been in de praktijk van de beleggingswereld staan (of hebben gestaan), zullen schrijven over terugkerende thema's als actief en passief beleggen, duurzaamheid, vermogensregie, wet- en regelgeving (Mifid II) en de vertaling van macro-economische visie naar beleggingsstrategie. Ook gaan we meer aandacht besteden aan thema's als portfolioconstructie en assortimentsbeleid. Wat goed is, blijft natuurlijk. Dat geldt voor het wisselende themagedeelte, voor de interviews met kopstukken uit de sector en voor de duiding van ontwikkelingen in markten en sectoren.

We nodigen u uit: neem een duik in dit nieuwe magazine. De veranderingen zullen geleidelijk gaan. Wij zijn meer van de evolutie, dan van de revolutie, al wordt die opvatting niet door iedereen gedeeld. Ervaren beleggers en historici weten dat dat een tragisch, persoonlijk misverstand is. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR EN MEDEOPRICHTER VAN FONDSNIEUWS. WILT U REAGEREN OP (ARTIKEL)EN IN) DIT MAGAZINE, MAIL DAN NAAR CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Patrick Beijersbergen, Hans Betlem, Jeroen Boogaard, Bruno de Haas, Paul van der Kwast, San Lie, Iris van de Looij, Harm Luttikhedde, Martijn Mom, Paul Mouwes, Auke Plantinga, Anton Reijjinga, Annette van Soest, Joan Veldkamp.

Sales

Thijs Pessers (pessers@fdmediagroep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en bovendien onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts €249 (excl. btw) per jaar. Voor een overzicht van alle mogelijkheden ga naar www.fondsnieuws.nl/abonnementen.

FONDSNIEUWS

Fondsnieuws is een initiatief van de FD Mediagroep dat zich richt op beleggingsstrategieën en vermogensregie.

De inhoud van dit magazine dient nadrukkelijk niet te worden opgevat als beleggingsadvies.

Het volgende magazine verschijnt op 19 april 2017.

INHOUD



VAKBROEDERS & DE KUNST VAN HET BELEGGEN

PAGINA 6-9

FOTO: PETER STRELITSKI

HACKERS ZIJN ONZE GROOTSTE VIJAND

Digitale veiligheid staat steeds hoger op de agenda bij bedrijven en overheden. Het is een groeiende markt die honderden miljarden dollars groot is. Voor beleggers is het echter nog een terra incognita.

PAGINA 26-27



ADVIES WORDT A HELL OF A JOB

Steeds minder Nederlanders maken gebruik van de diensten van een beleggingsadviseur. Nieuwe Europese regelgeving kan deze trend mogelijk verder versterken.

PAGINA 16-17



DE CHINESE DRAAK VALT NIET

Het is het wonder van China: al jaren wordt de ineenstorting van de economie voorspeld omdat het land gebukt gaat onder torenhoge schulden. En toch gebeurt dit niet.

PAGINA 34-35



EN VERDER

'INDEXBELEGGEN BLIJFT SUBOPTIMAAL'

De opkomst van passief beleggen stelt actieve beleggers voor een groot aantal uitdagingen, maar biedt ook kansen.

PAGINA 10-11

GEOPOLITIEK: HET ZWARTE GAT VAN DE BELEGGER

Geopolitieke risico's zijn terug op het wereldtoneel. Hoe neem je deze risico's mee bij het bepalen van de assetallocatie?

PAGINA 14-15

IS BELEGGEN IN BELEGGER EEN GOED IDEE?

Als je beleggen moet overlaten aan professionals, zou je zeggen dat beleggen in de beste fondshuizen ook lucratief is.

PAGINA 23-24

THEMAGEDEELTE OVER OBLIGATIES

Aandacht voor de stijgende inflatie en rente op obligaties, bedrijfsobligaties, inkomstenbeleggen en meer.

PAGINA 41-49

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN	13
COLUMNS.....	19/50
VERMOGENSREGIE.....	20-22
POST UIT.....	30
DUURZAAMHEID.....	32-33
THEMA.....	41-49

Allianz Structured Return

Een unieke absolute return strategie met bewezen resultaten



Optie- en volatiliteitstrategieën zijn voor beleggers historisch gezien altijd goede diversifiers geweest door de relatief lage correlatie met aandelen en obligaties.

Al ruim 11 jaar bewijst Allianz Global Investors dat het genereren van consistente, absolute rendementen mogelijk is door te investeren in liquide opties op de voornaamste Amerikaanse aandelenindices (S&P, Nasdaq en Russell). De strategie, sinds kort ook verkrijgbaar voor Nederlandse beleggers via het Luxemburgse Allianz Structured Return fonds, kan de bouwsteen zijn voor uw beleggingsportefeuille die zorgt voor betrouwbare, stabiele rendementen.

De strategie zal te allen tijde beschermd zijn tegen een sterke marktdaling door gekochte putopties. Tegelijkertijd wordt rendement gemaakt door optiepremies te oogsten door het verkopen van combinaties van put- en callopties. Een uniek, systematisch risicobeheer waarborgt dat de strategie een volatiliteit heeft die vergelijkbaar is met obligaties.



Rendementsdoel: 4%–6%

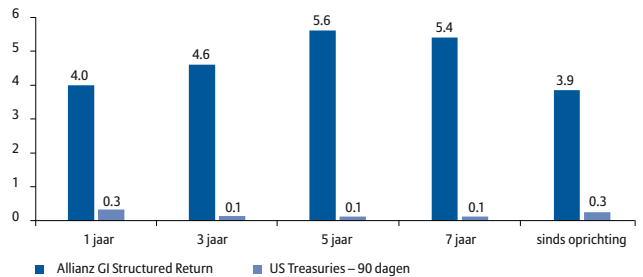


Volatiliteitsdoel: 3%–4%



Geen management fee

AllianzGI Structured Return-composite, na kosten, per 31 december 2016



Dit is de naar activa gewogen gemiddelde performance van alle portefeuilles in de composite van de Structured Return-strategie. De performance van de composite wordt uitsluitend ter illustratie getoond. De prestaties van de diverse beheerde fondsen lopen uiteen.

Woordenlijst – Long puts: een optiestrategie waarin putopties worden gekocht ter bescherming tegen een koersdaling van het onderliggende aandeel of de onderliggende index. Optiepremie: de inkomsten die een belegger ontvangt die een optiecontract 'schrijft' (verkoopt aan een andere partij). Beleggen is een risico. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. De standpunten en meningen, die zonder aankondiging gewijzigd kunnen worden, zijn die van de uitgevende instelling ten tijde van publicatie. De gegevens zijn afkomstig uit verschillende bronnen en worden verondersteld juist en betrouwbaar te zijn, maar deze zijn niet onafhankelijk gecontroleerd; de juistheid of volledigheid ervan wordt niet gegarandeerd en geen aansprakelijkheid wordt aanvaard voor directe of indirecte verliezen als gevolg van het gebruik ervan, tenzij de schade veroorzaakt werd door opzet of grove nalatigheid. De voorwaarden van het onderliggende aanbod of contract, dat gedaan of gesloten had kunnen of zal worden, zijn van toepassing. Dit is een marketingbericht uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, gevestigd in Duitsland, met hoofdkantoor aan de Bockenheimer Landstrasse 42–44, D-60323 Frankfurt/Main, geregistreerd bij het Kantongerecht Frankfurt/Main onder nummer HRB 9340, geautoriseerd door de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH heeft een vestiging in Nederland, Allianz Global Investors GmbH-Netherlands Branch, die onderworpen is aan beperkt toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl).



Understand. Act.

'CREATIEVE DESTRUCTIE OVERVALT DE SECTOR'

ARNOLD EN TONKO GAST OVER DE KUNST VAN HET BELEGGEN

COVERSTORY

Het zijn misschien wel de bekendste broers in de Nederlandse beleggingswereld. Ze delen een voorkeur voor modellen en scenario's, wat voortkomt uit vaders advies: eerst denken, dan doen. Een portret.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Meer dan 10.000 haiku's heeft Egbert Gast geschreven. In drie regels van respectievelijk vijf, zeven en vijf lettergrepen karakteriseerde de huisarts onder andere zijn overleden patiënten. Een voorbeeld van een door hem geschreven haiku klinkt zo:

Rondom nevelen
en schemer, kale weiden,
zeggen wie je bent

Egbert Gast is de vader van Arnold en Tonko, misschien wel de bekendste broers in de Nederlandse beleggingswereld. De een leidde tot voor kort het investment office van Delta Lloyd Asset Management, de ander is oprichter en ceo van Dynamic Credit Partners, dat in korte tijd is gegroeid naar een beheerd vermogen van \$7,5 mrd. Beiden hebben de afgelopen tien jaar intensief beleefd, waarbij Tonko op de achtergrond het



ARNOLD EN TONKO GAST FOTO: PETER STRELITSKI

kabinet en De Nederlandsche Bank heeft geadviseerd over onder meer de hypotheekportefeuille van de in 2008 met kapseizen bedreigde ING.

De wieg van Arnold (1971) en Tonko (1973) en van hun zus staat in Leeuwarden. Vader was huisarts, moeder was advocate en dochter van een Groningse herenboer. Godsdienst speelde in huize Gast amper een rol. 'Wij zijn spiritueel opgevoed', zegt Arnold, de oudere van de twee en in woord en gebaar ook wat uitgesprokener. De praktijk van vader was aan huis. 'In de dertig jaar dat hij huisarts was, stond hij altijd paraat en pal voor het belang van zijn patiënten. Maar van gezeur hield

hij niet. Als bedrijfsarts zei hij dan: "Weet je wat jij doet? Jij gaat naar huis, je drinkt geen borrel vanavond, je eet goed, gaat op tijd naar bed en morgen weer gewoon naar je werk."

Arnold vervolgt: 'Mijn vader was altijd in touw en veel onderweg, want in die tijd reed een huisarts nog veel visites. Zijn opleiding was ook nog van de oude stempel. Er waren weinig meetinstrumenten, zodat je zelf moest kunnen analyseren.' Tonko vertelt dat hij enkele maanden geleden een longembolie had en dat zijn vader aan de telefoon luisterde, de bij de opleiding geleerde rijtjes afliep en hem met spoed naar het ziekenhuis stuurde waar de gestelde diagnose werd bevestigd en de behandeling net op tijd kwam.

Als Arnold en Tonko één ding van hun vader hebben geleerd, dan is dat wel het belang van analyse en een scherp oog voor de sociale en historische context. 'Eerst denken, dan doen. En als de professionele intuïtie dat bevestigt, dan ook bij je conclusie blijven', zegt Arnold.

De interesse voor economie kwam niet van de ouders. 'Bij ons thuis werd praktisch nooit over geld of bedrijfsleven gesproken. Ik ontdekte de economie op 14-jarige leeftijd', vertelt Tonko. 'Ik las *Hoe slecht gaat het werkelijk met de economie, economische dagboekantekeningen uit de sombere jaren 1974-1980* van Arnold Heertje. Wat me daarvan

bijbleef, is dat als het goed gaat het zogenaamd te danken is aan de directeur en als het slecht gaat dan ligt het aan de economie.'

De aangeboorde interesse voor economie vond weerklank bij de buurman, die directeur van de Friesland Bank was, en bij een patiënt van hun vader, die naar het westen was verhuisd om bij ABN Amro te gaan werken. Voor het routineonderzoek aanvaardde hij telkens weer de rit naar Leeuwarden. 'Hij bleef dan bij onze ouders pannenkoeken eten en dan hoorden we allemaal van die interessante verhalen over economie en markten', aldus de broers.

Werkcollege bij Klaas Knot

Begin jaren negentig gaat Arnold studeren aan de Rijksuniversiteit Groningen. Tonko volgt een jaar later. Beiden storten zich op de monetair-economische economie. Daar treffen ze de huidige president van DNB, Klaas Knot, bij wie ze werkcolleges lopen, maar ook andere gerenommeerde mannen zoals Simon Kuiper, Elmer Sterken en Jacob de Haan. Arnold haalt het eerste jaar niet, omdat hij zich heeft ondergedompeld in het kroegleven van Vindicat. In het tweede jaar moet hij aan de bak, anders moet hij verplicht in dienst. Tonko heeft het geluk dat hij initieel voor de studentenvereniging is uitgeloot. De broers halen tegelijkertijd hun propedeuse. Eén jaar wonen ze samen op kamers – een periode die net als de rest van de studietijd – gevuld is met veel inhoudelijke discussies.

In Groningen verloopt de studie vooral via werkgroepen, wat gepaard gaat met het schrijven van veel papers. Tonko schrijft de scriptie 'Neurale netwerken voor tactische asset-allocation', die verschijnt vlak nadat de Amerikaan John Forbes Nash de Nobelprijs had gekregen voor zijn spel-



'DE ECONOMIE KWAM TOT MIJ VIA EEN BOEK VAN ARNOLD HEERTJE'

theorie. Tonko doet een bijvak informatica en werkt mee aan de portfolio-simulator van professor Michael Damm. Hij voegt credits aan de simulator toe nu de euro als eenheidsmunt in beeld komt. Arnold interesseert zich voor de conceptuele vraagstukken. Zijn scriptie 'Strategische investeringen: een reële optie?' gaat over de toepassing van de optietheorie in de context van scenario-planning en speltheorie.

Beiden zijn zich er dan al sterk van bewust dat modellen en datapunten een valse zekerheid kunnen bieden en dat je altijd overzicht moet houden, flexibel moet zijn en je gezond verstand moet gebruiken. Tonko citeert in dat verband professor Bouma uit het hoofd: 'Het zal de lezer duidelijk zijn dat de aanvaarding van het axioma nopens, het alwetend gedrag van het economische subject, moeilijk valt te rijmen met de toetsende tucht van de empirische cyclus'. Deze quote geeft in academisch abstracte termen een les over hoe theoretische aannames vaak niet helpen om de realiteit te begrijpen.

Arnold start zijn loopbaan in private banking bij Theodoor Gilissen, maar zijn interesse gaat uit naar credits. 'Daar ontstond door de introductie van de euro een volwaardige markt, maar de producten en vooral de risico's zijn moeilijker te analyseren', zegt hij. Tonko's interesse richt zich vooral op gestructureerde producten.

Kort verblijf bij ABN Amro

Een jaar na elkaar werken Arnold en Tonko bij ABN Amro. Maar de eerste zegt van zichzelf dat hij te weinig 'corporate' was en 'beter bij een kleiner bedrijf paste', de ander ging naar New York, waar hij samen met een Amerikaanse partner de vermogensbeheerder Dynamic Credit opzette.

Tonko heeft dan twee jaar ervaring als portefeuillemanager in het creditvak. Maanden achtereen voert hij gesprekken met klanten. Vaak wordt hij weggestuurd met de aansporing 'mooi product, ik denk er nog even

over na'. De ondergang van zakenbank Bear Stearns in 2007 legt zijn business nagenoeg stil, maar dankzij een intern ontwikkeld computerprogramma kan de portefeuillewaarde van kredietderivaten en andere afgeleide producten goed (in)geschat worden.

Tonko: 'Aan de hand van twee variabelen konden wij met onze modellen de betalingsachterstanden al gemakkelijk voorspellen. Ook konden we uit een arbeidsmarktanalyse vaststellen dat een bubbel was ontstaan en dat de huizenmarkt extreem belangrijk was voor de lokale economie. Als dan sprake is van een geringe baanzekerheid, zoals in de VS het geval is, én de huizenprijzen storten in, dan heb je grote problemen.' Hij besluit zijn adviesdiensten, die Dynamic Credit tot dan toe op ad-hocbasis deed, structureel aan te bieden. Het accent komt te liggen op scenarioanalyses en waarderingen.

'Nu wist ik: dit gaat mis'

De doorbraak komt als een private-equitybedrijf een verzekeraar wil kopen en hem in 2007 vraagt de portefeuille door te rekenen van beleggingen in hypotheeklen die ze verzekert. Er staat ongeveer voor \$35 mrd aan polissen uit. De klant geeft Dynamic Credit vijf dagen de tijd om de mogelijke verliezen uit te rekenen. De adviseur van de verkopende partij, BlackRock, schat de potentiële verliezen op enkele honderden miljoenen dollars. Dynamic Credit komt tot meer dan \$4 mrd. Een herberekening stelt Tonko en zijn medewerkers in het gelijk. 'Dat heeft toen onze naam gevestigd.'

Arnold, die in deze jaren veelvuldig telefonisch contact heeft met zijn broer in New York, vertelt dat hij bij een gestructureerd product van ABN Amro dezelfde gevoelens van ongerustheid begon te krijgen

CURRICULUM VITAE

Arnold Gast (1971)

Manager Investment Office
Delta Lloyd Asset Management
september 2015 - juni 2017

Head of Credits & Co-Head
Fixed Income, Delta Lloyd Asset
Management
januari 2007 - juli 2015

Senior Portfolio Manager Credits
oktober 2004 - december 2006

Senior Credit Analyst
ABN Amro Asset Management
mei 2003 - september 2004

Senior Portfolio Manager
Structured Credit Fund
2001 - 2003

Tonko Gast (1973)

Founder bij Bouwe
oktober 2014 - heden

Ceo Dynamic Credit Partners
oktober 2003 - heden

Senior Portfolio Manager
Structured Credit Fund
2001 - 2003

Quantitative Structured Credit/Fixed
Income Analyst
SNS Asset Management
juli 1997 - januari 2001

als de hype rondom World Online. 'De creditspread was met 200 basispunten veel te hoog. Er werd gezegd: "Het is triple A. Schrijf nu maar in." Wij vroegen of we het model mochten zien, maar dat mocht niet. Dan komt het erop aan de druk te weerstaan en je niet gek te laten maken. In 2006 wist ik: dit gaat een keer mis. Aanleiding was Alain Greenspan die net was afgetreden als centralebankpresident en in Amsterdam kwam vertellen dat geen sprake was van een bubbel op de huizenmarkt. Toen dacht ik: als je de kredietverlening niet met renteverlagingen blijft voeden, dan gaat het omlaag en stort de hele markt in.'

Het bedrijf van Tonko, Dynamic Credit, dat inmiddels kantoren heeft in Amsterdam, New York en Jakarta, is als winnaar uit deze moeder aller crises gekomen. Het is een snelgroeiende speler in de institutionele markt, omdat hypotheekobligaties relatief veilig zijn en met een spread van ongeveer 150 tot 250 basispunten per jaar tot dusver een mooi rendement brengen.

Tonko zegt terugkijkend dat hij een dergelijk bedrijf in Nederland niet had kunnen opzetten. 'In de VS is de baanzerigheid heel laag en het carrièrerisico hoog. Als je eruit moet, krijg je twee weken mee. Het gevolg daarvan is dat medewerkers bereid zijn heel hard te werken en risico's te nemen. Dat geldt ook voor beleggers, die kijken meer naar het rendement dan naar het risico. In Nederland is het lanceren van startups wel wat gemakkelijker geworden, maar overheerst toch altijd het kippen-eiverhaal: eerst zien, dan geloven.'

De twee broers verwachten dat de financiële sector door een fase van immense verandering gaat. Arnold is daarover uitgesproken. Hij stelt dat beleggingsinstellingen vast zijn gelopen in hun klant- en verdienmodel-

len, mede doordat toezichthouders zo'n zwaar accent leggen op regulering, waardoor procedures een doel op zich lijken te zijn geworden. 'Veel geld wordt rondgepompt en niet geïnvesteerd, terwijl er toenemende behoefte is om de spaartegoeden in de reële economie te investeren en daarmee klant en maatschappij te laten renderen.'

Bedrijven als Dynamic Credit, die nieuwe wegen en mogelijkheden laten zien, worden door sommige media ten onrechte als nieuwe schaduwbanken betiteld, vindt Tonko. Dit zijn bedrijven die versnelt opkomen, omdat ze institutionele beleggers alternatieve, relatief veilige beleggingen aanbieden.

'Wat is dan je bestaansrecht?'

'De huidige creatieve destructie is vooral technologisch bepaald. Door de transparantie die ermee gepaard gaat, wordt duidelijk dat de traditionele, gevestigde partijen veel te hoge kosten in rekening brengen en te weinig toegevoegde waarde hebben. Bij sommige banken bedragen de beheerkosten 90 basispunten per jaar voor een hypotheek, dat is niet meer van deze tijd. Dan moet je je echt afvragen waar je bestaansrecht op is gebaseerd', aldus Tonko.

'Direct lending zal voor een grote verschuiving zorgen van kredietrisico van bankbalansen naar langetermijnbeleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Daar passen illiquiditeit en langetermijnkredietrisico beter bij. Direct lending zal een volwassen vastrentende beleggingscategorie worden. De "peer-to-peer"-onzin zal al snel een gepasseerd station zijn. Het zal in de toekomst meer "i-to-i" zijn: individual to institutional.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

OP WEG NAAR BOVEN



TIJD VOOR NIEUWE STAP

Arnold Gast wilde aan het interview meewerken op voorwaarde dat hij op persoonlijke titel zou spreken en het gesprek niet zou gaan over Delta Lloyd. Nog geen week na het gesprek werd bekend dat Arnold in juni formeel afscheid neemt van Delta Lloyd AM. Hij heeft te weinig toekomstperspectief bij het bedrijf dat met de verzekeraar is overgenomen door NN Group. De bijna €70 mrd die het investment office van Delta Lloyd AM beheert, zal volgens insiders vrijwel moeiteloos worden opgeslokt door NN Investment Partners, dat meer dan €200 mrd beheert en volgens Morningstar bovendien fondsen heeft van een hogere kwaliteit.

DE STOCKPICKER, DE HAAS EN DE SCHILDPAD

ONDANKS ALLES BLIJFT INDEXBELEGGEN SUBOPTIMAAL

ACTIEF BELEGGEN

Actieve beleggers hebben het moeilijk nu indexbeleggen zo geweldig populair is geworden. De opkomst van het indexproduct stelt de actieve belegger voor een groot aantal uitdagingen. Maar het biedt ook kansen.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Zelfs de grootste stockpicker aller tijden, Warren Buffett, is enthousiast over indexfondsen. Hij weet als geen ander hoe moeilijk het is de markt jaren achtereen te verslaan. Buffett (86 jaar) heeft al gezegd dat na zijn overlijden het grootste deel van zijn vermogen belegd dient te worden in een tracker die de index S&P 500 volgt.

Buffett ging in 2008 een weddenschap aan met Protégé Partners, een overkoepelende club van hedgefondsen. Volgens Buffett zou het indexfonds Vanguard S&P 500 over een periode van tien jaar zeker een beter rendement behalen dan het gemiddelde van vijf specifieke hedgefondsen. De verliezer van de weddenschap zou \$1 mln overmaken aan een door de winnaar gekozen liefdadigheidsinstelling. De periode is nog niet helemaal voorbij, maar Buffett kan de weddenschap nauwelijks nog verliezen: de S&P 500 ligt

tientallen procenten voor.

Toch is de Amerikaanse miljardair zelf het levende bewijs dat actief beleggen wel degelijk goed kan uitpakken. Met beleggingen in zijn investeringsvehikel Berkshire Hathaway liet hij de S&P 500 ruim achter zich. Maar Berkshire rekent geen 2% beheervergoeding per jaar, met daarbovenop een vergoeding van 20% over de behaalde winst, zoals veel hedgefondsen doen. Tegen die kosten kan bijna niemand op.

Hoewel 'gewone' actieve beleggingsfondsen meestal niet met prestatievergoedingen werken, is een van de belangrijkste redenen dat zij gemiddeld achterblijven bij

**BEDRIJVEN
DIE IN DE
MODE ZIJN,
KRIJGEN VAAK
HET GELD**

de markt: hun kosten. De aantrekkingskracht van indexfondsen wordt dan ook in de eerste plaats bepaald door de lage kosten.

Marktverstoring

Nu de indexvolgers in hoog tempo marktaandeel winnen, wordt soms gevreesd dat ze te groot worden en dat het massaal kopiëren van een index marktverstoring kan gaan werken. John Bogle, oprichter van indexfondsspecialist Vanguard, weersprak die kritiek recent en stelde dat het marktaandeel van passieve beleggingen van de huidige circa 25% (in de Verenigde Staten) best kan groeien tot 50% of meer.

Wie denkt dat actieve beleggers zullen verdwijnen, vergeet dat de meeste indices verre van ideale beleggingsportefeuilles zijn. Er zijn altijd onvolkomenheden in de markt, en beleggers die een goed oog voor waarde hebben kunnen de indices verslaan.

Dat heeft ook te maken met wat een index feitelijk is. Indices hebben vaak ingebouwde zwakheden. Onze eigen AEX is daarvan een school-



DE HANDELSVLOER VAN DE BEURS IN AMSTERDAM FOTO: HOLLANDE HOOGTE

voorbeeld. Terwijl de Amerikaanse indices nu nieuwe recordhoogten bereiken, staat de AEX nog lang niet op het alltime high van 701,56 punten uit september 2000. Dat komt omdat het een zeer onevenwichtige index is.

De AEX is, zoals de meeste indices, 'marktgewogen'. De gewichten van de slechts 25 aandelen in de AEX zijn naar beurswaarde, met een maximum van 15%. Dit betekent dat in het verleden vaak enkele populaire bedrijven en sectoren een (veel te) zware weging kregen. Begin deze eeuw doken allerlei kabelbedrijven op (UPC, Versatel), vlak voor de kredietcrisis bestond de AEX voor 40% uit banken en verzekeraars en kort voordat de olieprijs begon in te storten maakten Shell, Fugro en SBM Offshore een behoorlijk deel van de AEX uit.

In 2000, toen iedereen dacht

dat je vooral in communicatie- en internetbedrijven moest beleggen, was Unilever nog maar net goed voor 8% van de AEX. Had dat aandeel toen maar gekocht. Het saaie Unilever is sinds 2000 (inclusief dividend) verviervoudigd, beleggen conform de AEX leverde per saldo bijna niets op.

Dus hoe meer geld klakkeloos de marktgewogen indices volgt, hoe meer geld er stroomt naar aandelen die om wat voor reden dan ook 'in de mode' zijn. Dat zal de performance van die indices op de lange duur geen goed doen.

En dan is er nog de manier waarop veel professionele beleggers naar risico kijken. Pim van Vliet, beheerder van de conservatieve equity funds van Robeco, wijst er in zijn recente boekje *High Returns from Low Risk* op dat de beleggingswereld vooral naar relatief risico kijkt,

wat wil zeggen dat het voor fondsmanagers vaak vooral belangrijk is in hoeverre wordt afgeweken van de markt of van de index. Hierdoor krijgen aandelen met een relatief hoog risico bijna altijd een zwaarder gewicht in de portefeuille. Veel particuliere beleggers hebben overigens dezelfde neiging, zij het om een andere reden: particuliere beleggers vinden aandelen met een lage beweeglijkheid vaak maar saai. Zij zijn in hun zoektocht naar de volgende Apple sterk geneigd de meer riskante aandelen te overwegen.

Schildpad en de haas

Van Vliet legt uit waarom aandelen met een lage beweeglijkheid, saaiere aandelen zoals Unilever dus, op de lange duur vaak een veel beter (samengesteld) rendement opleveren. Hij gebruikt daarvoor het verhaal van de haas en de schildpad, de eeuwenoude fabel die vaak ter vergelijking door beleggers naar voren wordt gebracht.

De sterke opkomst van het indexproduct zal niet het einde betekenen van de stockpicker. Indexbeleggen is suboptimaal: in veel indices hebben de volatiele, dure aandelen die de voorkeur van de hazen hebben een te zware weging. De aandelen die de schildpad het liefst koopt zijn meestal juist onderwogen. De geschiedenis van de AEX bewijst dat zonneklaar, maar het geldt in mindere mate ook voor bredere indices zoals de S&P 500. Het is de uitdaging voor de fondsbelegger om die beheerder te vinden die de haasfase ontstegen is en die met het geduld van een schildpad de index verslaat. Dat is goed te doen, zeker bij bescheiden kosten. ■

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN AUTEUR VAN 'BELEGGEN KUN JE ZELF 2017'.

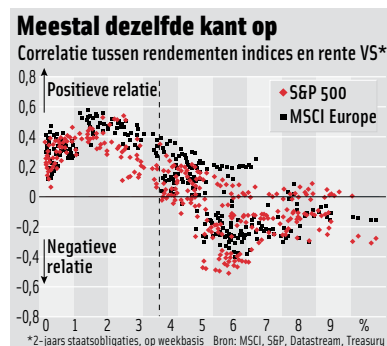
GEEN REDEN TE SOMBEREN

FAVORIETE GRAFIEKEN

Strateeg Vincent Juvyns van J.P. Morgan AM focust in 'De favoriete grafieken' op aandelen in het algemeen, opkomende markten en waarde aandelen.

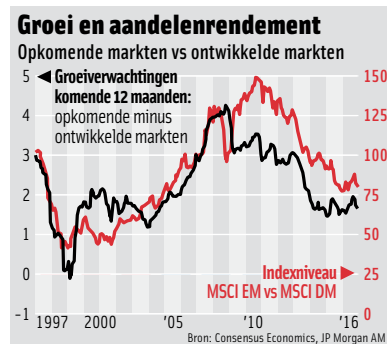
Hogere rentes zullen aandelen niet schaden

Door een verbetering van de groeivoorzichten ontstaat een grotere kans op hogere rentes. De obligatiemarkt heeft al twee rentestijgingen ingeprijsd voor 2017. Aandelen hebben goed gereageerd op deze hogere renteverwachtingen. Historisch gezien stijgen aandelen en kortetermijnobligatierentes vaak tegelijk als renteverhogingen beginnen vanaf een laag niveau (zie grafiek). In het verleden is het maar één keer voorgekomen dat een verhoging van de kortetermijnrente tot negatieve gevolgen voor aandelen leidde. Voor 2017 verwachten we daarom niet dat de stijgende rentes een negatief effect op aandelen zullen hebben. Wij handhaven dan ook een overweging van aandelen in onze gemengde portefeuilles.



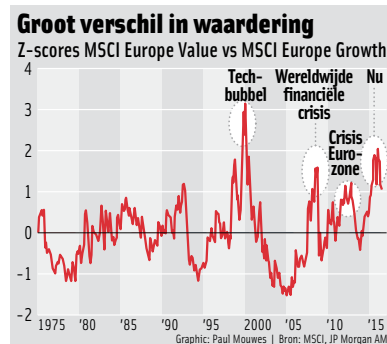
Herstel opkomende markten nog niet ten einde

In 2016 verschoof het groeimomentum in de richting van opkomende markten. Grondstoffen winnen nog steeds terrein. Door de stijgende olieprijs, na het Opec-akkoord over het beperken van de olieproductie, zouden de inkomsten voor olieproducerende landen moeten stabiliseren, wat goed is voor de prestaties van aandelen uit opkomende markten. Na de verkiezingen in de VS keerde het sentiment zich tegen de economieën van opkomende markten. Dit als gevolg van bezorgdheid over het beleid van Trump inzake handel en globalisering en een hernieuwde appreciatie van de dollar. Wij zijn van mening dat deze ommekeer in het sentiment voorbarig is. Het is nog te vroeg om van een einde van het herstel van opkomende markten te spreken.



De argumenten voor Europese waarde aandelen

De waarde stijl kent sinds de zomer van 2016 een sterke opleving. De hogere rendementen komen echter na een decennium van mindere prestaties ten opzichte van de groei stijl. Beschouwd op de lange termijn is de underperformance van waarde versus groei nog steeds aanzienlijk. Er zijn tekenen dat de recente opleving van waarde het begin kan zijn van een meer duurzame stijging. Het verschil in waardering tussen waarde en groei blijft groot (zie grafiek); een situatie die al eerder in het verleden een sterk signaal is gebleken voor outperformance van de waarde stijl. Waardesectoren profiteren van het reflatieklimaat, terwijl de door de markt veronderstelde winstgroeipercentages overduidelijk pessimistisch ingeschat worden voor diverse waardesectoren.



VINCENT JUVYNS IS GLOBAL MARKET STRATEGIST VOOR DE BENELUX, FRANKRIJK EN ZWITSERLAND BIJ J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT. EERDER WERKTE HIJ BIJ ING INVESTMENT MANAGEMENT (TEGENWOORDIG NN INVESTMENT PARTNERS) EN ING.



GEPOLITIEK: ZWARTE GAT VAN DE BELEGGER

'SCENARIO'S MAKEN EN DIVERSIFIËREN IS HET ANTWOORD'

ASSETALLOCATIE

Geopolitieke risico's en populisme zijn terug op het wereldtoneel. Pensioenbelegger APG heeft een aparte afdeling die nadenkt over hoe deze risico's kunnen worden meegenomen in de assetallocatie.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Na de val van de Berlijnse Muur in 1989, zouden we in de wereld terechtgekomen van Francis Fukuyama's *Het einde van de geschiedenis*: het liberalisme had gezegevierd en zou nooit meer serieus worden uitgedaagd. Mooi wel. Brexit, Trump, en misschien komt dit jaar zelfs wel de finale overwinning van het rechtse populisme in Europa met de knieval van het midden en de val van Angela 'Wir schaffen das' Merkel.

Voor professionele beleggers is de terugkeer van geopolitieke spanningen en het populisme een grote intellectuele uitdaging. Men weet dat het er is, maar hoe geef je het een plaats in je analyse en je assetallocatie? Menno Middeldorp en Pim Lausberg zijn degenen die er bij APG Asset Management dagelijks over nadenken. Vooral over de verkiezing van de Amerikaanse president Donald Trump heeft het twee-

tal zich het hoofd gebroken.

'In de maanden na zijn zege op 8 november leek het erop dat aandelenmarkten zich niets aantrokken van de risico's van protectionisme, die hij luid en duidelijk heeft aangekondigd. Kapitaalstromen gingen van links naar rechts. Dat was moeilijk te duiden. De dollar nam in kracht toe, opkomende markten met dollarverplichtingen werden geraakt', aldus Middeldorp.

Valutarisico hedgen

Geopolitiek heeft invloed op activaprijzen, maar wat zijn de concrete gevolgen daarvan? Lausberg zegt dat een manier om ernaar te handelen het landenrisico is. 'Als er bijvoorbeeld sprake is van kapitaalrestricties, dan is dat een geopolitieke factor.' In dat geval kan je volgens het tweetal valutarisico's hedgen of bepaalde valuta onderwegen in de portefeuille. Ook kun je ervoor kiezen, voegt Middeldorp eraan toe, om uit te wijken naar regio's of assetclasses die minder gevoelig zijn.

Lausberg wijst erop dat bij de aanpak van geopolitieke uitdagin-



DE FRANSE PRESIDENTSKANDIDAAT MARINE LE PEN

gen wel een onderscheid gemaakt moet worden tussen tactische en strategische assetallocatie. 'Tactisch kan je profiteren van geopolitieke onzekerheid, zoals de reactie van de markt na de zege van Trump laat zien. Dan worden tactische bets gedaan, waarmee waarde kan worden toegevoegd', zegt hij.

Lagere correlatie

Maar ieder nadeel heeft zijn voordeel: als de trend van protectionisme en deglobalisering inderdaad doorzet, dan neemt de correlatie af. Hierdoor is meer kans om waarde toe te voegen door middel van een landen- en valutabeleid en kunnen

risico's beter gespreid worden, vindt het tweetal. Dat geldt bijvoorbeeld voor de rente. Nu zijn er de renteblokken VS, eurozone, Japan en Groot-Brittannië, die zorgen voor stabiliteit. Maar als de eurozone uit elkaar valt, dan zullen financiële markten van landen uiteen gaan lopen en kan je tactisch gezien waarde toevoegen. Maar daar staat tegenover dat deglobalisering en fragmentatie wel gepaard kunnen gaan met systeemrisico's en zeer ernstige economische en marktschokken.

Pensioenfondsen en hun beleggers vinden dat dan ook niet prettig. Zij focussen op strategische assetallocatie, waar alles draait om langjarige verplichtingen. In dat verband werken ze bij APG het liefst met scenario's. Ze weten niet wat de toekomst zal brengen. 'Het klinkt dan ook ouderwets, maar diversificatie is in de praktijk het meest praktische antwoord op geopolitieke onzekerheid. Je moet namelijk steeds een afweging maken tussen risico en rendement. Je kunt niet uitstappen. Wij hebben dan ook mondiale portefeuilles en dat biedt betere bescherming', vindt Middeldorp.

Zijn collega Lausberg voegt eraan toe dat beleggen op dit moment uitdagend is, omdat het macro-economisch goed gaat, zowel in de VS en Europa als Azië. Vanuit een macro-economisch perspectief zijn de voortekenen goed, al wordt de koers-winstverhouding voor Amerikaanse aandelen wel wat hoog gevonden. Maar daar staat de geopolitieke onzekerheid van parlaments- en presidentsverkiezingen in Europa tegenover. Scenario's maken is daarop het enige antwoord, zodat je in ieder geval voorbereid bent, stelt Middeldorp. De beleggingskeuzes moeten vervolgens op het niveau van portfoliomanagers worden gemaakt. Zij moeten de lan-

VERKIEZINGEN OP KOMST IN MEERDERE EUROPESE LANDEN

15 maart

Tweede Kamer-verkiezingen in
Nederland

23 april en 7 mei

(eerste en tweede ronde)
Presidentsverkiezingen in Frankrijk

11 en 18 juni

Parlementsverkiezingen in Frankrijk

24 september

Bondsdayverkiezingen in Duitsland

denrisico's beoordelen en de vinger aan de pols houden. Turkije laat zien hoe snel het kan gaan.

Globalisering

De APG-strategen denken dat deglobalisering vanuit welvaartspectief niet goed is. 'De welvaart gaat er wereldwijd door omlaag. Een consument betaalt uiteindelijk meer voor zijn auto. Globalisering is dan ook niet het probleem, want die zorgt juist voor meer efficiency, lagere productiekosten, meer winst en welvaart', zegt Lausberg. 'Het huidige probleem is vooral een verdelingsvraagstuk, maar het is de vraag of Trump c.s. dat zal aanspreken, voegt Middeldorp eraan toe. 'Vroeger had je vooral een economisch vraagstuk, nu is het een politiek vraagstuk. Dat heeft gevolgen voor je klantadvies. Een stijgende rente moet je nu anders inschatten. Wat ligt eraan ten grondslag: sterke economische cijfers of een Trump-effect?' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.



FOTO: REUTERS

'ADVIES WORDT STRAKS ECHT A HELL OF A JOB'

STEDS MEER BEHEERDERS STAKEN DIENSTVERLENING

INDUSTRIE

Steeds minder Nederlanders maken gebruik van de diensten van een beleggingsadviseur. Zij besteden het beheer over hun vermogen uit of beleggen zelf. Nieuwe Europese regelgeving zal deze trend versterken.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

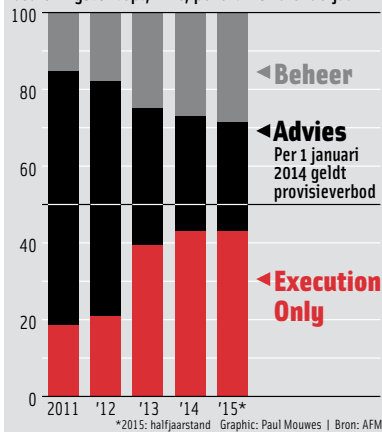
Bij de grootbanken is als gevolg van het provisieverbod al een tijdje een beweging van advies naar beheer en zelf beleggen zichtbaar. Nieuwe Europese regelgeving lijkt het aanbieden van execution only-dienstverlening en -advies echter steeds onaantrekkelijker te maken, waardoor het zwaartepunt mogelijk nog meer op vermogensbeheer komt te liggen.

Traditioneel beleggen de meeste Nederlandse beleggers zelf, zonder gebruik te maken van een adviseur, gevolgd door een groep die zich wel laat adviseren en een groep die zijn beleggingen helemaal heeft uitbesteed aan een vermogensbeheerder.

Hoe groter de vermogens, hoe vaker de hulp wordt ingeroepen van professionals. Kijk je niet naar aantallen klanten, maar naar het belegde vermogen dan was beleggingsadvies in 2011 nog by far de dominantste vorm van beleggingsdienstverlening. Verreweg de meeste Nederlandse be-

Advies is uit de gratie

Beheerd vermogen grootbanken, naar bedieningsconcept, in %, per ultimo kalenderjaar



leggers beleggen bij de grootbanken. Zij hebben 80% van de beleggingsmarkt in handen. In 2011 zat ruim 60% van het belegde vermogen bij grootbanken bij advies, nog geen 20% was execution only belegd en daarnaast zat nog zo'n 15% in beheer, blijkt uit cijfers van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

In 2014 deed het provisieverbod zijn intrede in Nederland. Sindsdien betalen mensen niet meer ongemerkt indirect voor beleggingsadvies, maar krijgen zij direct een rekening gepre-

senteerd. Hierdoor is een beweging zichtbaar van advies richting zelf beleggen en beheer. Zelf beleggen is goedkoper voor de klant. Beheer is voor de bank minder arbeidsintensief.

Eind 2014 was volgens cijfers van de AFM advies al niet meer de dominantste vorm van dienstverlening. Nog maar ongeveer 30% van het vermogen onder beheer van de grootbanken zat in advies. Daarnaast werd meer dan 40% zelf belegd en was een kleine 30% in beheer gegeven.

Verdienmodel in geding

Bij zelfstandige vermogensbeheerders zat altijd al meer geld in beheer dan in advies, maar ook hier boet advies aan belang in. 'Wij horen van steeds meer partijen dat ze stoppen met het geven van beleggingsadvies', zegt Koen Laarhoven van vergelijkingssite Vermogensbeheer.nl.

'Het "loket" advies neemt in verhouding te veel tijd per klant in beslag, waardoor het verdienmodel in het geding komt', licht Roger Wynands van Attent Vermogensbeheer toe. 'De "adviesklant" is nauwelijks bereid de kosten te betalen die gepaard gaan met de tijd die wij ermee bezig zijn.

Het lijkt daardoor zowel voor de klant als voor een vermogensbeheerder niet langer werkbaar te zijn.'

Post Vermogensbeheer leverde zijn adviesvergunning afgelopen jaar in. 'We bieden geen dienstverlening aan die valt onder de betreffende vergunning', zegt Lodewijk van Meel van Post. 'Dit deden we eigenlijk al enige tijd niet, maar met Mifid II op komst hebben we het gehele proces en dienstenpalet onder de loep genomen. Onder Mifid II denken wij dat beleggingsadvies een dienstverlening gaat worden die qua zorgplicht te "gevaarlijk" is en daarnaast niet rendabel door de toenemende administratie.'

Andere beheerders, waaronder Top Capital, zeggen niet te stoppen met advies, maar er wel naar te streven mensen te laten kiezen voor beheer.

Laarhoven heeft dit vaker gehoord. 'Wij verwachten dat alleen grote partijen zoals banken en grotere zelfstandige beheerders straks nog advies zullen aanbieden. In onze doorverwijzing zijn wij nu al heel voorzichtig geworden met het doorverwijzen van mensen die advies zoeken naar "kleinere" beheerders.'

Mifid II kent strikte regels voor het bepalen van de match van een product bij de klant. Het ziet ernaar uit dat een product niet alleen moet passen bij het type klant, maar ook bij zijn kennis en ervaring, zijn vermogen om verliezen op te vangen, zijn doelstellingen en zijn behoeften.

De Nederlandse Vereniging van Banken sprak eerder al de vrees uit dat als dit ook allemaal nagegaan moet worden bij de execution only-verkoop van producten, dit type dienstverlening veel duurder wordt of banken er misschien zelfs helemaal mee stoppen.

Maar ook bij advies gaat dit voor veel extra werk zorgen en leidt dit mogelijk tot een verdere verschra-



ling van het aanbod, zegt zelfstandig Mifid II-deskundige Iris van de Looij. Zij was voorheen werkzaam bij KBL European Private Bankers, de groep waartoe in Nederland Theodoor Gilissen Bankiers en sinds kort ook Insinger de Beaufort behoort.

Passendheid en geschiktheid

'Vroeger kon je gewoon aan iedereen die in een bepaald aandeel belegde een algemeen advies mailen om dat aandeel in te ruilen voor een ander. Straks moet je bij ieder advies aangeven waarom dat passend is bij de kennis en ervaring, doelstellingen et cetera van deze specifieke klant', zegt Van de Looij. Dit zorgt ervoor dat je aan adviesklanten als bank of vermogensbeheerder veel meer werk hebt dan aan beheerklanten. Het is volgens haar daarom niet verwonderlijk dat veel banken van advies af willen. Voor sommige zelfstandige vermogensbeheerders is het misschien zelfs verstandig ermee te stoppen.

Theodoor Gilissen daarentegen zegt niet af te willen van advies. Hoewel de verhouding tussen advies en beheer de afgelopen vijf jaar bij Gilissen is afgenomen van 80:20 naar 50:50, zegt directeur private

banking Saskia Klep dat advies voor haar bank een hele belangrijke vorm van dienstverlening blijft, ook in de nieuwe fusiebank met Insinger en ook onder Mifid II. 'De verschraling en standaardisering van de beleggingsadviesing is al jaren gaande. Wij zien dat juist als een kans.' Op de precieze impact van Mifid II studeert de bank nog.

ABN Amro MeesPierson geeft aan dat het nog te vroeg is te zeggen wat Mifid II betekent voor het productaanbod onder 'advies'.

Rabobank zegt dat advies bij de bank een trouwe groep klanten kent, 'die we ook straks graag willen blijven bedienen. En hierbij denken wij goed aan de Mifid II-eisen te kunnen voldoen.'

Daarvoor moeten partijen echter flink aan de bak. Blauwtulp Wealth Management is een van de weinige partijen die zegt al bijna klaar te zijn met alle voorbereidingen voor de komst van Mifid II. Maar voldoen aan alle voorwaarden is volgens Dennis Hatendoer van Blauwtulp 'echt a hell of a job'.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

NIEUW: UNIEKE TOOL

RUIM 6000 MARKTVISIES IN FONDSNIEUWS-DATABASE

Nieuwe dienst attendeert u dagelijks op de meest recente marktvisies en geeft toegang tot een database met rapporten van ruim 50 assetmanagers.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Fondsnieuws verrijkt zijn platform met een nieuwe dienst: een omvangrijke database met marktrapporten, die beleggers op werkdagen voorziet van een rijke stroom van markt- en beleggingsvisies, waaronder macro-economische outlooks, analyses van assetclasses en regio's en aanpassingen in assetallocatie.

De database is te vinden via de www.fondsnieuws.nl/marktrapporten en bevat inmiddels al meer dan 6000 rapporten en marktvisies van meer dan 50 assetmanagers. Ze wordt dagelijks aangevuld met nieuwe rapporten over actuele onderwerpen. De database is gemakkelijk te doorzoeken op onderwerp of assetmanager.

Deze service van Fondsnieuws is interessant voor wie dicht op de markt zit, zoals onafhankelijke vermogensbeheerders, maar ook voor beleggingsprofessionals die bijvoorbeeld de visies van hun concurrenten willen volgen.

Iedere werkdag om 7.00 uur 's ochtends kunnen abonnees in hun mailbox de 'Morning Call' ontvangen. Deze dagelijks geactualiseerde nieuwsbrief laat gebruikers in een



oogopslag zien wat de belangrijkste visies van de dag zijn.

FN Totaal-abonnement

Deze nieuwsbrief komt beschikbaar voor gebruikers van Fondsnieuws die een FN Totaal- of FN Digitaal-abonnement hebben. Deze abonnementen bieden gebruikers behalve een dagelijks overzicht van de belangrijkste marktvisies ook toegang tot vakinformatie die ervoor zorgt dat u als beleggingsprofessional helemaal up-to-date blijft.

Abonnees hebben toegang tot de beste artikelen van de redactie van Fondsnieuws, zodat zij op de hoogte blijven van de laatste ontwikkelingen in de financiële markten en van de dingen die in de sector zelf spelen.

Voor wie toegang wil hebben tot de website van Fondsnieuws, inclusief de digitale versie van het magazine, en voor wie daarnaast de dage-

lijkse nieuwsbrieven wil ontvangen, volstaat het FN Digitaal-abonnement.

Voor wie het magazine ook thuis wil ontvangen, is er FN Totaal. U krijgt het magazine dan zes keer per jaar toegestuurd; een magazine dat zich inhoudelijk sterker dan voorheen zal richten op vaste rubrieken als passief beleggen, duurzaamheid, wet- en regelgeving, assortiments- en selectiebeleid en vermogensregie. Dit FN Totaal-abonnement kost €249 per jaar. Een FN Digitaal-abonnement kost €225 per jaar.

Ter introductie is de database met marktrapporten de komende vier weken opengesteld voor alle bezoekers van Fondsnieuws. Zo kunt u kennismaken met deze rijke bron van informatie en op uw gemak besluiten of het tijd wordt om een abonnement te nemen, zodat u dagelijks op de hoogte bent van de laatste markt- en sectorontwikkelingen. ■

Excessieve beloningen voor beleggers in fondsen gewenst

AUKE PLANTINGA BREEKT LANS VOOR FONDS MET OOG VOOR LAGE BESTUURDERSBELONINGEN

COLUMN

Er is al ruim tien jaar een pittige discussie gaande over de beloningen van bestuurders van ondernemingen. In de ogen van het publiek zijn deze beloningen vaak veel te hoog. Deze beloningen worden gerechtvaardigd met argumenten als: een goede bestuurder verdient zijn geld snel terug, bestuurlijk talent is zeldzaam, anders vertrekt ons talent naar het buitenland, et cetera.

Natuurlijk is het zo dat goede bestuurders adequaat beloond moeten worden, maar over de mate waarin kun je verschillen van mening. Afgezien van wat cultuurverschillen is het werk van veel bestuurders in grote ondernemingen niet wezenlijk anders dan het werk van bestuurders van grote organisaties in de publieke sector, zoals ministeries, onderwijs- of zorginstellingen.

Veel topbestuurders laten zich betalen alsof ze ondernemers zijn. Een groot verschil is echter dat de topbestuurder onderneemt met vermogen van anderen, onder meer dat van de grote groep beleggers in aandelenfondsen. Dit punt maakt John Bogle in zijn boek *The Battle for the Soul of Capitalism*. De scheiding tussen eigendom en management is de bron van het probleem. Wanneer aandeelhouders zich onvoldoende roeren of wanneer ze sowieso weinig macht hebben, worden de bestuurders slechts gecontroleerd door commissarissen, accountants, regelgevers en allerlei andere vormen van indirect toezicht. Bogle is niet heel positief over de effectiviteit van deze indirecte vormen van controle. De juiste plek voor deze afweging is in de aandeelhoudersvergadering, al dan niet in samenspraak met de commissarissen.

Aandeelhouders zijn meestal sterk verspreid en misschien ook wel verdeeld in opvattingen en deskundigheid en beperkt in tijd. Tegenwoordig zijn echter grote delen van de aandelen in het bezit van beleggingsfondsen en deze zouden veel meer macht en con-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

trole kunnen uitoefenen. Dit gebeurt overigens ook al, maar in een veel te beperkte mate.

Op een goede manier actief zijn tijdens een aandeelhoudersvergadering vergt tijd, geld en deskundigheid zonder dat de opbrengst van deze activiteit direct gemeten kan worden. De opkomst van passieve fondsen — die weinig of geen aandacht en budget zullen hebben voor analyses en aandeelhoudersvergaderingen — ondermijnt dit model verder.

Aanvulling op SRI-pallet

Beleggers kunnen er wel degelijk voor kiezen om actiever te worden. Er is al een grote groep beleggingsfondsen die duurzaam en sociaal verantwoord (SRI) beleggingen kiest.

Maar niet iedereen is geïnteresseerd in alle aspecten van duurzaam en verantwoord beleggen. Het zou een mooie aanvulling zijn op het assortiment als er voortaan ook beleggingsfondsen zijn die een actievere rol nemen in de controle op het bestuur. Een beleggingsfonds dat uitsluitend aandelen met lage bestuurdersbeloningen in portefeuille neemt, zou een mooi product zijn. En uiteraard voor de dwarsliggers moet het dan ook mogelijk zijn te investeren in het Dutch Excessive Executive Pay Fund. Om uw investeringsvermogen wat te stimuleren: dit fonds belegt uitsluitend in ondernemingen waarbij minimaal 25% van de winst wordt besteed aan bestuurdersbeloningen. Het zou een interessant onderzoek zijn om na te gaan welke van deze twee soorten fondsen de beste rendementen zou geven. Wat ook de uitkomst is: we gunnen de actieve belegger een excessieve beloning. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



‘Maar dáár ben je geen eigen

VERMOGENSREGIE

De overheid stimuleert pensioenopbouw met belastingvoordelen. Veel ondernemers kiezen er echter voor zelf een pensioenpot op te bouwen zonder fiscale voordelen, maar mét maximale vrijheid.

TEKST PAUL VAN DER KWAST

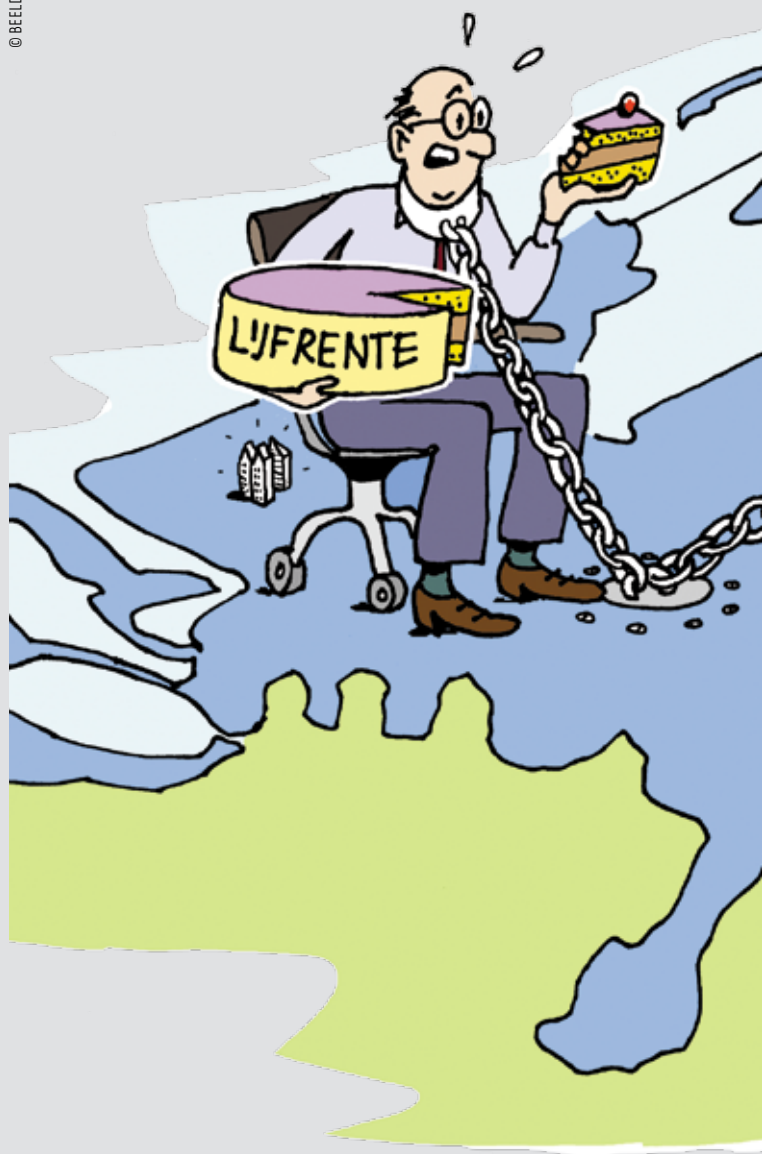
Ondernemers moeten doorgaans zelf voor hun oude dag zorgen. Veel bv-ondernemers bouwden jarenlang Pensioen in Eigen Beheer (PEB) op, maar deze mogelijkheid wordt binnenkort afgeschaft. Een alternatief is het opbouwen van een lijfrente. Tot 2008 kon dit alleen met een lijfrentepolis bij een verzekeraar, maar al enige tijd mogen ook banken en beleggingsfondsen lijfrentes aanbieden en sinds dit jaar kunnen ook vermogensbeheerders dit doen.

Inmiddels sluit vrijwel niemand nog een klassieke lijfrentepolis af en wordt de markt gedomineerd door banken. Verzekeraars hebben de afgelopen jaren zelfs eigen banken opgericht om bancaire lijfrentes – ook wel banksparen genoemd – te kunnen aanbieden, zoals de Aegon Bank en de Nationale-Nederlanden Bank. Sinds enkele jaren bieden ook enkele nieuwe partijen banksparen aan, zoals Brand New Day, ZZP Pensioen en BrightPensioen.

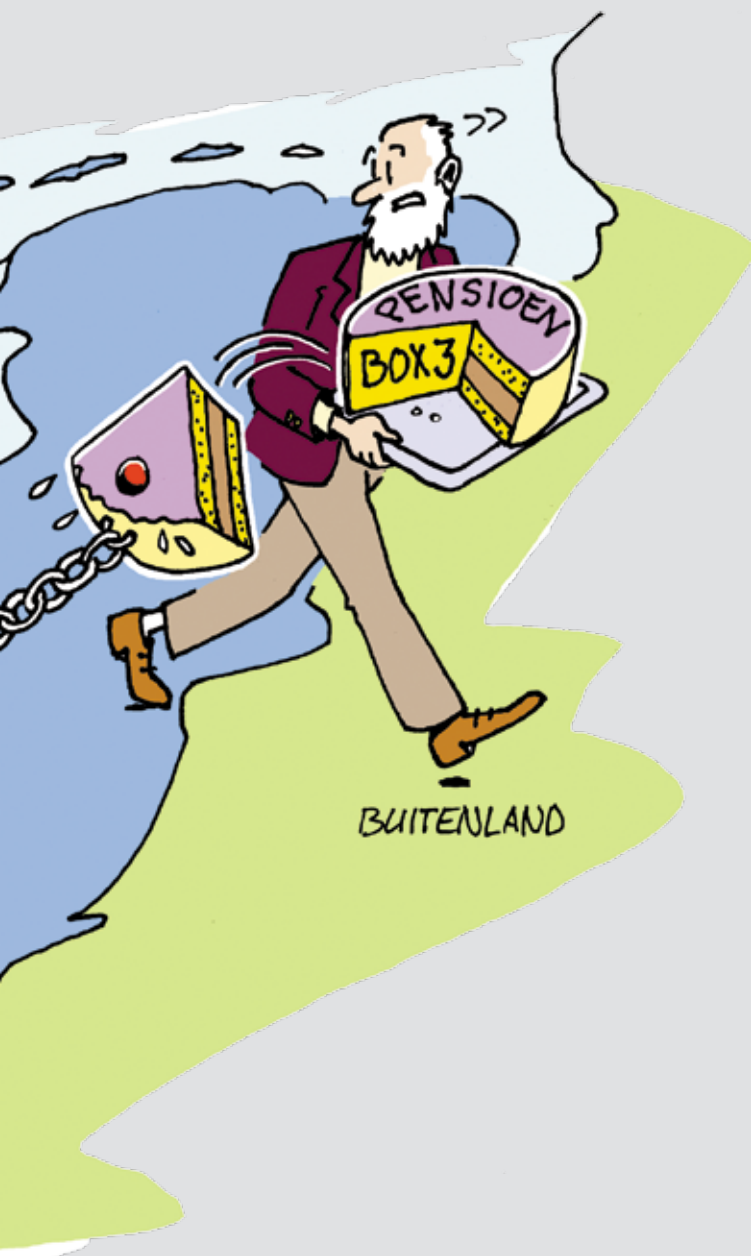
Beknellende regels

Het opbouwen van pensioen met banksparen heeft fiscale voordelen, maar er zitten ook nadelen aan. Vaak komen ondernemers daar pas later achter, zegt Peter van der Slikke, directeur van vermogensbeheerder Top Capital. ‘Als je begint met ondernemen, wil je zo snel

© BEELD/VERANGERS-CAROF



baas voor geworden'



PENSIOEN IN EIGEN BEHEER

Dga's konden tot voor kort in hun eigen bv pensioen opbouwen. Dit leek lang aantrekkelijk vanwege het belastingvoordeel dat werd verkregen. Maar door de lage rente is het PEB voor veel ondernemers een knellend korset geworden. Zo kunnen zij vaak geen dividend uitkeren, omdat de Belastingdienst eist dat zij hoge reserves aanhouden voor de pensioenvoorziening. Het kabinet heeft onlangs aangekondigd het PEB in 2017 af te schaffen. Wie al een PEB heeft, mag dat onder voorwaarden voortzetten of afkopen tegen een tijdelijk verlaagd tarief.

mogelijk aan de slag. Als je accountant dan een PEB of lijfrente aanraadt, stem je daar al snel mee in. Achteraf beseft je vaak dat zo'n fiscaal gedreven pensioen niet alleen voordelen heeft, maar dat je dan vastzit aan allerlei beknellende regels. Daar ben je geen ondernemer voor geworden!

Gaston Hendriks, onafhankelijk financieel planner uit Voorburg, constateert dat inmiddels veel ondernemers er op voorhand al van afzien om fiscaal gefaciliteerd pensioen op te bouwen. 'Ik zie dit vooral bij mensen onder de 45, 50 jaar oud. Die hebben vaak helemaal geen zin om vast te zitten aan de regels van een lijfrente. Die beleggen hun geld zelf liever in box 3. Dan kunnen ze het eruit halen als ze willen. Als het even tegenzit, of als je eerder wilt stoppen met werken, kun je het geld gebruiken. Ondanks de fiscale voordelen



LIJFRENTTE

De overheid stimuleert de opbouw van een lijfrente met fiscale prikkels. De inleg op een lijfrenterekening is aftrekbaar van uw inkomen en het opgebouwde pensioentegoed wordt niet belast met vermogensrendementsheffing (box 3). Pas als de lijfrente vanaf uw pensionering gaat uitkeren, wordt inkomstenbelasting (box 1) geheven over de uitkeringen.

Het belastingvoordeel is tweeledig:

1. U bespaart mogelijk inkomstenbelasting. Dat is het geval als u de inleg tegen een hoger belastingtarief heeft kunnen aftrekken dan het tarief waartegen de uitkeringen worden belast.
2. U betaalt geen vermogensrendementsheffing over het opgebouwde pensioenkapitaal.

Als u uw lijfrente op een manier wilt laten uitkeren die de Belastingdienst niet toestaat, is sprake van een 'verboden handeling'. Voorbeelden zijn het afkopen van een lijfrente. Ook als u in het buitenland woont en geen financiële instelling bereid is om uw lijfrente uit te keren, is sprake van een verboden handeling. De Belastingdienst belast de lijfrente dan met 52% inkomstenbelasting plus 20% revisierente, een soort belastingboete. In totaal gaat dan dus 72% naar de fiscus. ■

van box 1 raad ik de meeste mensen aan om zelf een vermogen op te bouwen en dat niet via een lijfrenteconstructie te doen.'

Hendriks ziet nog een risico van de pensioenopbouw met belastingvoordeel. 'De overheid is niet altijd even betrouwbaar. Als je op je 65ste met pensioen wilt gaan, kan dat niet meer onder dezelfde voorwaarden als voorheen. De fiscale regels veranderen voortdurend. In box 3 kun je zelf bepalen wanneer je met pensioen gaat en het geld opneemt.'

Emigreren

Als u overweegt om te emigreren, is het helemaal oppassen. Als u in Nederland een lijfrente heeft opgebouwd, is het namelijk vaak lastig of zelfs onmogelijk om dit in het buitenland te laten uitkeren. In het ergste geval bent u verplicht om uw pensioenkapitaal tegen betaling van 72% te laten afkopen. In dit geval ligt dat niet aan de Belastingdienst, maar aan de strenge regels van De Nederlandsche Bank. Als u uw pensioen in box 3 opbouwt, heeft u geen last van beknellende regels. U betaalt weliswaar jaarlijks belasting over het vermogen, maar u kunt er ten minste te allen tijde aan komen.

Als u zelf vermogen wilt opbouwen, vereist dat wel discipline. U moet van tevoren een plan hebben en u daaraan houden. Zo is het verstandig om naar een bepaalde pensioendatum toe te werken. Verder is het zaak dat u zich aan het gekozen beleggingsbeleid houdt. Dat betekent dat u niet in paniek alles verkoopt als de beurskoersen inzakken, maar dat u dan stug doorgaat met elke maand of kwartaal geld beleggen.

Naarmate het moment dat u wilt stoppen met werken dichterbij komt, kunt u het risico afbouwen. U vermindert dan het percentage aandelen en belegt meer in obligaties, ook wel lifecyclebeleggen genoemd. Een goede vermogensbeheerder houdt rekening met hoeveel risico, afhankelijk van uw levensfase, bij u past. ■

PAUL VAN DER KWAST IS JOURNALIST EN ONAFHANKELIJK FINANCIËEL PLANNER.



BELEGGEN IN BELEGGERS, IS DAT EEN GOED IDEE?

PRESIDENTSCHAP TRUMP IS GOED NIEUWS VOOR DE SECTOR

BELEGGEN

Als je beleggen overlaat aan professionals, is het logisch als beursgenoteerde vermogensbeheerders zelf ook een goede investering zijn. De laatste jaren stond de winstgroei onder druk, maar volgens kenners gloort er hoop.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Tim Guinness, telg uit de beroemde brouwersfamilie, lanceerde ruim zes jaar geleden het Guinness Global Money Managers Fund, een fonds dat uniek is in z'n soort: het belegt enkel in assetmanagers. In de beginjaren kwam het rendement overeen met de oude slogan 'Guinness is good for you'. Daarna volgde een moeizame periode waarbij het rendement achterbleef bij zowel de werelandaandelenindex als de sector waar vermogensbeheerders deel van uitmaken, namelijk financials.

Inmiddels zien de waarderingen van assetmanagers er vriendelijker uit, en spreekt medebeheerder Will Riley de overtuiging uit dat het fonds de markt weer kan verslaan. Ook fondsbeheer Vasco Moreno van het BlackRock World Financials Fund denkt dat voor assetmanagers hoop gloort.

De 'investment case' van het fonds van het in Londen gevestigde Guinness Asset Management is gestoeld



LARRY FINKS BLACKROCK 'GOED GEPOSITIONEERD VOOR DE TOEKOMST'. FOTO: HH

op vier pijlers. De belangrijkste is dat succesvolle managers hun winsten sneller kunnen laten groeien dan de markt. Daarnaast behoeven ze voor hun groei weinig kapitaal, zijn hun balansrisico's vergeleken met andere financials relatief laag en is het dividendrendement relatief hoog.

De winstgroei van de sector als geheel staat de laatste jaren echter onder druk als gevolg van twee trends: strengere regelgeving en de rotatie

van actief naar passief beheerde strategieën.

Indexbeleggen

In de Verenigde Staten kan de opmars van indexbeleggen bovendien versnellen door de gefaseerde invoering van de zogeheten Fiduciary Standard Rule. Die kan er volgens Riley toe leiden dat retailbeleggers een meer 'institutionele behandeling' van hun brokers krijgen, met lagere ver-

goedingen en een grotere allocatie naar passieve beleggingen tot gevolg.

Moreno voegt daar nog aan toe het onvermogen van veel assetmanagers om de afgelopen jaren alpha te genereren. Het overgrote deel van de actief beheerde beleggingsfondsen bleef achter bij de benchmark.

Positief voor de sector daarentegen zijn de normalisering van het monetaire beleid en de uitverkiezing van Trump tot nieuwe president van de Verenigde Staten, menen beide beheerders. De gedachte daarachter is dat als de invloed van de Federal Reserve op financiële markten afneemt, er weer meer aandacht is voor de 'fundamentals', waardoor actieve managers beter in staat zouden moeten zijn de markt te verslaan.

Donald Trump

De komst van Trump is positief om twee redenen. Hij is de fondsindustrie waarschijnlijk beter gezind dan zijn voorganger en heeft al een herziening van de Fiduciary Standard Rule aangekondigd, weet de BlackRock-manager.

Riley voegt daaraan toe dat assetmanagers dubbel zullen profiteren van lagere belastingen. Door lagere bedrijfsbelastingen blijft meer winst over. En als rijke Amerikanen minder belasting hoeven te betalen, houden ze meer geld over om te beleggen.

Oplopende rentes zijn ook goed nieuws voor de geldmarktfondsen, een sector die in feite al sinds de financiële crisis in een bearmarkt verkeert, vervolgt de Guinness-manager. 'De positie van geldmarktfondsen wordt steeds beter vergeleken met bankdeposito's.'

Mede vanwege deze outlook is het BlackRock World Financials Fund overwogen in assetmanagers. Welke aandelen het fonds in portefeuille heeft, kan Moreno niet zeggen. In de actuele en openbare lijst met de tien

grootste posities van het fonds staan alleen de namen van grote banken en een enkele verzekeraar.

Uit het jaarverslag van 2016 blijkt echter dat het fonds per eind augustus een positie had in onder meer Ameriprise Financial, het moederbedrijf van Columbia Threadneedle, en de Britse 'wealth manager' St. James's Place.

'Wij hebben belangen in een paar assetmanagers die in twee categorieën onder te verdelen zijn', zegt Moreno. 'Puur actieve managers met een sterk trackrecord ten aanzien van het genereren van alpha. En sterke wealth managers die zowel advies aanbieden aan retailklanten als over eigen fondsen beschikken.'

De assetmanagers in de BlackRock-portefeuille laten bovendien een 'gezonde groei' zien en zijn relatief goedkoop vergeleken bij hun concurrenten en hun eigen koershistorie, aldus de fondsmanager.

In de portefeuille van het Global Money Managers Fund van Guinness Asset Management zitten dertig bedrijven die een gelijke weging hebben. 'Dat is onze huisstijl. We willen ons als waardebeleggers bezighouden met de selectie van de juiste bedrijven die ons een outperformance moet bezorgen, niet met de vraag welke weging elke positie moet krijgen.'

De meest aantrekkelijke assetmanagers – en die hoeven gelet op de waardering niet altijd de beste te

zijn – vindt de fondsmanager door naar verschillende criteria te kijken. Een belangrijke ten aanzien van actieve managers is dat de fondsen zich duidelijk moeten onderscheiden van passieve fondsen, en concurrerend geprijsd moeten zijn.

Hoge active share

Dus geen actieve managers met dure indexhuggers, maar met fondsen met een hoge 'active share' en 'tracking error'. Spelers die zich onderscheiden op het gebied van assetallocatie hebben ook een streepje voor, omdat de vraag naar multi-asset-oplossingen naar verwachting zal toenemen.

Heeft een manager een sterke etf-tak, dan is dat ook pre. Puur passieve managers komen overigens ook in aanmerking voor het fonds, net als wealth managers, private-equitybedrijven, hedgefondsen en ondersteunende bedrijven zoals bewaarbanken.

Managers die om bovengenoemde redenen goed gepositioneerd zijn voor de toekomst zijn onder meer T. Rowe Price en BlackRock. Ook Jupiter en nichespeler Liontrust Asset Management, dat de afgelopen vier jaar de koers zag verviervoudigen, zitten in het fonds.

Van Waddell & Reed, een Amerikaanse assetmanager, is afscheid genomen. Ook de positie in Aberdeen is een jaar geleden verkocht. Omdat de Schotse assetmanager een grote exposure heeft naar opkomende markten die uit de gratie zijn, maar ook vanwege de tegenvallende prestaties van de fondsen. Riley: 'Met een eigen tool houden we de fondsgewogen prestaties van duizenden fondshuizen bij. Aberdeen mag dan een reputatie hebben als goede stockpickers, op drie- en vijfjaarsbasis staan ze in het derde kwartiel.'

DE POSITIE IN HET SCHOTSE ABERDEEN IS VORIG JAAR VERKOCHT

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

LEREN VAN DE 'BIG GUYS'

WHOLESALE-PARTIJEN ZOEKEN NAAR PRODUCTEN OP MAAT

INSTITUTIONEEL

Assetmanagers en banken volgen productontwikkelingen bij institutionele beleggers nu individualisme en vergrijzing aan belang winnen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Met name pensioenfondsen beleggen altijd met de verplichtingen voor ogen. Ze weten hoeveel ze moeten uitkeren in de toekomst en passen hun beleggingsmix daarop aan. Ze gebruiken daar asset liability management (ALM) voor.

In die ALM-studies wordt een link gelegd tussen de gewenste zekerheid en de termijn waarop fondsen hun verplichtingen moeten nakomen. Dat leidt tot een verdeling tussen risicovolle en risicomijdende beleggingen. Bij de obligatieportefeuille wil een fonds de looptijd zoveel mogelijk laten samenvallen met de looptijd van de verplichtingen.

'Nederland heeft vanwege de grote pensioensector veel ALM-kennis', zegt Jillert Blom, manager institutional sales bij Invesco. 'Die kennis over het matchen van verplichtingen en beleggingen is in principe ook beschikbaar voor het individu. Het is de kunst collectieve concepten individueel toe te passen.'

Dit soort producten kan leiden tot een volgende generatie lifecyclefondsen die meer is toegesneden op de belegger. De huidige lifecycle-



ERIC MATHIJSSSEN

fondsen werken met een vaste einddatum. Een fonds gericht op 2035 bouwt bijvoorbeeld het percentage aandelen af in de laatste tien jaar.

Deze lifecyclefondsen van onder meer Robeco, ABN Amro en Rabobank zijn gestandaardiseerd. Ze kunnen niet worden aangepast aan persoonlijke kenmerken zoals risicohouding en vermogenspositie. Een klant die geen moeite heeft met beleggingsrisico's en bovendien nog vermogen achter de hand heeft, wil misschien het risico minder snel afbouwen dan in het standaardfonds.

De huidige lifecycleconcepten zijn nogal rigide, vindt Ronald Janssen van Ortec Finance, dat pensioenfondsen adviseert. 'Die fondsen houden geen rekening met een wijziging van je pensioenplannen. De

looptijd staat vast. Deze fondsen bewegen evenmin mee met de behaalde resultaten. Na een aantal goede beleggingsjaren zou je het risico eerder kunnen afbouwen.'

Ook Eric Mathijssen, cliënt director bij risicomanager Cardano, verwacht veel van producten op maat. 'Niet iedereen wil hetzelfde. Er is behoefte aan producten die de klant helpen hun doelen te bereiken. Dat zijn geen financiële doelen. De ene wil een boot, de ander wil een boek schrijven. Ze hebben beiden geld nodig om die doelen te bereiken.'

Volgens Mathijssen staan velen te trappelen dit soort producten verder uit te werken. 'Probleem is dat er nog geen sluitend verdienmodel is.' Een groot obstakel bij de verkoop van producten afgestemd op het individu is dat de vermogensbeheerder meer moet weten over de klant. Persoonlijk advies is meestal geen optie vanwege de kosten.

Assetmanagers zetten hun kaarten nu op geautomatiseerd advies. Dat maakt een maatwerkproduct mogelijk voor een grotere groep. 'Het is de toekomst', stelt Janssen. 'De zorgplicht zal partijen dwingen beleggingsproducten aan te passen aan de doelen van hun klanten.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

HACKERS ZIJN NU STAATSVIJAND NR. 1

WEINIG FONDSEN BESCHIKBAAR, RENDEMENTEN VOLATIEL

SECTORANALYSE

Digitale veiligheid staat steeds hoger op de agenda bij bedrijven en overheden. Cybercrime vormt jaarlijks een schadepost van honderden miljarden dollars. Maar voor beleggers is dit nog nagenoeg terra incognita.

TEKST ANNETTE VAN SOEST

Cyberaanvallen zijn zo oud als het internet zelf, maar sinds de Amerikaanse verkiezingen en de digitale kraak bij de Democratische partij zijn ze weer volop in het nieuws. Ook de Nederlandse overheid is extra waakzaam richting de verkiezingen in maart, na berichten dat Nederlandse ministeries doelwit waren van hacks. Overigens door dezelfde Russische groeperingen die achter de Amerikaanse aanval op de Democraten zouden zitten.

Vaak door schade en schande wijs geworden, besteedt ook het bedrijfsleven steeds meer aandacht aan cybersecurity. Volgens een recent onderzoek van Hiscox – dat bedrijven wereldwijd verzekert tegen de gevolgen van hacken, verloren data en cyberaanvallen – kostte cybercrime de wereldeconomie vorig jaar meer dan \$450 mrd. Dat nog altijd een wereld te winnen is, blijkt uit het feit dat nog steeds minder dan de helft van de

bedrijven in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland goed voorbereid is op een digitale aanval, aldus de verzekeraar.

In het rapport 'Digitaal Droge Voeten' adviseerde PostNL-ceo Herna Verhagen vorig jaar Nederlandse bedrijven 10% van hun ICT-budget aan cyberveiligheid te besteden. Zij deed dat op verzoek van de Cyber Security Raad. In de praktijk ziet Jelle Niemantsverdriet, lid van het cybersecurityteam van Deloitte, dat bedrijven pas tot actie overgaan als ze zelf doelwit zijn geweest van een hack. 'Het is de algemene dynamiek om incidentgedreven te reageren', aldus Niemantsverdriet, die forensisch onderzoek doet bij gehackte bedrijven.

Hoewel de grootte van de markt moeilijk te becijferen is – de schattingen lopen nogal uiteen – bevestigt hij dat uitgaven aan cybersecurity zeker de laatste jaren hard zijn gegroeid. 'Bedrijven snappen dat dit hun hele business raakt. Het is verschoven van een IT-probleem naar een algemeen probleem.' Ze snappen ook dat niet alle aanvallen voorkomen

kunnen worden. Er is daarom vooral vraag naar software die een lek snel detecteert en repareert. 'En in het midden- en kleinbedrijf, dat minder grote budgetten heeft, zijn managed security services in opkomst, zoals een digitale meldkamer op afstand die je netwerk in de gaten houdt en verdacht internetverkeer herkent.'

Beleggingsproducten

Groeimarkt of niet, beleggers moeten nog flink wat speurwerk verrichten als zij willen inspelen op deze ontwikkeling. Zeker in Nederland zijn er nog niet veel mogelijkheden om in de sector te beleggen. Een van de voorlopers van eigen bodem is Trend Invest, onderdeel van Wijs & Van Oostveen. De vermogensbeheerder startte in oktober 2014 zijn 'cyber security trend', een 'execution only'-product.

Van de veertien aangeboden trends op dit platform, waaronder 3D-printing en robotica, zit cybersecurity in de top vijf, aldus directeur Robert Schuckink Kool. 'Het is behoorlijk populair en het wordt steeds populairder. Iets wat wordt versterkt



'HACKTIVIST' VAN HET INTERNATIONALE COLECTIEF ANONYMOUS FOTO: REUTERS

door een andere trend: internet of things.' Logisch, want als apparaten aan het internet worden gekoppeld, kleven daaraan weer veiligheidsrisico's die ingeperkt moeten worden door cyberoplossingen.

Voor bedrijven in het beleggingsmandje – dat momenteel bestaat uit zeventien aandelen maar er maximaal dertig kan omvatten – geldt de eis dat ze jaarlijks minimaal €10 mln omzet draaien. Ook wordt er gekeken naar de verhandelbaarheid. De gemiddelde dagomzet moet €1 mln bedragen. Verder dient een bedrijf een significant onderdeel van de omzet uit cybersecurity te halen. Het moet kortom een 'pure play' zijn. Schuckink Kool: 'We hebben geen oordeel over of een aandeel duur of goedkoop is, dat is subjectief. De koers-winstverhouding, daar kijken we niet naar.' Anders dan bij een exchange traded fund (etf) kunnen klanten zelf afzonderlijke aandelen in de trend verkopen.

Het bekendste cyber security-product ter wereld, en het eerste in zijn soort, is de etf van Pure Funds. De beursgenoteerde tracker met de

toepasselijke ticker HACK, volgt de ISE Cyber Security Index en bestaat uit 35 aandelen, waaronder Fortinet, Check Point Software en Palo Alto Networks. Het fonds heeft een beheerd vermogen van \$893 mln en dankt zijn populariteit deels aan goede timing. De introductie vond plaats op het moment dat de rel rond de Noord-Koreaanse hack op Sony in 2014 het nieuws beheerste.

Een geduchte, weliswaar kleinere concurrent is de CIBR van First Trust, met een beheerd vermogen van \$166 mln. Deze etf volgt de Nasdaq CTA Cybersecurity Index, een mandje van 33 aandelen zoals Symantec, VMWare en Cisco Sys-

**SECTOR KAN
REKENEN OP
OMZETGROEI
VAN 15 TOT
20% PER JAAR**

tems. Beide trackers volgen overwegend Amerikaanse bedrijven, maar ook het VK, Israël en Nederland (Gemalto) zijn vertegenwoordigd. En allebei zijn verkrijgbaar in Nederland.

Schuckink Kool van Trend Invest verwacht dat de sector de komende vijf jaar nog kan rekenen op een jaarlijkse omzetgroei van 15 tot 20%. Ondanks dat groeipotentieel bleef het rendement van zijn trend vorig jaar achter bij het beursgemiddelde. De cybersecuritytrend eindigde het jaar 1% in de min, tegen een plus van 14% voor de AEX (inclusief dividend) en een positief rendement van 6% voor de HACK van Pure Funds. 2016 was een slecht jaar voor cybersecurityaandelen. 2015 was een heel ander verhaal. Toen outperformde Trend Invest met een rendement van 24% de AEX (+7%) en HACK (+9%).

Silver bullet

Cyberaandelen zijn dus volatiel. Cyberrisico's en de producten daarmee ontwikkelen zich steeds sneller. Daarom is diversificatie belangrijk, zegt ook Jelle Niemantsverdriet van Deloitte. 'Bedrijven die met een silver bullet komen, kunnen heel snel groeien. Maar voor gespecialiseerde aanbieders is het afbreukrisico groot.' Dat merkte ook FireEye, een bedrijf dat zich lange tijd profileerde als expert in het opsporen van diefstal van intellectueel eigendom door China. In 2015 sprak toenmalig president Obama af met zijn Chinese evenknie Xi Jinping dat beide landen elkaar niet meer uit economisch oogpunt zouden hacken. Het aandeel (onderdeel van de portfolio van HACK en CIBR) kelderde. Niemantsverdriet: 'Als een oplossing op eens minder nuttig of waardevol is, kan dat enorme impact hebben.' ■

ANNETTE VAN SOEST IS FREELANCEJOURNALIST EN MEDERWERKER VAN FONDSNIEUWS.

WIE METSELT DE MUUR?

DE KRACHTIGE PSYCHOLOGIE VAN TRUMPONOMICS

VAN VISIE TOT STRATEGIE

De Trump-rally weerspiegelt de hoop op een toekomst waarin ondernemers minder aan de ketting van de overheid liggen. Houdt hij stand? Een analyse.

TEKST BRUNO DE HAAS

De man blijft verbazen. Donald Trump lanceert een presidentieel programma van betonsocialisme (méér infrastructuur) en protectionisme (méér muur), en de aandelenmarkt jubelt. Voorbij is de tijd dat beleggers een terughoudende overheid omarmden, eentje die de staatsschuld terugdringt en vrijhandel hoog in het vaandel heeft staan.

Wat heeft de impulsieve zakenman de aandelenmarkt te bieden? Vermoedelijk hoop op een terugkeer naar Amerika's kapitalistische wortels, die onder president Obama zijn afgesneden. Onlangs inspecteerde de Britse beleggingsstrateg Albert Edwards de ranglijsten die de Wereldbank opstelt voor het gemak waarmee ondernemers in landen zakendoen. Hij kwam tot een opmerkelijke conclusie. Aan de ene kant is het relatief gemakkelijk om als Amerikaanse ondernemer een lening te krijgen van de bank, en om zonder al te veel kleerscheuren failliet te gaan. Aan de andere kant kampen Amerikaanse bedrijven op tal van andere terreinen met enorme handicaps.

Zo scoren de Verenigde Staten op

criteria die de Wereldbank gebruikt voor 'gemakkelijk zakendoen' en belabberde 37ste plaats in het wereldklassement. Als het gaat om 'het gemakkelijk starten van een onderneming', stonden de VS tien jaar geleden op drie. Tegenwoordig blijft het bij een meelijwekkende 51ste plaats. Daarmee moeten de Amerikanen op dit punt hun meerdere erkennen in Albanië en Ivoorkust.

Kortom, de afgelopen jaren zijn de Verenigde Staten vervreemd van Angelsaksische geestverwanten als het Verenigd Koninkrijk en Nieuw-Zeeland. Amerika is allang niet meer het land van de onbegrensde mogelijkheden. Ook in Scandinavische landen als Denemarken en Noorwegen is het beter zakendoen. Want de belastingen mogen dan hoog zijn in Scandinavië, de regeldruk is relatief laag. In bureaucratisch opzicht kun-

nen de Amerikanen wedijveren met de Fransen en de Italianen.

Toegenomen regeldruk

De toegenomen regeldruk verklaart waarom de werkgelegenheid bij kleine Amerikaanse bedrijven al jarenlang stagneert. Anders dan multinationals ontbeert het kleinbedrijf de mensen en de middelen om zich een weg te kappen door de jungle aan wetten, regels en richtlijnen. De toegenomen regeldruk lijkt ook een van de verklaringen voor de afklevende Amerikaanse productiviteitsgroei. Niet voor niets luidde een van Trumps eerste decreten dat voor elke nieuwe regel ten minste twee bestaande sneuvelen.

Kortom, de Trump-rally heeft een belangrijke psychologische component. Die weerspiegelt de hoop op een toekomst waarin ondernemers minder aan de ketting van de overheid liggen. Toen de Dow Jones-index de 20.000-grens doorbrak, twitterde Trump uitgelaten 'Nu moeten we omhoog, omhoog, omhoog.' De vraag is echter of dat erin zit. Want Trump combineert zijn verbetering van het ondernemersklimaat met voornemens die de economie juist kunnen verzwakken, zoals zijn protectionisme. En zoals zijn plan om de groei maximaal te stimuleren

**PRESIDENT
OVER DOW: EN
NU OMHOOG,
OMHOOG,
OMHOOG**

met investeringen in infrastructuur en belastingverlaging. Dat stimuleringsbeleid vormt misschien wel de meest acute bedreiging voor de beursrally. De Amerikaanse werkloosheid ligt namelijk al zo laag, dat het moeilijk zal zijn om mensen te vinden die nieuwe vacatures kunnen vervullen. Zeker als Trump de grenzen sluit voor buitenlands personeel en buitenlandse waar.

Een voorbeeld kan duidelijk maken hoe Trump kan vastlopen met zijn ambitie om banen te creëren. Investeringsproject nummer één is de bouw van de muur langs de grens met Mexico. Zoals gezegd zit de Amerikaanse economie al dicht tegen de maximale productiecapaciteit. Er zijn nog weinig mensen die actief een baan zoeken. Waar gaat Trump de mannen en vrouwen vandaan halen die de muur bouwen? In principe kan hij op drie manieren productiecapaciteit vrijspelen uit de rest van de economie.

Recessie op komst?

De eerste mogelijkheid is dat Trump iets weet wat wij nog niet beseffen, namelijk dat er een recessie aankomt. In dat geval zal de werkloosheid net stijgen als hij mensen gaat ronselen voor de muur. Alleen is de vraag of de aandelenmarkt deze uitgekende bestedingsimpuls zou verwelkomen. Als de Trump-rally inderdaad te danken is aan een positief psychologisch effect, dan kan de teleurstelling toeslaan als hij uiteindelijk niet meer bereikt dan het voorkomen van een inzinking.

De tweede mogelijkheid is dat de recessie uitblijft, maar dan zal het niet meevallen om bouwers te vinden. Dat lukt alleen als elders in de economie mensen zonder werk raken. De centrale bank kan daarbij een handje helpen door de rente te verhogen. Dat zal sommige bedrijvig-



PRESIDENT DONALD TRUMP VAN DE VERENIGDE STATEN FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

heid ontmoedigen, waarmee handen vrijkomen voor de muur. Echter, een hogere rente vormt een bedreiging voor de aandelenmarkt. De huidige hoge koers-winstverhouding van aandelen wordt door beleggers normaal gevonden vanwege de extreem lage rente. Een renteverhoging kan de beurs doen wankelen. Hetzelfde geldt wanneer inflatie optreedt als een krappe arbeidsmarkt loonstijgingen uitlokt.

Een alternatief voor een renteverhoging is een duurdere dollar. Dat zou de Amerikaanse export afremmen, waardoor in die bedrijfstakken mensen vrijkomen om de muur te metselen. Maar Trump wil juist meer export. Dat maakt het onwaarschijnlijk dat hij een duurdere dollar accepteert als middel om te bouwen aan Amerika.

Valt er dan geen gunstig scenario voor aandelen te bedenken? Wel als wij inspiratie opdoen bij de Franse econoom Charles Gave. Hij vermoedt dat Trumps handelsgezant Peter Navarro niet zomaar de aanval heeft geopend op Duitsland. Navarro stelt dat Duitsland dankzij het lidmaatschap van de eurozone profiteert van een veel te goedkope euro. De euro weerspiegelt immers niet de fenomenale Duitse concurrentiekracht, maar de broze staat van

overheidsfinanciën en banken in de mediterrane landen. Navarro heeft gelijk. Het Duitse handelsoverschot overvleugelt inmiddels het Chinese overschot. Duitsland vormt daarmee de grootste bron van onevenwichtigheid in de wereldeconomie.

Militairen terug naar huis

De Duitsers lijken daar weinig aan te kunnen doen, omdat de wisselkoers van de euro wordt bepaald door het rentebeleid van de Europese Centrale Bank. Gave vermoedt dat Trump iets anders in gedachten heeft voor de Duitsers dan een duurdere euro. Hij houdt het voor mogelijk dat de Amerikaanse regering van de Duitsers eist om de Navo royaler te financieren en meer Duitse laarzen op de grond neer te zetten. In dat geval bespaart de Amerikaanse president op uitgaven en kunnen zijn militairen terug naar huis om ander werk te gaan doen. Hij kan dan zonder risico op oververhitting geld spenderen aan de muur tussen de VS en Mexico en andere infrastructuur. Het klinkt misschien wat vergezocht, maar vergeet niet: we moeten omhoog, omhoog, omhoog. ■

BRUNO DE HAAS IS HOOFD BELEID EN ONDERZOEK BIJ MEDIA PENSIOEN DIENSTEN. HIJ SCHRIJFT DIT ARTIKEL OP PERSOONLIJKE TITEL.



IN DE KINDERSCHOENEN

'VAN ÉÉN MARKT IS DUIDELIJK NOG GEEN SPRAKE'

POST UIT

Morningstar-coryfee San Lie verhuisde afgelopen zomer naar Qatar, waar zijn vrouw ambassadeur werd. Producten zijn vaak 'highly leveraged'.

TEKST SAN LIE

Een regelrechte cultuurshock was onze verhuizing van het overgeorganiseerde Nederland naar een land dat in meerdere opzichten nog in opbouw en ontwikkeling is: Qatar. Een land dat veel mensen zullen kennen vanwege het WK voetbal dat er in 2022 zal plaatsvinden, maar dat waarschijnlijk maar weinigen in één keer op de kaart weten aan te wijzen.

Qatar kende een periode van bitere armoede na de instorting van de parelmarkt, tot de jaren 30 van de vorige eeuw de belangrijkste inkomstenbron van het land. Maar sinds de vondst van olie en gas heeft het zich ontwikkeld tot een van de rijkste landen ter wereld. Het is fascinerend om te zien hoe de hoofdstad Doha in korte tijd is getransformeerd van een grote zandvlakte tot een hypermodern ogende stad vol wolkenkrabbers.

Naast de compleet andere mentaliteit als gevolg van de overwegend Arabisch-Aziatische mengelmoes, is voor mij een grote verandering dat ik hier – als gevolg van het werk van mijn echtgenote – diplomatieke immuniteit heb en daardoor officieel niet mag werken. Omdat ik toch ook



SAN LIE IN DOHA FOTO: LUBAIB GAZIR

zelf professioneel bezig wil blijven, richt ik mij met mijn eigen consultancybedrijf vooral op de omringende landen in de Golfregio. Daarnaast heb ik mijn naam verbonden aan het in Rotterdam gevestigde mesofinancieringsplatform Lendahand.

Wat opvalt in deze regio is de grote diversiteit tussen de landen. De afhankelijkheid van de olieprijs is groot, maar de mate waarin verschilt per land. Dubai heeft zich bijvoorbeeld al in een vroeg stadium gerealiseerd dat het de economie moest diversifiëren om minder afhankelijk te zijn van de olieprijs. Veel andere landen hebben ambitieuze langetermijnplannen om een dergelijke slag te maken. Zo investeert Qatar veel in onderwijs en zorg.

De beleggingsindustrie staat hier nog in de kinderschoenen. Portefeuilles zijn over het algemeen weinig gestructureerd. Mede als gevolg van de hoge omloop onder private bankers, die erg gevoelig zijn voor een beter aanbod bij de concurrent, is de markt vooral transactiegedreven. En, om aan de onrealistisch hoge verwachtingen van veel beleggers te voldoen, zijn de aangeboden producten vaak ook "highly leveraged".

Opvallend is ook de voorliefde van beleggers hier voor direct vastgoed. Veel mensen vertellen met trots welke gebouwen zij bezitten: hotels, kantoren, winkelcentra, maar ook bewaakte wooncentra.

De markt voor beleggingsfondsen is nog weinig ontwikkeld. De meeste internationale fondshuizen zijn in de regio vertegenwoordigd, maar de interesse is beperkt. Het aantal regionale assetmanagers is niet groot. De zogenoemde shariafondsenrange is ook minder groot dan je wellicht zou verwachten. Veel van deze fondsen zijn ook vrij klein, met beheerde vermogens van pakweg \$100 mln. Dit komt mede door de uiteenlopende interpretatie van de sharia. Van één markt is hier duidelijk nog geen sprake. ■

SAN LIE WAS TOT AFGELOPEN ZOMER HOOFD RESEARCH BIJ MORNINGSTAR BENELUX.

Mifid II-regels voor research veranderen het landschap

IRIS VAN DE LOOIJ: AAN ONDERZOEK DOOR BROKERS KOMT EEN APART PRIJSKAARTJE TE HANGEN

WET- & REGELGEVING

Een gemiddelde transactie bij een broker kost vandaag de dag ongeveer vijftien basispunten. Daarvan betaal je er waarschijnlijk zeven voor de werkelijke transactie. De overige acht zijn voor de research die je van deze broker ontvangt. Dit is een model dat al jaren bestaat, maar waar met invoering van Mifid II een einde aan komt. De loskoppeling van deze vergoedingen is van grote invloed op de markt en de spelers aan zowel de 'sell side' als de 'buy side'.

De sell-side-researchafdelingen van brokers en investment banks werden tot nu toe gezien als een 'cost center' van de bank. Zij moeten een grote slag maken om hier teams van te maken die commercieel werken, hun research weten te verkopen en kunnen aantonen waar zij waarde hebben toegevoegd. Op dit moment zoeken deze partijen naar de juiste pricing voor hun research. Lastig in een markt die altijd 'gratis' is geweest. De vraag is bovendien in hoeverre de behoefte aan research hetzelfde blijft, als de buy side er apart voor moet betalen.

De buy side van research wordt vertegenwoordigd door vermogensbeheerders, fund managers, assetmanagers en institutionele beleggers. Zij hebben twee opties: de kosten doorbereken aan klanten of die zelf absorberen. Uit verschillende marktpeilingen blijkt dat de meerderheid van de buy-side-partijen hier nog geen besluit over heeft genomen. Crisil Global Research & Analytics, eigendom van S&P Global, heeft een inschatting gemaakt dat Europese assetmanagers tussen 17 en 29% minder winst gaan boeken doordat ze de researchkosten niet of maar gedeeltelijk kunnen doorberekenen.

De hoogste researchkosten worden gemaakt door assetmanagers met actief beheerde aandelenportefeuilles. Dit drijft de verdienmodellen van actief en passief management straks dus nog



verder uit elkaar. De prijsdruk op actieve beleggingsfondsen is momenteel al groot door het succes van passieve concurrenten. Daardoor is er veel druk voor deze partijen om de kosten van de research voor hun eigen rekening te nemen. Ook speelt de omvang van de beheerder een rol; een grote partij kan de kosten beter dragen dan een kleine partij. Grote partijen overwegen zelfs hun eigen analystenteams uit te breiden. Het zijn dus vooral de kleinere assetmanagers met actief beheerde portefeuilles die problemen kunnen krijgen.

Nieuwe spelers

Iedere verandering brengt ook kansen met zich mee. Nieuwe spelers komen op de markt. Verschillende digitale platformen voor research

zijn gelanceerd. ERIC en RSRCHxchange zijn daar voorbeelden van. Op deze platformen kunnen vragers en aanbieders van research elkaar vinden. Kansen ontstaan ook voor exclusieve researchhuizen. Nu onderzoek een eigen prijs krijgt, is dit een interessante nieuwe subsector. Deze partijen weten zich vaak ook beter te verkopen dan de researchafdelingen van de investment banks.

Overigens, het kan zijn dat u zelf na 3 januari 2018 – de dag dat Mifid II in werking treedt – nog gratis research in uw mailbox blijft ontvangen. Het is niet de verantwoordelijkheid van de afzender om dit stop te zetten. Die verantwoordelijkheid ligt bij de ontvanger. Research wordt binnen Mifid II gezien als een provisie en het is verboden deze in ontvangst te nemen. U wordt dus verwacht deze e-mails te blokkeren en te voorkomen dat u er uw voordeel mee kunt doen. ■

IRIS VAN DE LOOIJ IS ZELFSTANDIG ADVISEUR. EERDER WERKTE ZIJ ONDER MEER ALS GROUP HEAD OF INVESTMENT SOLUTIONS BIJ KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS.



KLIMAATDOELEN VERGEN MEER GROENE BELEGGINGEN

GROTE BELEGGERS EN OVERHEID SLAAN HANDEN INEEN

DUURZAAMHEID

Weinig beleggers durven er nog voor uit te komen dat ze niet duurzaam beleggen. Toch zijn nog veel meer groene beleggingen nodig om de doelstellingen van het ambitieuze Parijse Klimaatakkoord te halen.

TEKST ANTON REIJINGA

Eind 2015 zetten de leiders van bijna 200 landen in Parijs hun handtekening onder het Klimaatakkoord van de Verenigde Naties (VN). Hiermee committeerden ze zich aan het maximaliseren van de opwarming van het klimaat tot ten hoogste 2° Celsius. De tevens in Parijs gevestigde International Energy Agency becijferde dat voor de emissiereductie die hieruit voortvloeit vóór 2020 een verdubbeling nodig is van de investeringen in duurzame energie en energiebesparing tot €500 mrd per jaar. Vóór 2030 zou nogmaals een verdubbeling tot €1000 mrd per jaar moeten plaatsvinden.

Ook Nederland is er nog lang niet. Volgens het Nederlandse Planbureau voor de Leefomgeving werd in 2014 ongeveer €5 mrd geïnvesteerd in duurzame energie en energiebesparing. Maar om de ondergrens van de klimaatdoelen te halen, is volgens consultantsbureau McKinsey ook hier gedurende de periode

van 2020 tot 2040 een verdubbeling noodzakelijk tot ten minste €10 mrd per jaar.

Voor de Parijse klimaatdoelstellingen, maar ook voor de Addis Ababa Action Agenda en de 2030 Sustainable Development Agenda, is een meer op impact gericht beleggingsbeleid nodig. Daarom heeft de VN vorig jaar zijn alomvattende Sustainable Development Goals (SDG's) geformuleerd: zeventien concrete doelstellingen die naast het klimaat ook gaan over zaken als betere armoedebestrijding, gezondheidszorg en onderwijs. Om de doelen vóór 2030 te bereiken, zouden bedragen bijeengebracht moeten worden van €5000 mrd tot €7000 mrd. Een aan-

**'HET BELEID
IS TE VEEL
GEFOCUST
OP DE KORTE
TERMIJN'**

tal Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en banken namen de boodschap serieus en onderschreven afgelopen december de doelen van de VN – een wereldprimeur!

De initiatiefnemers, waaronder ABN Amro, Aegon, APG, ING, MN, NN, PGGM, Rabobank en Triodos met een collectief beheerd vermogen van circa €2800 mrd, grepen de gelegenheid aan om een oproep te doen aan de Nederlandse overheid. Bij de ondertekening, tijdens een congres van het Global Impact Investing Network in Amsterdam, boden ze direct een rapport aan met aanbevelingen aan minister Lilianne Ploumen van Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking en directeur Frank Elderson van De Nederlandsche Bank (DNB).

Speerpunten

In het rapport 'Building Highways to SDG Investing' formuleerden de instellingen een aantal speerpunten om hun duurzame investeringen in het binnen- en buitenland te 'maximaliseren'. De basis van het rapport vormde een brede consultatie van medefinanciers, overheidsver-

tegenwoordigers en deskundigen uit de praktijk. In het rapport staan concrete voorstellen die erop gericht zijn investeringen in de SDG's te versnellen en op te schalen. De ontwikkeling van nieuwe financieringsinstrumenten zou moeten worden versneld. Impactbeleggen door particuliere beleggers zou moeten worden gestimuleerd. De impact zou beter meetbaar moeten worden gemaakt en barrières in regelgeving zouden moeten worden geslecht.

Bij het in ontvangst nemen van het eerste exemplaar van het rapport sprak minister Ploumen de hoop uit dat het Nederlandse poldermodel een voorbeeld in de wereld mag worden. 'Het draait allemaal om multi-stakeholdercoördinatie.'

Andersom spaarden de institutionele beleggers die op het congres aan het woord kwamen de overheid niet. Ze stelden met hun langetermijnhorizon graag meer groen te beleggen, maar dat vooral de kortetermijngrillen van overheden dit moeilijk maken. Zo heeft het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP) ambitieuze plannen de uitstoot van broeikasgasen van beleggingen in portefeuille sterk te reduceren en beleggingen in duurzame energie te verveelvoudigen. Bestuursvoorzitter Corien Wortmann-Kool riep het plots in trekken van subsidies op zonne-energieprojecten in Spanje in herinnering, waardoor het fonds zich met grote risico's zag geconfronteerd. 'Het beleid van overheden is te veel gefocust op de korte termijn', aldus Wortmann-Kool.

Weerbarstige praktijk

Haar collega Peter Borgdorff van het Pensioenfonds voor Zorg en Welzijn was het hiermee eens. Hij zei in de kantlijn van het congres dat politici vaak met mooie voorstellen komen, maar dat de praktijk vervolgens



CORIEN WORTMANN-KOOL, BESTUURSVOORZITTER PENSIOENFONDS ABP FOTO: PETER HILZ/HH

weerbarstig blijkt te zijn. 'Ze zeggen dan dat pensioenfonds meer in Nederland moeten beleggen. Maar als ik dan vraag om een lijstje met belegbare projecten van meer dan €100 mln blijft het stil.'

Wel ziet hij mogelijkheden om impactbeleggingen of duurzame beleggingen door institutionele beleggers te bevorderen, bijvoorbeeld door hier de buffereisen voor te verlichten. Belegger Hendrik Tuch van Aegon Asset Management ging nog een stap verder. In een forumdiscussie waaraan ook Borgdorff deelnam, pleitte hij voor staatsgaranties op duurzame projecten, zodat ze een alternatief zouden kunnen vormen voor beleggingen in staatsobligaties.

DNB reageerde hier een paar we-

ken later op met een eigen Position Paper over knelpunten in de financiering van groene investeringen. De toezichthouder pleitte hierin voor betere beprijzing van (CO₂)-emissies en het aanpakken van de mismatch in looptijden, het ontbreken van duidelijke standaarden, het gebrek aan durfkapitaal en de kleinschaligheid van veel groene projecten.

'Om investeerders meer zekerheid te bieden met betrekking tot beleid, dient de overheid zich te committeren aan een langetermijnvisie op de benodigde transitie, met heldere doelen en transitiepaden voor de verschillende sectoren en perioden', aldus DNB. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE CHINESE DRAAK VALT MAAR NIET OM

KAPITAALVLUCHT WIJST OP GROEIENDE ZORG BEVOLKING

LANDENANALYSE

Het is het wonder van China: al jaren wordt de ineenstorting van de economie voorspeld omdat het land gebukt gaat onder torenhoge schulden. En toch gebeurt het niet.

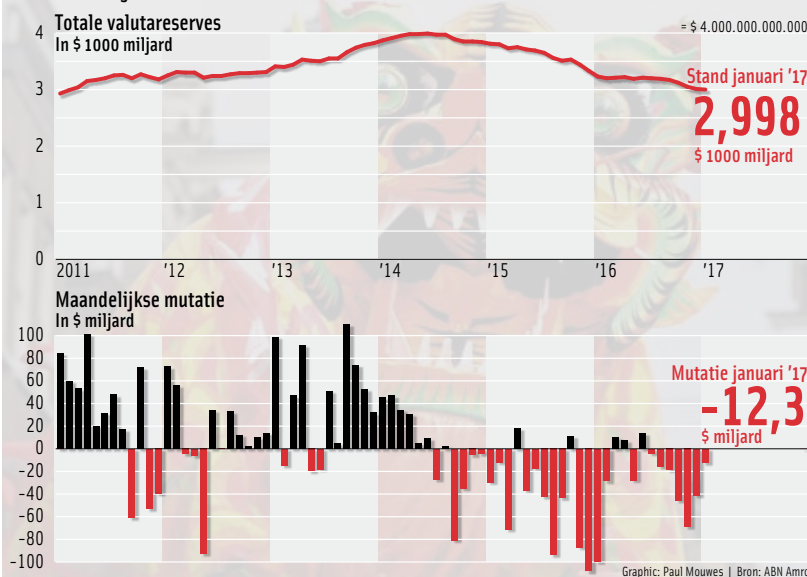
TEKST JOAN VELDKAMP

In het jaar van de haan zal de Chinese president Xi Jinping zijn macht consolideren. De meerderheid van de partijtop zal aftreden en dat geeft Xi de kans nieuwe leden te selecteren. Uiteraard zullen dat fervente aanhangers zijn van de president en zijn ideologie om van China het machtigste land in de regio te maken en de corruptie aan te pakken. Bovendien is Xi er alles aan gelegen om de economische groei op peil te houden, anders dreigt sociale onrust en dat is de grootste nachtmerrie van de communistische partij. Maar die groei zal gepaard moeten gaan met pijnlijke hervormingen, wil Xi de economie stabiliseren.

Zo gaat het land gebukt onder een zware schuldenlast die inmiddels circa 280% van het bbp bedraagt. Een deel van die schuld is verstrekt aan niet-renderende staatsbedrijven, dubieuze projectontwikkelaars en lagere overheden, die hun be-

Onder druk

De ontwikkeling van de Chinese valutareserves



talingsverplichtingen niet kunnen nakomen. Verschillende analisten in Azië vrezen dat Chinese banken een strop boven het hoofd hangt van \$1200 tot \$4000 mrd. Zij pleiten voor een grootscheepse bail-out van de banken en sluiting van niet-renderende bedrijven.

'Als dat niet gebeurt, komt binnen

een jaar of vijf zoets als een bancaire crisis', zegt ook Arjen van Dijkhuizen, senior econoom en lid van het opkomendemarktenteam van ABN Amro. Er is echter een aantal factoren in het voordeel van Peking. 'China heeft forse financiële buffers, zoals grote valutareserves. Er is dus geld om de schuldenafbouw te financieren. En de

schuld is vooral in binnenlandse handen, dus buitenlandse crediteuren zullen in China geen financiële crisis kunnen veroorzaken', aldus Van Dijkhuizen. 'Verder is de schuld van de centrale overheid – circa 20% van het bnp – vrij laag. En de liquiditeit van de belangrijkste banken wordt deels gesteund door de hoge spaartegoeden van de Chinese huishoudens.'

Die Chinese valuta-reserves waar Peking op kan terugvallen, bedragen volgens Reuters iets minder dan \$3000 mrd. Ze staan echter al enige tijd onder druk. Lange tijd kocht China op grote schaal Amerikaanse staatsobligaties en werd de koers van de yuan kunstmatig laag gehouden om de export te stimuleren. Dit leverde China de dubieuze reputatie van 'oneerlijke concurrent' op en 'koersmanipulator', waarmee ook de Amerikaanse president Donald Trump graag schermt. Maar inmiddels is het beleid gedraaid. Door de vertraging van de economische groei – die in 2016 nog altijd 6,7% bedroeg maar een dalende tendens laat zien – kreeg China opeens te maken met een uitstroom van kapitaal. Investerders en beleggers behielden in het buitenland immers een beter rendement.

Te sterke daling yuan

Ze wisselden de yuan massaal om in buitenlandse valuta; tegelijkertijd vond een rentestijging plaats in de VS waardoor de dollar sterker werd. Deze ontwikkelingen zorgden voor een te sterke koersdaling van de yuan (6% in 2016) en Peking moest ingrijpen. Een deel van de dollar-reserves werd verkocht en de eigen munt werd juist opgekocht, waardoor die weer iets in waarde steeg.

Inmiddels zijn maatregelen genomen om de kapitaalvlucht af te remmen zoals restricties voor investeringen in het buitenland, boven

de \$5 mln (met uitzondering voor industrie); ook mogen Chinese particulieren niet meer dan \$ 50.000 aanhouden over de grens. 'Om de kapitaalvlucht structureel aan te pakken, zal Peking de economie echter meer moeten stabiliseren en ook nieuwe groeisectoren verder moeten stimuleren', vindt Van Dijkhuizen.

Die ontwikkeling is volop bezig, stelt Bin Shi, senior portfoliomanager bij de UBS-desk Global Emerging Market and Asia Pacific Equities. 'De schulddragende staatsbedrijven behoren tot de oude economie, maar de nieuwe economie wint steeds meer terrein. Bovendien hebben de snelgroeiende private ondernemingen in de e-commerce, de dienstensector, de gezondheidszorg en het onderwijs niet of nauwelijks schulden.'

Shi wijst op het UBS China Opportunity-fonds dat het afgelopen jaar weliswaar een kleine koersdaling liet zien (-0,11%), maar sinds de oprichting in 2007 is het fonds ruim 46% in waarde gestegen. Ook wijst hij erop dat buitenlandse beleggers een betere toegang hebben gekregen tot de Chinese aandelenmarkt door de koppeling van de beurzen van Sjanghai en Shenzhen met Hongkong. Shi: 'Peking laat de beleggers steeds meer vrij en dat vergroot de kans dat de Chinese A-shares zullen worden opgenomen in de MSCI Emerging Markets Index.' Dat zal

'OVERHEID BLOKKEERT OPENGAAN VAN MARKT VOOR DERDEN

nieuwe beleggers aantrekken, want de MSCI wordt goed gevolgd.

Maarten Jan Bakkum, strateeg opkomende markten bij NN Investment Partners, plaatst daar een enkele kanttekening bij. 'Op termijn zal dat inderdaad wel gebeuren, maar de Chinese overheid blokkeert het proces nog steeds door de markt maar langzaam te openen voor buitenlanders. Handelsbeperkingen blijven bestaan en de overheid blijft zelf actief interveniëren in de markt. Je kan als particuliere belegger niet zomaar losse aandelen in Chinese bedrijven kopen, dat kan alleen via fondsen.' Fondsbeheerders zijn echter gebonden aan quota en mogen maar een maximum aantal aandelen kopen.

Peking blijft grip houden

Individuele beleggers hebben overigens wel vrije toegang tot de markt van Hongkong. Bakkum: 'Maar de meest interessante, innovatieve bedrijven, die actief zijn in de dienstensector bijvoorbeeld, vind je op de beurzen van Sjanghai en Shenzhen. Peking blijft grip houden op de kapitaalstromen. Pas als de overheid de teugels meer laat vieren zal opname van de A-shares in de MSCI in zicht komen.' Toch is Bakkum voorzichtig optimistisch. 'Als je gericht bent op opkomende markten kan je niet om China heen, de markt is zó groot. Maar je moet het via goede fondsen spelen om toegang te krijgen tot nieuwe, innovatieve bedrijven.'

Ook Arjen van Dijkhuizen van ABN meent dat beleggers China niet kunnen negeren. 'Veel hangt ook af van de VS. China blijft een groei-markt met potentie voor buitenlandse investeerders en beleggers, maar laten we hopen dat Trump geen echte handelsoorlog zal ontketenen.' ■

JOAN VELDkamp IS FREELANCE JOURNALIST EN VOORMALIG CORRESPONDENT IN CHINA.

MORNINGSTAR AWARDS

EVENTS



Fidelity maakt dit jaar opnieuw kans de grote winnaar van de Morningstar Awards in de Benelux te worden. Het Amerikaanse fondshuis behoort tot de genomineerden in de categorieën 'beste fondshuis aandelen', 'beste fondshuis obligaties' en 'beste fondshuis alle assetcategorieën'.

T. Rowe Price is genomineerd voor de laatste twee van de drie fondshuisprijzen. Daarnaast zijn er ook prijzen voor specifieke fondsen in vijf categorieën.

De winnaars van de Morningstar Awards worden op 6 april bekendgemaakt tijdens een mede door Fondsnieuws georganiseerde avond in de Beurs van Berlage in Amsterdam.

Tijdens deze feestelijke avond zal ook een debat plaatsvinden tussen kopstukken uit de Nederlandse beleggingsindustrie. Zij zullen debatteren over de impact van de Europese Mifid II-richtlijn op het assortiment van banken en brokers.

Het officiële programma begint om 18.00 uur, de afsluitende borrel om 21.30 uur. Voor meer informatie of aanmelden kunt u contact opnemen met Thijs Pessers via pessers@fdmediagroep.nl.

Genomineerden beste fondshuis aandelenfondsen:

Fidelity International
First State
Schroders

Genomineerden beste fondshuis obligatiefondsen:

Fidelity International
Natixis
T. Rowe Price

Genomineerden beste fondshuis alle assetcategorieën:

Fidelity International
Robeco
T. Rowe Price

Genomineerden beste mixfondsen:

NN Dynamic Mix Fund I
NN Dynamic Mix Fund III
NN Dynamic Mix Fund IV

Genomineerden beste obligatiefonds EUR:

GAM Star Credit Opportunities (EUR)
Pimco GIS Euro Bond Fund
Schroder ISF Euro Corporate Bond

Genomineerden beste aandelenfondsen Europa:

Fidelity European Large Companies Fund
JO Hambro CM European Select Values Fund
J.P. Morgan Europe Strategic Growth Fund

Genomineerden beste aandelenfondsen Wereldwijd:

iShares Core MSCI World USD Acc
MFS Meridian Global Equity Fund
Robeco BP Global Premium Equities

Genomineerden beste aandelenfondsen Nederland:

Add Value Fund N.V.
Kempen Orange
Think AEX ETF

AGENDA

6 APRIL

Uitreiking Morningstar Awards

17 MEI

Masterclass Duurzaamheid

25 SEPTEMBER

Fondsevent

EIND NOVEMBER

Investment Outlook 2018

'AANDELEN VS ZIJN DUUR, MAAR NIET EXTREEM'

STRATEGEN ZETTEN LIEVER IN OP EMERGING MARKETS

BELEGGEN

De grote fondshuizen breken zich het hoofd of de aandelenrally niet te lang duurt. De conclusie hangt af van de gekozen maatstaf. Waarderingen moet je in samenhang zien, waarschuwen de experts.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Na de aanhoudende koersstijgingen vragen veel beleggers zich af of aandelen niet te hoog gewaardeerd zijn. Wat te hoog is, hangt af van de waarderingsmaatstaf en de waardering van andere beleggingscategorieën.

De zogeheten Schiller-index, die de koers deelt door de gemiddelde winsten (gecorrigeerd voor inflatie) van de afgelopen tien jaar, is begin februari gestegen naar 24. Daarmee is deze index beland in de hogere regio's. Reden voor hoogtevrees?

Jitzes Noorman van vermogensbeheerder BMO Global Asset Management is niet zo gecharmeerd van de Schiller-index. 'Deze index heeft twee nadelen. Ten eerste worden winsten uit het verleden gekoppeld aan de huidige koers. Die geeft juist aan wat beleggers nu willen betalen met het oog op de toekomstige winsten', zegt Noorman.

Het tweede bezwaar tegen de Schiller-index, die wordt geroemd

om de langetermijneriëntatie, is de gekozen termijn. De Schiller-index middelt de winsten van de afgelopen tien jaar. Het idee daarachter is dat zo de goede en de slechte jaren van de hele bedrijfscyclus worden meegenomen. Noorman: 'Probleem is dat in de Schiller-index waar we nu naar kijken, de jaren vanaf de grote financiële crisis zitten. Dat waren jaren waarin de winsten in elkaar klaptten.'

'Zo'n ingrijpende crisis zal zeker niet elke tien jaar plaatsvinden. Je moet maar net weten dat die laatste crisis de cijfers vertekent. Door de lage winsten die volgen op de Lehman-crisis is de Schiller-index relatief hoog. Daardoor lijken aandelen

'JE MOET MAAR NET WETEN DAT DE CRISIS DE CIJFERS VERTEKENT'

duur', zo zegt Noorman.

Beleggers kijken wel met een schuin oog naar de Schiller-index, maar hechten meer waarde aan de koers gedeeld door de winst die analisten voor de komende twaalf maanden verwachten. Voor ontwikkelde markten staat deze ratio op bijna 17. Dat is hoger dan gemiddeld.

Quick and dirty

'De koers-winstverhouding is quick en dirty', zegt Frances Hudson van Standard Life Investments. 'Deze ratio geeft je belangrijke informatie, maar je moet ook andere factoren in de gaten houden.' Omdat de toekomstige winst in hoge mate bepalend is, let Hudson bijvoorbeeld scherp op bijstellingen van de winstverwachting door analisten. Hiervoor gebruikt ze een maat die de verhouding weergeeft tussen verhogingen en verlagingen. Bij een winstmomentum van 50 houden verlagingen en verhogingen elkaar in evenwicht. Is het getal hoger dan 50, dan zijn er meer analisten die een winststijging voorspellen. 'Deze ratio staat voor alle regio's boven de 50', aldus Hudson.

Ivan Moen van Optimix zegt de koers-winstverhouding alleen te gebruiken als waarschuwingssignaal. 'Een extreem hoge of lage koerswinst-ratio is een signaal om een onderneming extra kritisch te bestuderen. Ik wil dan weten wat de oorzaak is van die extreme waardering.'

Ook Noorman relativeert de betekenis van de koers-winstverhouding. 'Het is een absoluut getal. Je wilt ook weten hoe de waardering van aandelen afsteekt tegen die van andere zaken zoals obligaties en vastgoed. Voor die vergelijking gebruiken we de verwachte yield op aandelen.'

Die yield valt eenvoudig af te leiden uit de koers-winstverhouding. Wisselen van teller en noemer is voldoende. 'Dan blijkt de yield op aandelen ontwikkelde markten 6% te zijn. Aandelen leveren dus nog een zeer aantrekkelijke risicopremie op vergeleken met de rente op vastrentende waarden van 1 à 2%', aldus Noorman.

Ritu Vohora van M&G vindt yields eveneens belangwekkend. 'Vergeleken met de tienjaars US

Treasury leveren aandelen op dit moment een risicopremie op van zo'n 6%. Dat lijkt me een overtuigend argument voor aandelen.'

Hoewel het een en ander valt af te dingen op de koers-winstverhoudingen toont het getal in een oogopslag het verschil tussen regio's. De koers-winstverhouding van Europese aandelen is 15, terwijl in de VS 17,5 maal de verwachte winst wordt neergeteld voor bedrijven.

Veel indices in het groen

Beide regio's doen het goed, ondanks allerlei politieke spanningen en onzekerheden. De inkopersindex staat in de VS en Europa fors boven de 50. Meer bewijs is afkomstig van enkele verrassingsindices. Die meten bijvoorbeeld hoe vaak gerealiseerde winsten de verwachtingen overtreffen of turven het aantal analisten dat zijn winstverwachting naar boven of naar beneden bijstelt. Veel van die indices staan in het groen.

Vohora heeft allerminst de indruk dat Amerikaanse aandelen na de rally van de afgelopen maan-

den te hoog zijn gewaardeerd. Die rally is volgens Vohora ook niet het werk van Trump. 'De omslag was al begonnen vóór de verkiezing van Trump en was gebaseerd op betere fundamentals zoals de eerste winststijgingen in het derde kwartaal sinds vier kwartalen. De voorstellen van Trump hebben die rally alleen meer momentum gegeven.'

Vohora erkent dat Amerikaanse aandelen hoog gewaardeerd zijn, maar vindt het historisch gezien niet extreem hoog. 'Beleggers betalen ruim 17 keer de verwachte winst, dat ligt iets hoger dan het 20-jarig gemiddelde. Dat is niet extreem bij een verwachte winstgroei van 12%.'

Beleggers die met lede ogen de stijging van Amerikaanse beurzen hebben gadeslagen, hebben de boot nog niet gemist, meent Vohora. Zelfs de sectoren die de afgelopen maanden uitzonderlijk goed hebben gepresteerd, zijn nog koopwaardig volgens haar. 'Banken komen van ver en profiteren nu van de hogere rente en marges en deregulering.'

Noorman zet zijn kaarten liever op de opkomende markten. 'De koers-winstverhouding van opkomende markten ligt met 12,4 aanmerkelijk lager. Gevolg is dat de yield op deze aandelen hoger is: 8%. Wij zijn optimistisch over opkomende markten. Die groeien naar verwachting met 5%, terwijl ontwikkelde markten blijven steken op 2%.'

Vohora is ook enthousiast over opkomende markten. 'De prijzen in opkomende landen zijn de winstgevendheid achternagegaan. Die is gezakt met 30%. Hierdoor zijn aandelen goedkoop. Bedrijven hebben de kosten gedrukt en richten zich nu op winstgevendheid in plaats van groei.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



HANDELAREN OP WALL STREET FOTO: REUTERS

BELEG ALS JOHN DE MOL

DAGELIJKS LEVEN IS DOORDRENKT MET DIGITALISERING

FAIT DIVERS

Big data is de toekomst, weet John de Mol. Hij belegt een deel van zijn vermogen in de trend. Voor wie dit net als hij wil doen, is er nu een fonds.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Beleggen zoals de rijken der aarde kan op verschillende manieren. Het eenvoudigst is wellicht het kopen van aandelen van bijvoorbeeld HAL van de familie Van der Vorm, Investor AB van de Zweedse familie Wallenberg of Berkshire Hathaway van Warren Buffett. De Amerikaan is met beleggen de op een na rijkste man ter wereld geworden, na Bill Gates.

Om te beleggen als John de Mol zat er de laatste jaren weinig anders op dan nieuws over 'substantiele deelnemingen' te volgen. Wie dat deed had een klapper kunnen maken door – net als de miljardair – begin 2016 een positie te nemen in Delta Lloyd, de verzekeraar die later dat jaar werd ingelijfd door branchegeenoot NN Group.

Nu komt daar met een fonds van Dasym een mogelijkheid bij. Deze vermogensbeheerder beheert een deel van De Mols circa € 2,5 mrd en is gevestigd in Naarden, nabij landgoed Oud Bussem. Sinds de oprichting in 2000 staat voor het Dasym Global Opportunities Fund één megatrend centraal: de digitalisering van de samenleving.



JOHN DE MOL FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Deze ontwikkeling dringt steeds dieper door in het dagelijks leven en manifesteert zich nu op nieuwe terreinen als gezondheidszorg, onderwijs en bankzaken. 'Smart living' noemt chief investment officer (cio) Peter van Rooyen dat. Een groot deel van de beleggingen in het fonds sorteert hierop voor.

Dataficatie

Een belangrijke rol hierbij speelt de dataficatie van de wereld. 'Alle data in de virtuele wereld worden geanalyseerd en nieuwe inzichten kunnen de reële wereld helpen verbeteren. Zo kunnen we misschien het geheim van goed leren ontdekken, of voor-

spellen hoe ziektes zich ontwikkelen, of reageren op bepaalde behandelingen.'

Er zijn in de Verenigde Staten verschillende bedrijven die zich met dataficatie of big data bezighouden, vertelt Van Rooyen. 'Zorgverzekeraar UnitedHealth Group bijvoorbeeld, die met een eigen IT-unit genaamd Optum analyses maakt van de effectiviteit van medicatie. Dit is mede interessant gelet op de totale zorgkosten in de VS. Die bedragen namelijk zo'n 17% van het bbp.'

Een belangrijk kenmerk van het fonds is dat de usual suspects die profiteren van de geïdentificeerde thema's worden vermeden. In plaats daarvan zoeken de cio en zijn team naar bedrijven 'die niet direct gezien worden'. Dus waar het gaat om het veranderend kijkgedrag van consumenten geen Netflix, maar bijvoorbeeld wel Imax, een bedrijf dat zorgt voor een betere bioscoopbeleving.

Sinds de start van het Dasym Global Opportunities Fund in september vorig jaar bedraagt het rendement 6,3% (tot en met eind januari). Het is echter niet voor iedereen weggelegd om erin te beleggen. De minimale instap bedraagt namelijk € 250.000. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Valkuilen vermijden en winsten genereren: de logica van unconstrained beleggen in de huidige obligatiemarkten

MET HET OOG OP DE STIJGENDE RENTE EN DE FLUCTUERENDE OBLIGATIEMARKTEN, LEGT NICK GARTSIDE (PORTEFEUILLEMANAGER JPMORGAN FUNDS - GLOBAL BOND OPPORTUNITIES FUND) UIT WAAROM OBLIGATIEBELEGERS KIJKEN NAAR UNCONSTRAINED FIXED INCOME STRATEGIEËN OM EEN AANTREKKELIJK RENDEMENT TE KUNNEN BLIJVEN GENEREREN.

De realiteit voor obligatiebeleggers is veranderd. Hoe komt dit tot uitdrukking in de markten?

Beleggen in obligaties is in de afgelopen tien jaar steeds lastiger geworden. De markten zijn zwaar verstoord geraakt door extreem lage rentes en kwantitatieve versoepeling, en ook door enorme risicoaversie in reactie op de mondiale economische crisis en de schulden crisis in de eurozone. Doordat de obligatierentes nog steeds historisch laag zijn, kunnen beleggers er niet langer op rekenen dat de couponrente toonaangevend is voor het rendement. In plaats daarvan worden managers steeds meer uitgedaagd om een allesomvattend vastrentend instrumentarium in te zetten om zo koersrendementen te realiseren.

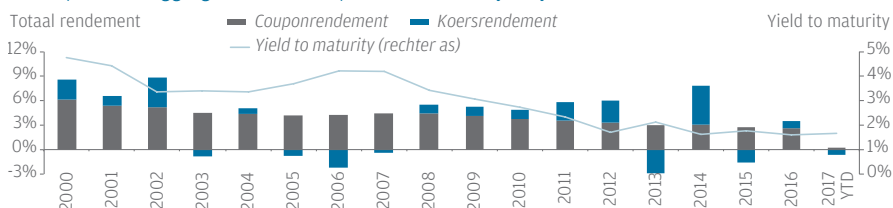
De afgelopen tijd zijn de obligatiemarkten getroffen door een belangrijke verschuiving in de groei- en inflatievooruitzichten, dit als gevolg van de Amerikaanse verkiezingen. In reactie op de plannen van Donald Trump, die de Federal Reserve er vermoedelijk toe zullen aanzetten om de rente sneller te normaliseren dan aanvankelijk verwacht, stegen de obligatierentes en vernauwden de credit spreads. De drastische verandering in de vooruitzichten zal waarschijnlijk leiden tot verhoogde volatiliteit, doordat de markt worstelt met het nieuwe obligatieregime.

Hoe kunnen beleggers in deze omgeving aantrekkelijke obligatierendementen blijven genereren en tegelijk de volatiliteit onder controle houden?

In een tijd zoals nu, met stijgende groei- en inflatieverwachtingen, moeten beleggers alle beschikbare instrumenten kunnen inzetten om vastrentende returns te genereren en de risico's te beheren. Dit betekent dat ze afscheid moeten nemen van de starheid van obligatiebenchmarks en moeten overgaan tot een unconstrained benadering, zodat ze in het grootst mogelijk universum kunnen inspelen op beleggingskansen.

Traditionele obligatiebenchmarks moeten worden vermeden om twee redenen: ze belonen slecht gedrag en bieden niet langer voldoende bescherming tegen stijgende rentes. Benchmarks zijn gewogen naar marktkapitalisatie. Ofwel,

Barclays Global Aggregate Index: componenten van het jaarlijkse rendement



Per 31 januari 2017. Bron: Barclays Live. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor nu en de toekomst.

beleggen op basis van een obligatiebenchmark betekent dat je vooral exposure hebt naar de meest schuldenrijke landen of bedrijven, die logischerwijs ook het minst kredietwaardig zijn. Daarnaast hebben veel emittenten gebruik gemaakt van de lage obligatierente om de looptijden van hun schulden te verlengen. Dat tast de yield-marge van benchmarks aan en stelt beleggers bloot aan mogelijke kapitaalverliezen als de rente weer stijgt.

In contrast hiermee staan unconstrained obligatiebeleggers. Zij kunnen flexibel alloceren naar alle vastrentende segmenten, waardoor ze hun portefeuilles optimaal kunnen positioneren als de economische omgeving verandert. Ook kunnen ze hun regionale exposure snel aanpassen, om zo politieke risico's te omzeilen. Misschien nog wel het meest cruciaal, gezien het huidige refatielklimaat, is dat ze ook de duration op flexibele wijze kunnen aanpassen, om zo de gevoeligheid van portefeuilles aan veranderingen in de rente bij te stellen.

Naar welke eigenschappen moeten beleggers kijken bij het selecteren van een unconstrained obligatiemanager?

De beste kansen binnen de wereldwijde obligatiemarkt van USD 100 biljoen in beeld brengen en ideeën genereren, vraagt om grote mondiale hulpbronnen. Het hebben van een wereldwijd bereik is echter niet voldoende. Een goede unconstrained manager moet ervoor kunnen zorgen dat de beste ideeën van beleggers over de gehele wereld, consistent worden gedeeld en vergeleken en dat deze ideeën op een risico-gecontroleerde manier worden gebundeld in portefeuilles.

Bij J.P. Morgan Asset Management hanteren we dezelfde fundamentele, kwantitatieve en technische onderzoeken voor alle obligaties en sectoren die we wereldwijd volgen. Dit kader zorgt voor consistentie bij het beoordelen van kansen in relatieve waarde. Daarnaast kenmerken we ons door een multidimensionale risicobenadering, waardoor portefeuilles goed gediversifieerd zijn. Tegelijk letten we scherp op de gevoeligheid en correlatie van portefeuilles ten aanzien van diverse risicofactoren, waaronder veranderingen in de marktresen, de wisselkoersen en de credit spreads.

Waar ziet u momenteel de aantrekkelijkste kansen en hoe probeert u portefeuillerisico's te reduceren?

Naar onze mening stimuleren de aantrekkende economische groei en de stijgende rente de vraag naar spread-producten. Om die reden zien we nu de meeste waarde in Amerikaanse high yield obligaties, investment grade bedrijfsobligaties, converteerbare obligaties, commercial mortgage-backed securities en meer selectief, in schuld papier van opkomende markten.

Omdat de rente waarschijnlijk sneller stijgt dan eerder gedacht, blijven we ook onze durationpositie reduceren. Wij denken dat de Federal Reserve de rente drie of vier keer verhoogt in 2017. Dat zal bijdragen aan het opklimmen van de rente op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties van het huidige niveau van 2,2% -2,5%, naar 3,0% -3,5% tegen het einde van het jaar.

Om in deze omgeving kansen te kunnen benutten en opdoemende risico's te vermijden, zijn de expertise en flexibiliteit vereist die alleen een ervaren unconstrained obligatiemanager kan bieden.

VERBREED DE GRENZEN VAN UW OBLIGATIEPORTEFEUILLE MET J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT

Beleggers die toegang willen krijgen tot de mogelijkheden in de wereldwijde obligatiemarkten, zijn gebaat bij een fonds met de flexibiliteit om in het gehele vastrentende spectrum te beleggen. Het JPMorgan Funds - Global Bond Opportunities Fund belegt dynamisch in de meest overtuigende beleggingsideeën van de beheerders en dat in 15 sectoren en meer dan 50 landen.

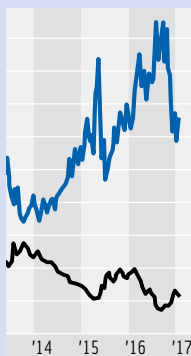


Nick Gartside
Portefeuillemanager
JPMORGAN FUNDS
Global Bond Opportunities
Fund

Er is geen garantie dat de personele samenstelling binnen J.P. Morgan Asset Management gelijk blijft. Eerdere resultaten en successen van de betreffende professionals bieden geen garantie voor de toekomst.

Uitgegeven in Nederland door JPMorgan Asset Management (Europe) S.A.R.L., Netherlands Branch, World Trade Center B-toren, 11e verdieping, Strawinskylaan 1135, NL-1077 XX Amsterdam, Nederland, gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten. Dit is een document voor promotionele doeleinden. De visies hierin moeten dan ook niet worden beschouwd als advies of aanbeveling om beleggingen of belangen te kopen of te verkopen. Houd er rekening mee dat de waarde van beleggingen en het inkomen daaruit kan fluctueren al naar gelang de marktomstandigheden en fiscale regels. De mogelijkheid bestaat dat beleggers niet het volledige bedrag van hun oorspronkelijke belegging terugkrijgen. J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co en zijn filialen wereldwijd. e039f00-f396-11e6-9fa8-005056960c8a

THEMA: OBLIGATIES



DE WIND TEGEN

Bedrijfsobligaties zijn aan de prijs en worden geraakt door een stijgende rente.

PAGINA 46-47



BUITEN BEREIK

De lage rente maakt inkomstenbeleggen lastig. Doelen blijken vaak niet meer haalbaar.

PAGINA 48-49

EN VERDER

LIEVER ACTIEF

Passief obligatiebeleggen loopt minder hard.

PAGINA 44

RECESSIE OP DE LOER IN VS

In de VS stijgen de inflatie en de rente op obligaties. Dit is niet zonder risico.

TEKST ANTON REIJINGA

Niet lang geleden braken beleggers in wereldwijde obligaties zich het hoofd over de extreem lage renteniveaus en het gebrek aan liquiditeit in de markt. Nu hebben ze er twee kopzorgen bij: dreigende inflatie en stijgende rentes.

In plaats van risk-off-reactie die veel marktvoorsers voorzagen bij een verkiezingszege voor Donald Trump, was de reactie onmiskenbaar risk-on. Vooral aandelen met een hoog cyclisch karakter waren gewild en met

name de veilig veronderstelde staatsobligaties moesten het ontgelden. Zo verdubbelde de rente op de Amerikaanse 10-jaars Treasury van een dieptepunt van 1,3% afgelopen zomer naar 2,6% tegen het einde van het jaar.

Nieuwe normaal

Sindsdien lijkt de rust weergekeerd. De Treasury-rente slingerde in januari in een nauwe bandbreedte rond de 2,4%. 'De markten waren doorgeschooten naar beneden', zegt hoofdeconoom Joachim Fels van Pimco tijdens een flitsbezoek aan Amsterdam. 'Maar nu zijn ze aan het normaliseren.' Het Amerikaanse fondshuis – beheerder van het Pimco GIS Income Fund

dat zich met een vermogen van ruim €19 mrd het grootste obligatiefonds van Europa mag noemen – vroeg zich tijdens de periodieke herijking van de strategie in december af wat Trump voor de outlook kan betekenen. De conclusie was dat het onwaarschijnlijk is dat hij de Amerikaanse economie blijvend op een hoger groeipad kan brengen.

Pimco heeft de laatste jaren het idee uitgedragen van het 'nieuwe normaal'. Met deze term duidt het fondshuis op de situatie van lage groei en inflatie, die leidt tot lage rente. De rente wordt verder gedrukt door een structureel hogere spaarquote, die mede het gevolg is van vergrijzing. 'En

het is moeilijk om te zien hoe Trump de demografie gaat beïnvloeden', lacht Fels. De belastingverlagingen die de nieuwe president in het vooruitzicht stelt, komen vooral ten goede aan rijkere Amerikanen. 'En dat is het deel van de bevolking met de hoogste spaarquote.' Fels ziet een 'neutrale rente' van circa 2%. Daarop zou voor de 10-jaars Treasury een premie van 0,5 tot 1% redelijk zijn.

Voor de inflatie kan Trump echter wel een en ander betekenen. 'De staarten van de verdeling zijn dikker geworden', aldus Fels. 'En in beide gevallen betekent dat meer inflatie.' Enerzijds kunnen hogere overheidsuitgaven het consumentenvertrouwen opstuwen en de vraag naar goederen stimuleren. Anderzijds kan het beleid via importtarieven en extra krapte op de arbeidsmarkt door strengere immigratiewetten ook leiden tot hogere kosten voor bedrijven. In beide gevallen is hogere inflatie het gevolg.

Aanhouder wint

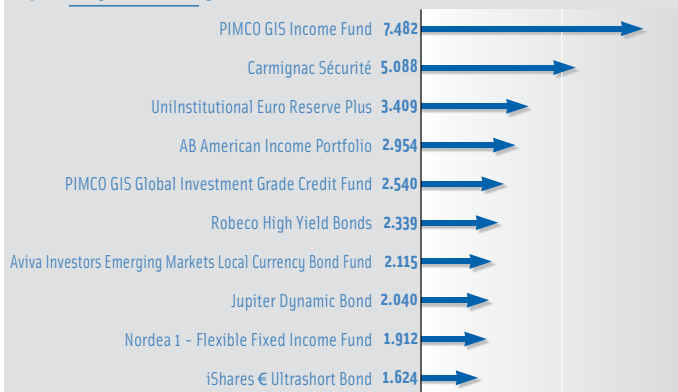
Franklin Templeton Investments was minder overtuigd van blijvend lage rente en inflatie. 'Onze research wees op precies het tegenovergestelde en we waarschuwden beleggers voor wat wij zagen als buitengewoon kwetsbare Treasury-waarderingen en asymmetrische risico's, vooral bij blootstelling aan hogere duratie', aldus cio en fondsmanager Michael Hasenstab in een toelichting aan Fondsnieuws. De eerste helft van vorig jaar bewogen de markten nog tegen hem, wat gepaard ging met uitstroom uit de obligatiefondsen Templeton Global Bond en Templeton Global Total Return – de huidige nummer twee en drie van Europa met € 17,2 mrd en € 17,7 mrd onder beheer.

Hasenstabs wraak was zoet toen de rentes in het laatste kwartaal omhoog schoten. 'Markten bewogen snel richting de door ons lang gehouden

Winnaars en verliezers in obligatieland

Alle bedragen in € mln

Top 10 obligatiefondsen grootste instroom in 2016...



...en de top 10 obligatiefondsen met de grootste uitstroom in 2016



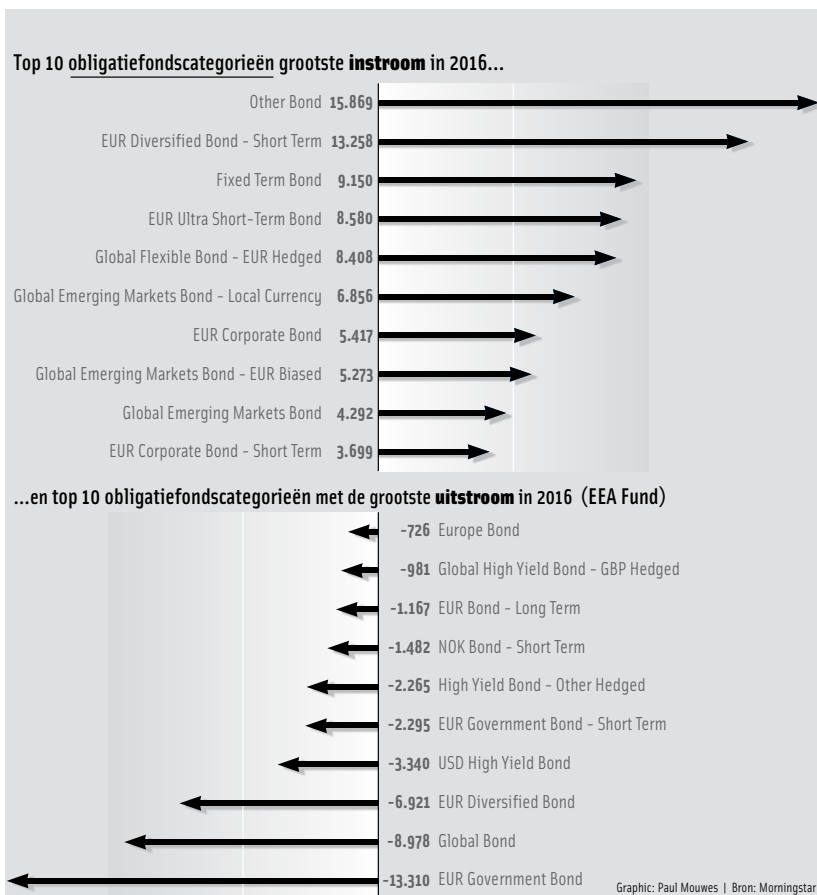
verwachting dat de inflatedruk toe zou nemen.' De gemiddelde duratie van het Global Bond Fund was minder dan twee jaar en kon zelfs naar negatief worden omgebogen. Verder was het fonds onderwogen in Japanse yen en euro, valuta die deprecieerden ten opzichte van de dollar.

Voor dit jaar verwacht Hasenstab

**'DE INFLATIE
IN DE VS ZOU
KUNNEN
OPLOPEN TOT
BOVEN DE 3%'**

dat de inflatie in de VS verder zal stijgen. 'Onze overtuiging is vooral gebaseerd op de opwaartse druk op de lonen van een beroepsbevolking nabij volledige werkgelegenheid, in combinatie met te los monetair beleid en begrotingsbeleid dat op het punt van expanderen staat.' De fondsmanager verwacht dat de inflatie van iets meer dan 2% naar boven 3% zal oplopen, ruim boven de doelstelling van de Federal Reserve. Hasenstab ziet meerdere scenario's leiden tot hogere kapitaalmarktrentes, ongeacht het tempo van renteverhogingen door de Fed.

De betrekkelijke rust op de obligatiemarkten rond de inauguratie van Trump in januari, kan wel eens de stilte voor de storm blijken. Zowel een escalatie van handelconflicten als een oververhitting van de arbeids-



markt en daaropvolgende renteverhogingen van de Fed kunnen een recessie inluiden, wijst Pimco-econoom Fels. Trump zou geen uitzondering zijn: iedere Republikeinse president sinds de Tweede Wereldoorlog kreeg te maken met ten minste één recessie.

Obligatieveteraan Bill Gross van Janus Capital ziet een stijging van de 10-jaarsrente door de 2,6% als teken dat de bullmarkt voor obligaties definitief ten einde is. Volgens de oud-topman van Pimco houdt het rentedrukende beleid van de Europese Centrale Bank en de Bank of Japan de Amerikaanse rente nu nog onder deze drempel. 'Deze centrale banken kopen nog maandelijks voor \$ 150 mrd aan obligaties op en veel van dat geld vloeit van 10 basispunten renderende Japanse staatsobligaties en 45 basispunten

renderende Bunds naar Treasuries.'

Als hieraan een einde komt, zou de Amerikaanse kapitaalmarktrente oplopen naar 3,5% en zou de economie volgens Gross onherroepelijk in een recessie raken. Jeffrey Gundlach, de ceo van DoubleLine Capital en opvolger van Gross als marktgoeroe, komt tot een soortgelijke conclusie. 'De laatste lijn in het zand is 3% in de 10-jaars [Treasury]', stelde hij de afgelopen maand in zijn jaarlijkse outlook.

Kapitaalpreservatie

Tijdens het Outlook Event van Fondsnieuws afgelopen najaar wees obligatiestrateg Nick Gartside van J.P. Morgan Asset Management er al op dat 'de dagen van het innen van coupons' voorbij zijn. Beleggers zul-

len steeds meer richting moeten kiezen om nog rendement te behalen. Het voorkomen van verlies is daarbij van groot belang. Of zoals Pimco's Fels zegt: 'Nu is de tijd van kapitaalpreservatie.'

Zwitserland

Een van de landen waar beleggers in dit kader naar keken is Zwitserland. Een ijzersterke Zwitserse frank en Zwitserse bedrijven die tegen negatieve rentes konden lenen, waren het gevolg. De meewind van onder druk staande rentes viel hierdoor weg. Dit bracht onder meer het pensioenfonds van vermogensbeheerder Lombard Odier in een lastig parket. Het fonds zwoer hierop de benchmark af en ontwikkelde een alternatief dat nu als voorbeeld voor anderen geldt.

'Als obligatiebelegger heb je keuze uit verschillende risicopremies. Een is duratie, een ander kredietrisico', zegt Carolina Minio-Paluello, hoofd sales en solutions van Lombard Odier Asset Managers, tussen klantbezoeken door in Amsterdam. Ze adviseert zo ver mogelijk van langlopende staatsobligaties te blijven. Het rendement is te laag en de rentevoeligheid te hoog. 'Je kan het duratie- en kredietrisico verlagen, bijvoorbeeld door middel van swaps. Het risicobudget dat je zo vrijspelt, kan je elders inzetten.'

Minio-Paluello denkt hierbij allereerst aan het toevoegen van meer kredietrisico, bijvoorbeeld in nog redelijk kredietwaardige high yield-obligaties. Maar ook inflatie geïndexeerde obligaties of aandelen. Een ander alternatief zijn converteerbare obligaties. 'Maar je kan ook de fees die je niet meer aan het beheer van obligaties uitgeeft, besteden aan actief management van aandelen.'

OBLIGATIES ZIJN ANDERS

'TRACKERS MOETEN AAN STRINGENTE EISEN VOLDOEN'

Passief beleggen in obligaties loopt nog niet zo'n vaart als in aandelen. Richard Abma van vermogensbeheerder OHV legt uit waarom.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Actief vermogensbeheer maakt meer dan op de aandelenmarkten het verschil op de obligatiemarkten. Cijfers van de vergelijkingssite Vermogensbeheer.nl bevestigen dit. Vermogensbeheerders die hun obligatiegedeelte actief beheren doen het gemiddeld genomen beter dan zij die het passief beheren. Bij het aandelengedeelte is het beeld juist omgekeerd.

'Een van de voordelen van een actieve manager is dat deze kan meedoen met de uitgiftes van nieuwe obligatieleningen. Dit wordt de primaire markt genoemd. Hiervoor ontvangt het fonds een premie die varieert van 0,1 tot wel 3%. De premie hangt af van de uitgevende instelling, de kredietrating, de looptijd en het beleggingsklimaat van dat moment', legt chieff investment officer Richard Abma van vermogensbeheerder OHV uit.

'Een tracker volgt de onderliggende index en zal de obligatie pas aanschaffen zodra deze reeds is geplaatst in de markt. Dan is de zogenoemde "new issue-premie" al in de koers van de obligatie verwerkt.'

Omdat een passief obligatiefonds



RICHARD ABMA

altijd handelt op de secundaire markt, kan een groot verschil tussen de bied- en laatkoers bovendien de tracking error vergroten. Dit is mede van belang vanwege de afnemende liquiditeit op de obligatiemarkten. Het verschil in rendement met de index ontstaat in eerste instantie door de kosten van de tracker. De kosten van een investment grade-tracker liggen bij de grote fondshuizen rond de 0,20 tot 0,50%.

Actief beheerde fondsen zijn bovendien meestal niet gebonden aan een vaste duratie. Abma: 'Wij kunnen door middel van het hedgen met Bobl- en Bund-futures vrij simpel de duratie van ons fonds verkorten naar één à twee jaar. Onze bench-

mark heeft een duratie van zes jaar. Aangezien de risicovrije rente lange tijd rond de 0% heeft bewogen, kost deze rentehedge de belegger nagenoeg niets.'

Wat ook van invloed kan zijn is dat een obligatietracker aan een aantal stringente voorwaarden moet voldoen die het beleggingsuniversum beperken. Voor bijvoorbeeld de meeste breed samengestelde Europese obligatietrackers betekent dit dat eisen gelden voor wat betreft de minimale uitgiftegrootte, de looptijd, de grootte van de uitstaande schuld bij het achterliggende bedrijf en de maximale coupure van een lening.

Deze beperking voor passieve fondsen biedt juist veel kansen voor actieve fondsen, stelt Abma. 'De financiële sector bijvoorbeeld geeft relatief veel obligaties uit. Dit maakt dat deze sector bijna 40% van een index uitmaakt. Er is dus een grote spreiding naar financials, terwijl de risicovergoeding relatief laag is. Een actief fonds heeft de mogelijkheid om een duidelijke onderweging te geven aan een dergelijke sector. Ook andere voorwaarden zijn streng, waardoor een groot deel van de markt wordt gemist.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

INDIAASE OBLIGATIES, CAT BONDS EN BANKLENINGEN

ASSETMANAGERS SPELEN IN OP 'SEARCH FOR YIELD'

Onder de obligatiefondsen die er vorig jaar op de Nederlandse markt zijn bijgekomen, zijn vooral veel fondsen die in de categorie 'overig' vallen.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Fondsen die beleggen in herverpakte leningen, Indiase obligaties, bankleningen en van een fonds met cat bonds, oftewel 'catastrophy bonds': leningen uitgeven door verzekeraars om polishouders te kunnen uitkeren bij rampen als orkanen of overstromingen. Een greep uit de vorig jaar gelanceerde obligatiefondsen in de categorie 'overig' geregistreerd voor verkoop in Nederland.

Uit data van fondsbeoordelaar Morningstar blijkt dat vorig jaar in totaal 950 beleggingsfondsen werden gelanceerd die beschikbaar zijn voor verkoop in Nederland, waaronder 315 obligatiefondsen. Soms zijn dit helemaal nieuwe fondsen, soms zijn het varianten, ofwel nieuwe 'share classes', van al bestaande fondsen, in een andere valuta bijvoorbeeld.

Daarnaast werden 595 fondsen geliquideerd of samengevoegd, waaronder 158 obligatiefondsen. Exchange traded funds oftewel

etf's zijn in dit overzicht van Morningstar niet meegenomen.

Wie kijkt naar waar fondshuizen vooral op hebben ingezet, valt op dat de meeste nieuwe obligatiefondsen (54 stuks) in de categorie 'overig' vallen en dat hieronder een aantal vrij exotische fondsen zijn. Fondshuizen spelen hiermee blijkbaar in op de nog altijd aanwezige zoektocht naar rendement.

Ook werden 41 fondsen gelanceerd die beleggen in schuldpapier uit opkomende landen, 38 wereldwijde obligatiefondsen en 23 zogenoemde flexibele obligatiefondsen.

Korte en zeer korte duratie

Door alle categorieën heen zie je fondsen met een korte of heel korte duratie opdoemen, waarmee assetmanagers inspelen op een rentestijging.

Ook zijn verschillende duurzame obligatiefondsen gelanceerd, waaronder het algemene 'greenbond'-fonds van NN en een nieuwe variant van het groene obligatiefonds van Allianz, maar ook varianten van duurzame bedrijfsobligatiefondsen en duurzame 'emerging market debt'-fondsen. ■

EEN GREEP UIT VORIG JAAR GELANCEERDE OBLIGATIEFONDSEN IN CATEGORIE 'OVERIG':

Aegon European ABS B EUR Acc
Eurizon EasyFund Securitized Bond Z
GS US Mortg Backed Secs A PLN H Ac

Principal Real Estate Debt I Acc USD

LO Funds - CAT Bonds (USD) IA

Robeco Financial Institut Bds IEH \$
BlueBay Fin Capitl Bnd C GBP Acc
Nordea 1 Europ Fin Debt HBC USD

Invesco India Bond A EUR AD
Aberdeen Glb Indian Bnd I-2 EUR Acc
HSBC GIF India Fixed Income BC

Allianz Enh Shrt Trm Euro AT H2-PLN
Allianz Shrt Dur Glb RE Bd AT (H2 EUR)

AXA WF Asian Shrt Dur Bds F(H)C EUR
BGF Euro Short Dur Bond I2 USD H
BGF US Dollar Short Dur Bd D2 EUR H
PIMCO GIS US Short-Term E EUR Acc
PriviEdge Brd US Sh Dr Bd ME SysH A

Bron: Morningstar

DEFENSIEVE CREDITS ZIJN KWETSBAAR GEWORDEN

GEDAALDE RISICOPREMIES ZIJN REDEN TOT ZORG

Bedrijfsobligaties zijn aan de prijs en krijgen te maken met meer tegenwind door de stijgende rente. Koopkansen zijn vooral te vinden onder risicovollere obligaties. 'Investment grade euro-bedrijfsobligaties bieden geen waarde meer.'

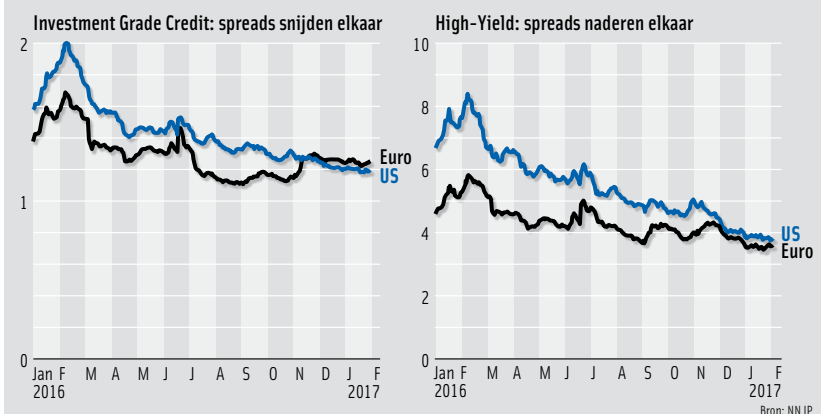
TEKST JEROEN BOOGAARD

Na de verrassende winst van Donald Trump zijn de risico-opslagen op bedrijfsobligaties nog verder gedaald. Beleggers lopen vooruit op een hogere economische groei en inflatie als gevolg van de stimuleringsplannen van Trump. Voor Luke Hickmore, Senior Investment Manager Fixed Income bij Aberdeen Asset Management, zijn de sterk gedaalde risico-opslagen reden tot zorg. 'Investment grade euro-bedrijfsobligaties bieden geen waarde meer en ook high yield begint duur te worden', waarschuwt hij.

Met de fundamentals is volgens hem niets mis, maar de risicopremies zullen eerder oplopen dan verder dalen. Vandaar dat Aberdeen een neutrale wegging heeft in het euro investment grade-segment. Senior papier of gedekte obligaties van banken vindt Hickmore nog wel aantrekkelijk vanwege de hogere yields en de verbeterde financiële positie van de banken. 'Wij blijven ons hier voornamelijk richten op banken in de kernlanden van de eurozone, zoals BNP

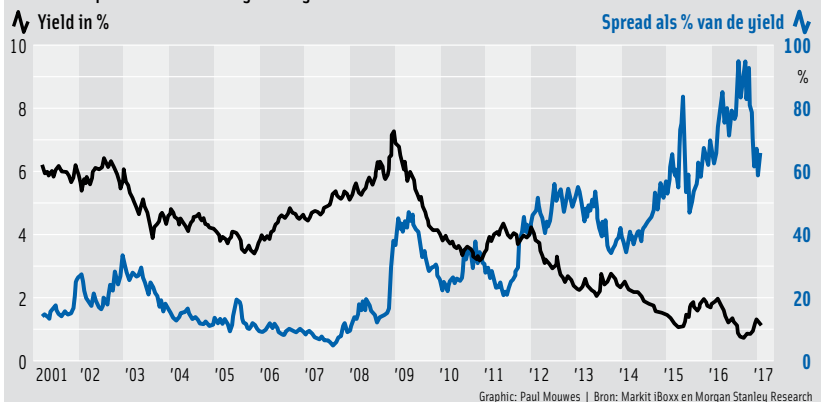
Risico-opslagen in Europa en VS kruipen naar elkaar toe

Spreads op bedrijfsobligaties in de eurozone en de VS, 2016-2017



Spread vormt groot deel van de yield momenteel

De ontwikkeling van het effectieve rendement op euro investment grade bedrijfsobligaties (buiten financials) en de risicopremie in verhouding tot de yield



Paribas en Crédit Agricole in Frankrijk en ABN Amro in Nederland. Maar ook schuld papier van bijvoorbeeld Banco Santander behoort tot zijn favorieten.

High yield

In euro high yield is Aberdeen momenteel onderwogen. Als Hickmore iets koopt, dan zijn dat kortlopende leningen of interessante individuele obligaties zoals de nieuwe zevenjarige euro lening van Jaguar Land Rover. 'Dit bedrijf heeft een investment grade-balans, maar een high yield rating en dito yield vanwege het moederbedrijf in India.'

Bedrijfsobligaties in de Verenigde Staten zullen volgens hem dit jaar beter presteren dan de Europese markt. 'Amerikaanse bedrijven opereren in een goede omgeving met een sterke dollar, een aantrekkende groei en inflatie, en ze hebben nog steeds een lage kostenstructuur. De yields zijn duidelijk hoger en compenseren ruimschoots de kosten voor het afdekken van het valutarisico.'

Binnen de Amerikaanse markt gaat zijn voorkeur eveneens uit naar leningen van financials. 'Banken hebben hun balansen ingekrompen en staan er weer een stuk beter voor. Bovendien kunnen ze profiteren van lossere regelgeving onder Trump.' Verder verwacht Hickmore een outperformance van high yield in de Verenigde Staten, waarbij hij zijn kaarten vooral zet op olie- en gasbedrijven. 'Beleggers hebben de sector gemeden, maar de kostenbasis is aanzienlijk verlaagd in de afgelopen jaren, terwijl de vraag-aanbod situatie is verbeterd.'

Verkoopgolf

Een van de grootste risico's voor alle obligatiebeleggers is een verdere rentestijging. 'Als de Amerikaanse tienjaarsrente naar 3   3,25% klimt, komt het totaalrendement van de hele bedrijfsobligatiemarkt onder druk', zegt Hickmore. De Amerikaanse markt kan volgens hem dan echter nog steeds een totaalrendement van circa 2% opleve-

ren. Voor Europese bedrijfsobligaties zal een stijging van de Duitse tienjaarsrente naar een niveau van circa 90 basispunten daarentegen al snel tot een negatief rendement leiden, omdat de yields en risico-opslagen al zo laag zijn.

Bij een stijging van de rente op de Bunds tot boven de 1% kan er weleens een verkoopgolf op gang komen, waar schuwt de obligatiestrategie. Door de lage rente zijn beleggers uitgeweken naar bedrijfsobligaties en die trend zal dan gaan keren. 'Vooral het defensief geachte segment is kwetsbaar, omdat de risicopremies op leningen van bijvoorbeeld nuts- en consumentenbedrijven zo laag zijn dat ze geen tegenwicht kunnen bieden aan een stijging van de risicovrije rente.'

Han Rijken, Head of Global Credit bij NN Investment Partners, is minder pessimistisch en vindt de Amerikaanse en Europese bedrijfsobligatiemarkt slechts licht overgewaardeerd. 'De yields zijn zo laag vanwege de zeer lage onderliggende staatsrente. De risico-opslagen liggen wel onder het historische gemiddelde, maar zijn veel hoger dan bijvoorbeeld de niveaus in 2005 en 2006.'

Hij ziet nog ruimte voor een verdere afname van de spreads in de high yieldmarkt, omdat de wanbetalingspercentages laag zijn en nog verder kunnen dalen door de aantrekkende economie.

Voor zowel het Amerikaanse als Europese investment grade-segment verwacht Rijken dat de risico-opslagen ongeveer gelijk blijven. In tegenstelling tot

high yield is investment grade echter vrij gevoelig voor de rente. Een rentestijging drukt het rendement, maar rode cijfers verwacht de obligatiespecialist niet direct. High yield biedt dit jaar volgens Rijken wel betere rendementskansen.

Achtergesteld papier

Rijken verwacht dat geld uit de sector zal wegvloien als de ECB aankondigt het opkoopbeleid sneller af te bouwen dan verwacht. Maar als de rente geleidelijk oploopt, ontstaat volgens hem geen grote verkoopdruk. Vanwege de hogere yields zal dan namelijk ook weer geld naar de markt stromen van buy-and-hold-beleggers. De obligatiespecialist is even positief over de Europese als de Amerikaanse markt. 'De yields op dollarleningen liggen hoger, maar het afdekken van het valutarisico kost ook geld.' Interessant zijn volgens hem Amerikaanse bedrijven die met euroleningen naar de markt komen, want die bieden vaak een bovengemiddelde rente.

Verder vindt hij euroleningen aantrekkelijk die niet in aanmerking komen voor het opkoopprogramma van de ECB, omdat de spreads hier niet zo sterk zijn gedaald en deze leningen minder kwetsbaar zijn als het beleid wordt afgebouwd. Het gaat dan vooral om leningen van banken. 'De Europese banken herstructureren en de kapitaalpositie wordt alleen maar sterker. Onze voorkeur gaat uit naar achtergesteld papier, zoals de zogeheten AT1-leningen en ook coco's.' Dit zijn leningen die kunnen worden omgezet in aandelen wanneer het eigen vermogen onder bepaalde buffers zakt. 'Tegenover dit risico staat echter ook een aantrekkelijk rendement van 5 tot 8%', zegt Rijken. Ook hybride leningen van niet-financiële bedrijven acht hij kansrijk. 'Ze herbergen meer risico maar bieden 200 tot 300 basispunten meer rendement dan senior papier.' ■

**'WIJ RICHTEN
ONS ZOWEL IN
EUROPA ALS
IN DE VS OP
BANKEN'**

**JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST
EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.**

INKOMSTENBELEGGEN LASTIG DOOR LAGE RENTE FINANCIËLE DOELEN BLIJKEN VAAK NIET MEER HAALBAAR

Wie wil leven van inkomsten uit zijn beleggingen, moet als gevolg van de lage rente een steeds groter belegd vermogen hebben. 'Vroeger kwam je met een miljoen heel ver, maar tegenwoordig niet meer.'

TEKST MARTIJN MOM

Inkomstenbeleggen blijft populair, vooral onder vermogende mensen die hun vermogen (deels) willen gebruiken om inkomsten te verkrijgen, zonder dat ze iedere keer een stukje van hun portefeuille hoeven te liquideren. Voor diegenen die van de opbrengst van hun beleggingen moeten leven, zorgt de lage rente echter voor problemen. Dit kan betekenen dat de financiële doelstellingen van de belegger niet behaald worden. Dit geldt vooral voor mensen met defensieve beleggingsprofielen.

Risico speelt een sleutelrol in elke belegging: geen rendement zonder risico. Een ronde langs de drie Nederlandse grootbanken, die alle inkomstenportefeuilles aanbieden, leert dat de beheerders ondanks de lage rente niet veel meer risico aan de inkomstenportefeuilles hebben toegevoegd.

'We zijn wel wat meer in high yield-obligaties gestapt en aan de aandelenkant meer in vastgoedaandelen, vooral die met een wat hoger dividendrendement', zegt Richard de Groot, directeur



RICHARD DE GROOT

vermogensbeheer bij ABN Amro.

'Door de lage rente zijn de inkomsten lager. Vooral aan de defensieve kant, maar minder aan de dividendkant. Het verschilt ook voor de verschillende risicoprofielen die we aanbieden. Offensief is redelijk op peil gebleven', aldus De Groot.

ABN Amro biedt het Comfort Inkomsten Mandaat aan met zes risicoprofielen. Het eerste en meest behoudende profiel, waarin uitsluitend wordt belegd in liquiditeiten en staatsobligaties, wordt niet meer actief aangeboden.

'In plaats daarvan adviseren we de klant om zijn geld op een spaarrekening te houden.'

Ook ING, die inkomstenportefeuilles aanbiedt met vijf risicoprofielen, heeft 'nauwelijks meer risico genomen' vanwege de lage rente, zegt Bob Homan, hoofd ING Investment Office. 'In het beleggingsbeleid neem je iets meer risico, maar niet te gek en we blijven daarbij binnen de bandbreedte van het profiel. In het vastrentende deel van de portefeuille zijn we naast de veilige staatsobligaties iets meer in high yield-bedrijfsobligaties gestapt.'

Opschuiven in risicoprofiel

De klanten van ING schuiven volgens Homan wel iets in risicoprofiel op, of ze

**'WE HEBBEN
IETS RISICO
TOEGEVOEGD
MAAR NIET
TE GEK'**



BOB HOMAN

gaan meer sparen of meer beleggen. 'Bij een rentedaling neemt het sparen toch toe, om bij een lagere opbrengst toch aan de doelstelling van inkomsten te komen. Ook worden sommige klanten iets zuiniger met hun uitgaven en passen ze hun levensstijl aan. Mensen die er echt van moeten leven ontsparen juist en snoepen wat van hun vermogen af.'

Rabobank geeft zijn klanten vanwege de lage rente in ieder geval wel het advies om tijdens het pensioen iets meer in aandelen te beleggen dan in het verleden is gedaan. 'De klant moet dan zelf het besluit gaan nemen', zegt Bert van den Broek, hoofd Beleggings Competence bij Rabobank.

ABN Amro startte eind 2011 met inkomstenportefeuilles en sindsdien is het volgens De Groot hard gegaan. De portefeuille groeit volgens hem harder dan 'onze andere mandaten, die inkomsten vergaren door beleggingen te kopen en te verkopen'.

Ook de inkomstenportefeuilles van ING zijn onveranderd populair gebleven sinds de introductie in 2009 en vormen volgens Homan de op een na grootste portefeuille van de bank. Actueel, een wereldwijde beleggingsportefeuille op normale indices, is de grootste en Duurzaam is de snelst groeiende portefeuille.

De spreiding binnen de portefeuille hangt volgens De Groot af van het risicoprofiel. 'Hoe offensiever het profiel, hoe meer belegd wordt in aandelen, en voor het aandelengedeelte geldt dat vooral in wereldwijde beleggingsfondsen wordt belegd. Daarnaast beleggen we in vastgoed en iets meer in bedrijfsobligaties. Het is eigenlijk hetzelfde als wat we de afgelopen jaren hebben gedaan. De situatie is niet heel veel veranderd.'

Risicoprofiel

Hoe passief en actief een portefeuille is, hangt ook sterk af van het risicoprofiel. 'De basis van de portefeuille is passief en in het aandelenstuk wordt belegd in een aantal beleggingsfondsen, waarvan een derde actieve fondsen. Voor een neutraal risicoprofiel geldt: een kwart actief en drie kwart passief inclusief spaarrekening', aldus De Groot.

De inkomstenportefeuilles van ING worden voor 80% actief beheerd en voor 20% passief. In de meest defensieve inkomstenportefeuille heeft Homan recent het belang in aandelen wat afgebouwd. 'Voor profiel 1 hanteren we een allocatie van 90% in obligaties en 10% in aandelen. Tot half januari zaten we nog

voor 15% in aandelen, maar het risico op aandelen is volgens ons toegenomen en we hebben wat winst genomen.'

Rendement

Of het vanwege de lage rente nog mogelijk is om van inkomstenbeleggingen te leven, hangt volgens Homan af van hoeveel geld je hebt. 'Vroeger kwam je nog ver met € 1 mln, maar tegenwoordig niet meer. Het rendement van een defensief profiel was altijd zo'n 4 à 5%, maar nu moet je hard werken voor 2%.'

Ook volgens Van den Broek van Rabobank speelt de omvang van het vermogen een grote rol. 'Voor iemand met een vermogen van miljoenen euro's maakt het eigenlijk niet veel uit hoe je het belegt: van dit vermogen leven tijdens het pensioen gaat wel lukken.'

Dat staat echter in schril contrast met de gemiddelde gepensioneerde die vaak een vermogen van € 200.000 of € 250.000 in zijn pensioenfonds heeft. Voor die personen maakt de lage rente volgens de Rabo-bankier een groot verschil. 'Het is een moeilijke keuze waar mensen voor staan: later met pensioen gaan, meer risico nemen door meer in aandelen te beleggen, minder onttrekken. Er is geen oplossing voor het probleem van de lage rente, anders hadden de pensioenfondsen het wel opgelost.'

ING verwacht dit jaar een rentestijging, zowel in de VS als in Europa, waar een stijging van de lange rente wordt voorzien. Homan speelt daarop in door de looptijd van de obligaties kort te houden. 'Op die manier kun je kortlopende schuldpapieren verkopen en langlopende bijkopen.'

Ook ABN Amro verwacht dat de rente licht zal stijgen. 'We verwachten eigenlijk meer van hetzelfde. Inkomstenportefeuilles blijven daardoor aantrekkelijk en zullen waarschijnlijk ook in 2017 het hardst groeien', aldus De Groot. ■



BERT VAN DEN BROEK

MARTIJN MOM IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Zo, weer een beurswaarheid naar de prullenbak verwezen

HANS BETLEM: ACTIEVE BELEGGER IS NIET DE LEVERANCIER VAN RENDEMENT PASSIEVE COLLEGA

COLUMN

Recentelijk viel mijn oog op een tiental beurswijs-heden die door iemand via Twitter de wereld in werden gestuurd. De boodschap van een van de wijsheden kwam op het volgende neer: actieve beleggers zijn de leveranciers van de goede (superieure) rendementen van passieve beleggers. Deze beurswijsheid klopt van geen kant.

De eerste miskleun is de stelling dat de actieve manager voor het rendement van de passieve belegger zorgt. De markt bestaat uit de som van alle actieve en passieve beleggers. Uit de constatering dat het rendement van passieve beleggers (vóór kosten) gelijk is aan dat van de index, volgt dat hetzelfde geldt voor actieve beleggers.

Actief beleggen verschilt van passief beleggen doordat het een 'zero sum game' is. Wanneer de ene groep actieve beleggers beter presteert dan de index, betekent dit per definitie dat een andere groep actieve beleggers slechter presteert dan de index. De slecht presterende actieve belegger is dus de leverancier van het superieure rendement van de goed presterende actieve belegger. De passieve belegger heeft hier niets mee te maken.

Redenen voor dankbaarheid

Passieve beleggers dienen actieve beleggers wel dankbaar te zijn voor het vervullen van een tweetal economisch nuttige functies. Actieve beleggers zorgen in de eerste plaats voor 'price discovery'. De markten moeten een bepaalde inefficiëntie etaleren, waardoor ze actieve beleggers aantrekken. Deze beleggers kunnen de inefficiënties uitbuiten zodat markten efficiënter worden. Passieve beleggers liften gratis mee op de kosten die deze actieve beleggers maken in dit proces. De actieve belegger zorgt tevens voor liquiditeit. Liquiditeit wordt gedefinieerd als het vermogen om activa om te zetten



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

in geld en vice versa. Met andere woorden: zonder actieve beleggers is er niemand die koopt of verkoopt, waardoor financiële markten ophouden te bestaan.

Bovendien beleggen de meeste passieve beleggers helemaal niet passief. De portefeuille van een echte passieve belegger ziet er ruwweg als volgt uit: aandelen (37,7%); onroerend goed (5,3%); niet-overheidsobligaties (20,9%); overheidsobligaties (36,1%). Bovenstaande allocatie geeft het belang weer van de diverse activacategorieën op de wereldwijde financiële markten. Alle andere zelfbenoemde passieve beleggers maken actieve keuzes met passieve instrumenten.

Ten slotte wordt in de tweet het superieure rendement van de passieve belegger genoemd. Los van het feit dat een passieve belegger nooit de index kan verslaan, dienen we tevens af te wachten of de gemiddelde passieve belegger wel in de buurt komt van het rendement van de index. Passieve beleggers zijn, net als actieve beleggers, onderhevig aan emotionele en irrationele beslissingen. Of is er soms een andere reden waarom het handelsvolume van de SPDR S&P 500 ETF dagelijks 9% bedraagt van het totale handelsvolume op de New York Stock Exchange?

Actief en passief zijn dus veel minder elkaars concurrent dan dat zij zelf denken. Voor sommige beleggers zijn passieve instrumenten de beste oplossing en voor anderen is een actieve beleggingsstijl beter geschikt. Het is echter te hopen voor passieve beleggers dat actieve beleggers een belangrijk deel van de financiële markten zullen blijven uitmaken. ■

HANS BETLEM IS CHIEF INVESTMENT OFFICER BIJ DE VERMOGENSBEHEERDER IBS CAPITAL ALLIES.





Alternatives **4** children



Support Children all over the world
and get connected with
the financial community.

Make a difference where it really matters.
Join us now.

info@a4c.nl
www.a4c.nl



Lef verandert alles.

De nieuwe Panamera.

Ga uw eigen gang: met volbloed sportwagenprestaties dankzij de twin-turbo motoren die tot 404 kW (550 pk) leveren of het gezamenlijke vermogen in de Panamera 4 E-Hybrid van 340 kW (462 pk). Met het comfort van een luxe limousine, dankzij de adaptieve luchtvering en achterasbesturing. En met talloze innovatieve assistentiesystemen.

Ontdek meer via: www.porsche.nl/panamera



PORSCHE

Porsche Centrum Amsterdam Sijsjesbergweg 50, 1105 AL Amsterdam. Telefoon 020 4 911 911.

Porsche Centrum Eindhoven De Scheper 305, 5688 HP Oirschot. Telefoon 088 8 911 911.

Porsche Centrum Gelderland Ressenbroek 2, 6666 MR Heteren. Telefoon 026 356 0 911.

Porsche Centrum Groningen Bornholmstraat 25, 9723 AW Groningen. Telefoon 050 8 537 911.

Porsche Centrum Leusden Zuiderinslag 8, 3833 BP Leusden. Telefoon 033 4 949 911.

Porsche Centrum Maastricht Afrikalaan 37, 6199 AH Maastricht - Airport. Telefoon 043 8 000 911.

Porsche Centrum Rotterdam Landaulettestraat 9, 3063 NR Rotterdam. Telefoon 088 911 9 911.

Porsche Centrum Twente Vonderweg 33, 7468 DC Enter. Telefoon 054 7 384 911.