

A portrait of a middle-aged man with light brown hair, wearing a dark suit jacket, a white shirt, and a red patterned tie. He is looking slightly to the left of the camera with a neutral expression. The background is a blurred office interior with large windows.

IS HET HUIDIGE MODEL HOUDBAAR?

CEO VAN HASSEL OVER DE TOEKOMST VAN ROBECO

PAGINA 6-9

**'GEEN SPRAKE VAN BUBBEL
IN NIEUWE TECHAANDELEN'**
PAGINA 12-13

**MARTIJN CREMERS: ACTIVE
SHARE ALLEEN NIET GENOEG**
PAGINA 18-20

**INSTITUTIONEEL & WHOLESAL
GROEIEN NAAR EEN MARKT**
PAGINA 30-32

VOORWOORD

Terwijl de economie in de Verenigde Staten en Europa grotendeels lijkt te zijn hersteld van de 'moeder aller crises' van 2008, duurt die in het assetmanagement nog voort. Een combinatie van lage rentes, ondermaatse rendementen van actieve managers en strenge wet- en regelgeving, zorgt ervoor dat zowel in de wholesale als in de institutionele markt van fondshuizen wordt geëist dat zij lagere kosten voor hun diensten in rekening brengen. De tijd is aangebroken dat het kaf van het koren wordt gescheiden. Wie zegt een alphanannetje te zijn, zal dat jaar na jaar ook echt moeten bewijzen. Een beetje mee marcheren met de index is nu een vorm van kamikaze, want voor indexknuffelaars bestaat in deze markt geen enkele clementie meer.

Nu kunnen assetmanagers wel een stootje hebben. De nettomarges zijn soms wel 30% of meer, maar toch: de langetermijntrends zijn niet in het voordeel van de sector. Klanten in zowel de wholesale als de institutionele markt zijn dogmatisch geworden in hun opvattingen: of je biedt een passief product aan tegen ultralage kosten en dagelijkse verhandelbaarheid, of je bent een uitmuntende actieve manager die stelselmatig de index weet te verslaan – in dat geval mag je talent ook wat kosten.

Assetmanagers die voor deze tweesprong staan, moeten nu kiezen. Veel actieve huizen proberen nog de kool en de geit te sparen en brengen naast hun traditionele producten en strategieën ook passieve oplossingen op de markt, zoals actieve etf's of 'custom beta', zoals dat in vakjargon wordt genoemd. Het is de vraag of dit partijen kan redden. De markt van passieve aanbieders is al grotendeels verdeeld tussen enkele Amerikaanse mastodonten die onmiskenbaar profiteren van hun 'first-mover advantage' en van de schaal van hun thuismarkt.

Veel marktpartijen krijgen geen plaatsje meer in deze voortdenderende trein en kopen tijd en schaal door met branchegenoten samen te gaan: Amundi heeft Pioneer Investments ingelijfd, Delta Lloyd AM wordt onderdeel van NN IP, Janus en Henderson hebben elkaar gevonden, evenals de Schotse burens Standard Life en Aberdeen AM. Beleggingscompetenties worden samengevoegd, backoffices en ICT-afdelingen geïntegreerd. Het zal de partijen hopelijk tijd geven om na te denken over een stabiele toekomst.

Veel partijen denken het heil te vinden in kunstmatige intelligentie. Daarmee betreedt de sector onbekend terrein. Nu al wordt 73% van de daghandel door machines uitgevoerd, wat deze hoogst sensitief en volatiel maakt. 'Machine learning' heeft de toekomst, niet alleen bij transacties, maar ook bij aandelenresearch, portefeuilleoptimalisatie, et cetera. Vaak hebben machines het nieuws al verwerkt voordat de manager er kennis van heeft genomen. Een 'flash crash' zoals die van 2010, toen de markt in 36 minuten onderuitging en herstelde, zal vaker voorkomen. Het is de vraag of een fondsmanager in dat krachterspel nog een rol van betekenis kan spelen.

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

Hoofdreducteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Deborah Fuhr, Bruno de Haas, Paul van der Kwast, Iris van de Looij, Harm Luttikhedde, Paul Mouwes, Auke Plantinga, Anton Reijjinga, Miranda Schoutsen.

Sales

Thijs Pessers (pessers@fdmediagroep.nl)

Website

www.fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6 x 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 14 juni 2017.

INHOUD



CEO ROBECO: IS HET MODEL HOUDBAAR?

PAGINA 6-9

GILBERT VAN HASSEL FOTO: PETER STRELITSKI

'GEEN SPRAKE VAN EEN BUBBEL'

Nieuwe, zeer snelgroeiende technologiebedrijven gaan tegen extreme waardeningen naar de beurs, met Snap Inc. als voorlopig hoogtepunt. Zijn deze bedrijven echt al die miljarden waard?

PAGINA 12-13



GEDULD IS EEN SCHONE ZAAK

Op zoek naar fondsen die hun index verslaan? Kies fondsen met een hoge active share en een geduldige manager, wijst nieuw onderzoek van mr. 'active share' Martijn Cremers uit.

PAGINA 18-20



OP WEG NAAR EEN MARKT

Individueel pensioen wordt de norm. Dit bespoedigt het naar elkaar toe groeien van institutioneel en wholesale, en het biedt grote nieuwe kansen, zeggen marktpartijen.

PAGINA 30-32



EN VERDER

AANDELEN DUUR MAAR TOCH RELATIEF GOEDKOOP

De koersen van Amerikaanse aandelen zijn flink opgelopen. De vraag is of de lage rente een stevige stut vormt onder de koersen.

PAGINA 26-27

VERWEVENHEID BANKEN EN FONDSSEN ZORGPUNT

De AFM richtte vorig jaar een speciale divisie op voor toezicht op fondshuizen en vermogensbeheerders. Een gesprek.

PAGINA 24-25

DE EENHEIDSMUNT EN HET ZWAARD VAN DAMOCLES

Als Marine le Pen de Franse presidentsverkiezingen wint, wil ze uit de euro stappen, tegen een onrealistisch geachte koers.

PAGINA 14-15

THEMAGEDEELTE OVER PASSIEF BELEGGEN

Met aandacht voor verschillende combinaties van actief en passief beleggen, synthetische trackers en écht passief.

PAGINA 39-50

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN	11
COLUMNS.....	17/50
VERMOGENSREGIE.....	22-23
DUURZAAMHEID.....	33-34
WET- & REGELGEVING	35
THEMA.....	39-50

'IS MODEL HOUDBAAR VOOR LANGE TERMIJN?'

'ROBECO IS UNIEK VANWEGE INTELLECTUEEL EIGENDOM'

COVER STORY

Bijna een halfjaar staat de Belg Gilbert Van Hassel nu aan het roer bij het Rotterdamse Robeco dat in handen is van het Japanse Orix. Een gesprek over Japanners, het bedrijf en zijn plannen en visie op de toekomst.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Japanners hebben een grote liefde voor details. Dat zie je in alles. Denk aan origami. Ze houden ervan alles heel precies te vouwen. In de Japanse bloemsierkunst is alles ook helemaal in verhouding en is elk detail op zich al fantastisch. Dit is iets om rekening mee te houden in de omgang met Japanners. Je moet goed voorbereid zijn en rapporteren op een zeer gedetailleerd niveau, op alle vlakken. Cijfers willen ze bijvoorbeeld tot 6 cijfers achter de komma, terwijl wij gewend zijn zaken af te ronden. Je moet er dus verder niks achter zoeken als ze dat aan je vragen, maar er gewoon je processen op inrichten.'

Aan het woord is Gilbert Van Hassel. Bijna een halfjaar is de Belg die tot eind 2013 topman was van ING Investment Management, nu de baas bij Robeco: het Rotterdamse fondshuis dat in handen is van het Japanse conglomeraat Orix.

'Japan is net als Nederland een consensuscultuur', vertelt Van Hassel vanuit een vergaderzaal in het nieuwe Robeco-kantoor met uitzicht op het Rotterdamse Weena en het Centraal Station. 'Maar een verschil is wel dat er in Nederland gediscussieerd wordt en vervolgens vrij snel iets besloten wordt. In een volgende vergadering kan hier echter weer op teruggekomen worden en vervolgens nog eens. Na het eerste besluit duurt de exercitie meestal dus nog vrij lang.'

Geduld is een goede deugd

'In Japan duurt het vrij lang voordat er iets besloten wordt. In de besluitvorming worden alle mogelijke details betrokken. Geduld is in de samenwerking met Japanners dus een goede deugd. Maar als er dan een besluit genomen is, is het hele bedrijf ook doordrongen van de noodzaak ervan én klaar voor de uitvoering. De uitvoering gaat vervolgens veel sneller dan in Nederland.'

Dat Japanners de reputatie hebben heel hard en veel te werken en Nederlanders graag met het avond-



GILBERT VAN HASSEL FOTO: PETER STRELITSKI

eten thuis zijn, ziet Van Hassel niet als een heel relevant verschil. 'In Japan zijn ze wat flexibel werken nog wat minder ver dan hier. Waar het om gaat is niet hoeveel tijd je op kantoor doorbrengt, maar wat voor effect je inspanningen hebben. Dat Japanners vele uren op kantoor doorbrengen, wil niet zeggen dat ze effectiever zijn.'

Van Hassel kwam aan boord bij Robeco enkele maanden nadat de Japanse grootaandeelhouder Orix besloten had de structuur van het bedrijf aan te passen. Waren Trans-trend, Boston partners, Harbour Capital en RobecoSam tot voor kort nog dochtermaatschappijen van de

Rotterdamse assetmanager, inmiddels is Robeco een van de werkmaatschappijen die op gelijke hoogte als de andere onder een nieuwe financiële holding is gekomen. Die verandering ging gepaard met het vertrek van nagenoeg de voltallige toenmalige raad van bestuur van Robeco.

Op de vraag waar het bestuur precies op stukgelopen is en of dat mogelijk te maken heeft met de cultuurverschillen tussen Nederland en Japan, wil Van Hassel niet ingaan. 'Ik geef geen commentaar op wat hier gebeurd is voordat ik kwam. Ik weet alleen wat mijn opdracht is en die is vrij eenvoudig: ik moet zorgen voor de best mogelijke performance voor onze klanten en drie- tot viermaal per jaar naar Japan komen om een update te geven. Een mandaat met zo'n grote vrijheid heb ik nog niet eerder gehad. Dat is wat je wil.'

Van Hassel werkte in de jaren negentig voor JP Morgan in Japan. 'Een fantastische periode', zegt hij daar nu over, 'maar ik zat daar ook onder heel dankbare omstandigheden.' Van '96 tot '99 was hij hoofd assetmanagement en private banking in Azië en president van de JP Morgan Trust Bank. 'Dat bedrijf had bijna zijn hele bestaan al vrij veel verlies geleden. Mijn opdracht was er weer een gezond bedrijf van te maken. Ik kwam daar in een omgeving terecht waarin het niet goed ging. Dat weegt op de mensen. Als het dan langzaam

aan beter gaat, begint het eergevoel terug te komen en herwinnen de mensen hun trots.'

Hij vertelt de groei te hebben teruggebracht door te stoppen met het werven van nieuwe klanten. 'We besloten alles in te zetten op het vergroten van de bestaande mandaten. Doe je dat, dan gaat alles wat je opbouwt direct naar de winst, zonder dat er aanloopkosten zijn.' Hier bovenop kwam dat de Japanse economie begon op te veren en er heel veel belangstelling was voor aandelen. De Japanse overheidsinstellingen kochten ook heel veel obligaties en aandelen. Wij hadden een goede performance dus konden hier goed van mee profiteren. In een paar jaar tijd hadden we een bedrijf dat een goede winst maakte.'

Na gesprekken

Deze casus heeft Orix ongetwijfeld aangesproken. Of het eerste initiatief om te gaan praten van hemzelf of van de Japanners is uitgegaan, laat hij in het midden: 'Zoiets vindt altijd na gesprekken plaats. Het was duidelijk dat er voor Robeco een nieuwe voorzitter werd gezocht. Daarvoor worden altijd executive search firms gebruikt. Hierbij waren een aantal elementen belangrijk: ervaring bij een assetmanagementbedrijf en affiniteit en kennis van de Nederlandse markt. Ik denk dus dat ze vooral hebben gekeken naar mijn ervaring bij ING IM. Het feit dat ik graag en goed in Japan heb gewerkt, zullen ze als "een element" hebben meegenomen.'

Gevraagd naar zijn eigen overwegingen vertelt hij dat hij na zijn periode bij ING IM een tijd vrij heeft genomen. 'Ik had daar meegewerkt aan het opbouwen van een internationale assetmanager, maar als gevolg van de ontvangen staatssteun waren wij gedwongen onze asset-base te



**'NIET EERDER
HAD IK EEN
MANDAAT MET
ZO'N GROTE
VRIJHEID'**

verlagen. We hebben onze activiteiten in Zuid-Amerika verkocht, de activiteiten in de Verenigde Staten naar de beurs gebracht en een stuk van het bedrijf in Azië verkocht.'

'Daarna was het voor mij tijd even een pauze te nemen om de dingen te doen die nog op mijn bucketlist stonden. Ik heb vooral veel gereisd, gegolfd en gelezen. 'Maar toen ik op een gegeven moment 's ochtends en 's middags aan het golfen was, realiseerde ik mij dat ik terug wilde keren. Dan zijn er veel dingen waarvan je zelf zegt: "misschien beter niet" en een aantal dingen waarvan je zelf zegt "misschien wel", maar de andere kant zegt: "misschien beter niet". Maar toen ik een telefoontje kreeg en begon te praten over Robeco heb ik gelijk tegen mijn vrouw gezegd: dit wordt het. Een aantal maanden later was het rond.'

Eerste belegging ouders

Mooi aan Robeco vindt hij dat het een huis is met een grote naam en een lange historie. 'Ik herinner me nog dat Robeco de eerste belegging was van mijn ouders. Ik was toen nog een tiener, dus was er verder niet bij betrokken, maar ik herinner het me wel.'

Wat Van Hassel ook erg aansprekt is dat Robeco 'een pure play' is, zoals hij het noemt. Robeco is alleen een fondshuis en geen onderdeel van een bank of verzekeraar. 'Het voordeel daarvan is dat dit je toestaat echt alleen op assetmanagement te concentreren. Als je onderdeel bent van een bank, dan wordt van je verwacht dat je de distributiekanaalen voedt met nieuwe producten. Als onderdeel van een verzekeraar is het natuurlijk interessant dat je verantwoordelijk bent voor het investeren van de general account. Maar aan de andere kant heb je ook third party-klanten. Dat kan tot dis-

CV GILBERT VAN HASSEL

Robeco Institutional Asset Management, Rotterdam

Ceo and chairman of the executive committee
2016 - heden

Sabbatical

Jan 2014 - Sept 2016

ING Investment Management, Den Haag

Ceo Investment Management en Member of the Board Insurance and Asset Management
2009 - Dec 2013
Locatie: Den Haag

ING, Den Haag

Ceo ING Investment Europe
2007 - 2009

JP Morgan Asset Management, New York

Global Head of Operations and Technology
2002 - 2007

JP Morgan AM, New York

Global Head of Fixed Income
1999 - 2002

J.P. Morgan AM, Tokio

Head of Asset Management and Private Banking Asia. en President JP Morgan Trust Bank Japan
1996 - 1999

JP Morgan AM, Singapore

Head of the Singapore Office
1995 - 1996

JP Morgan Securities Asia, Tokio

Coo Global Market Asia en Co-head Yen Fixed Income Desk
1993 - 1995

cussies leiden.' ING IM was beide. Van Hassel: 'Hier heb je dat niet en kan je je 100% focussen op je externe klanten en dan met name op het bieden van de beste performance en de beste service.'

Alpha genereren

Dat is precies ook zijn plan. 'Mijn doel als actieve assetmanager is alpha genereren. Als we dat doen, dan ben ik ervan overtuigd dat we ook zullen groeien, maar groei an sich is niet mijn eerste doelstelling. Wij moeten alleen producten ontwikkelen die toegevoegde waarde hebben voor klanten.'

Eerder zong het cijfer rond dat Orix wilde komen tot een wereldwijde assetmanager met in totaal zo'n €600 mrd onder beheer. Van Hassel zegt die doelstelling zelf niet te kennen, maar een dergelijke ambitie zich vanuit Orix wel te kunnen voorstellen. 'Orix is in feite een private-equitypartij waar zo'n duizend bedrijven onder hangen. De meeste hebben vrij grote volumes, maar lage marges. Assetmanagement draagt dus voor Orix bij aan diversificatie. Orix heeft als doel een corporate return on assets van 3% en een return on equity tussen de 10 en 12% te behalen. De return on assets van een assetmanager is oneindig, want de assets zijn van de klanten. De return on equity ligt tussen de 20 en 30%. Dat Orix assetmanagement als groeiparel ziet, hoeft dus niet te verbazen.'

Tegelijkertijd is het volgens Van Hassel duidelijk dat er goed gekeken moet worden of het huidige businessmodel van assetmanagers houdbaar is voor de lange termijn. 'Je ziet dat er een nog steeds toeneemende vraag is naar passieve producten, maar ook naar smart bèta factorproducten. Dit zijn producten met lagere kosten. Aan de andere

kant is er sprake van toenemende regeldruk en wordt de regelgeving bovendien steeds complexer. En dan hebben we ook te maken met demografische veranderingen. Steeds meer babyboomers gaan met pensioen of zijn dat al. Waardoor in toenemende mate behoefte is aan decumulatie- in plaats van accumulatieproducten. Als gevolg hiervan nemen onze inkomsten af en onze kosten toe. En dan is er ook nog sprake van technologische veranderingen. Denk aan machine learning, robo-advice, blockchain. Dit alles leidt tot een omgeving waarin de kosten stijgen, terwijl er druk is om de fees op producten te verlagen. Dat vermindert de marges. We hebben recent een aantal fusies gezien die ingegeven werden door de mogelijkheden kosten te besparen. Denk aan Amundi en Pioneer, Aberdeen en Standard Life en Henderson en Janus.'

Overnames

Orix is traditioneel steeds gegroeid door het kopen van andere bedrijven. Het doen van overnames is voor Orix een heel belangrijke activiteit, aldus Van Hassel. 'Het komen tot fusies en overnames is voor Robeco geen doel. Dat wil niet zeggen dat we overnames uitsluiten. Wij kijken wel of we kunnen investeren in capabilities die we niet in huis hebben of waar we vandaag de dag niet heel sterk in zijn. Maar net zo goed kijken wij of we onze distributie kunnen uitbreiden in sommige landen.' Terreinen waar nog versterking mogelijk zou zijn door bijvoorbeeld een team over te nemen van een andere partij zijn bijvoorbeeld private debt of andere illiquide assets zoals infrastructuur.

Er wordt momenteel gewerkt aan het volgende meerjarenplan. Robeco had eind 2016 €137 mrd onder beheer. Daarvan was 70% institutioneel

vermogen en 30% retail. Er wordt ingezet op de groei van beide, zegt Van Hassel. Op retailgebied wordt bijvoorbeeld gekeken naar mogelijkheden het directe kanaal ook in het buitenland uit te rollen.

Van Hassel: 'We moeten echter niet vergeten dat we vanaf 2009 te maken hebben gehad met een constante bullmarkt. De vraag is hoe lang dit nog duurt. Een bullmarkt wordt altijd gevolgd door een bearmarkt. Er komt een tijd dat het weer winter wordt.'

Zorgen over Robeco maakt hij zich niet. 'Ik denk dat wat wij hebben vrij uniek is, in die zin dat het niet zozeer schaalgedreven is, maar gedreven door intellectueel eigendom. In die zin dat innovatie geleid heeft tot een betere investment performance. Ik ben ervan overtuigd dat als je alpha kunt leveren er altijd interesse zal zijn voor je producten.'

De kernexpertisegebieden van Robeco zijn volgens Van Hassel de quant-strategieën, maar daarnaast ook credits, emerging markets, de benchmark agnostische fundamental equity-strategieën en duurzaamheid. Onder quant valt alles gebaseerd op slimme algoritmes, zoals de core-quant-strategieën, maar ook de conservatieve equity-strategieën en de factoroplossingen. Van Hassel: 'We kijken naar de mogelijkheden voor een multi-asset factorportefeuille om als basis te dienen voor deep retail-portefeuilles op bijvoorbeeld executoin only-platformen. Ook denken we erover om onze factorindices in licentie te gaan aanbieden aan andere.'

Onder de benchmark agnostische fundamental equity-strategieën vallen de geconcentreerde aandelenfondsen met een hoge active share waaronder het Robeco Global Stars Equity Fund en Robeco Emerging Stars Equity Fund.



BELONINGEN

De vraag of de beloningen in de financiële sector in het algemeen en de assetmanagementsector in het bijzonder te royaal zijn, wil Robeco-ceo Van Hassel niet beantwoorden. 'Dat is een sociale discussie, maar ik denk dat je moet doen wat nodig is om de beste mogelijkheden te creëren om alpha te genereren. Soms betekent dat dat je iets meer moet betalen om kwaliteit aan te trekken.'

De druk op de marges kan er volgens Van Hassel echter toe leiden dat het noodzakelijk wordt kosten te verlagen. 'In theorie kun je dan bijvoorbeeld besparen op de totale beloningspakketten ja.'

Duurzaamheid tot slot blijft volgens Van Hassel 'echt een heel belangrijke pijler'. 'In klantgesprekken heb je het tegenwoordig binnen een halfuur over duurzaamheid. Iedereen is hiermee bezig. Persoonlijk geloof ik er ook heel erg in. Over twintig jaar hebben wij als industrie niet alleen als doel to create wealth maar ook het creëren van well-being.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

TIJD OM UIT VS TE STAPPEN

FAVORIETE GRAFIEKEN

Amerikaanse aandelen zijn te duur, Europese aantrekkelijk, dus tijd om de weging aan te passen, stelt beleggingsstrateeg Neil Dwane van AllianzGI.

Europese waarderingen op laagste punt in 20 jaar

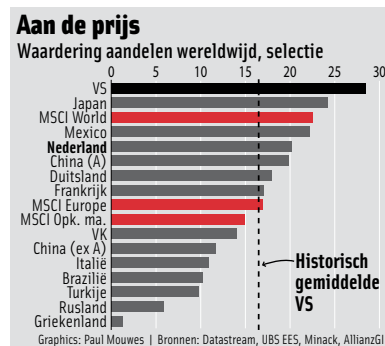
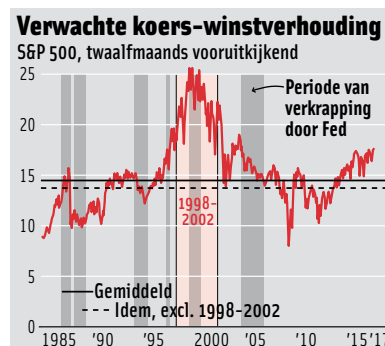
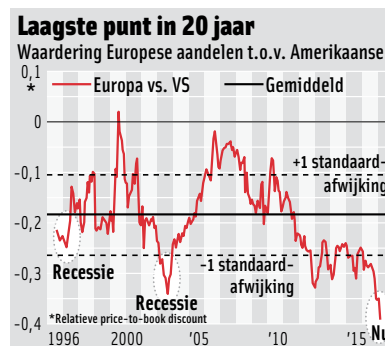
Amerikaanse aandelen hebben sinds de grote financiële crisis veel beter gepresteerd dan alle andere aandelenmarkten. Inmiddels hebben zij echter een punt bereikt waarop we gevoelig kunnen zeggen dat ze op basis van de meeste traditionele maatstaven duur zijn. We kunnen een heleboel redenen aanvoeren voor deze bullmarkt rally. De meeste verklaringen leggen de nadruk op de flexibele open economie van de Verenigde Staten en de gecoördineerde beleidsreactie na de crisis die voor voldoende kapitaal zorgden om de banken en de vastgoedmarkten weer in het zadel te helpen. De vraag is nu wat beleggers in Amerikaanse aandelen vandaag de dag moeten doen om rendement te behalen en de koopkracht van hun vermogen te beschermen.

Te veel optimisme verdisconteerd in waarderingen

De Fed vindt de economie veerkrachtig, maar wel wat tam, ziet de situatie van volledige werkgelegenheid naderen en lijkt te hopen dat de lonen wat overtuigender gaan stijgen. Maar de vraag is of er zoveel optimisme verdisconteerd mag zitten in de waardering van Amerikaanse aandelen nu marktpartijen vooruitlopend op hogere rentes al zulke enorme shortposities hebben ingenomen in tienjaars Amerikaanse Treasuries? Het verleden leert ons dat de S&P 500 aanzienlijk daalt in periodes met stijgende rentes en een aanzienlijke overwaardering van aandelen. Daarom lijkt het onlogisch als belegger een longpositie in Amerikaanse aandelen aan te houden als je uitgaat van meer stimulerende maatregelen van Trump en meer renteverhogingen.

Europa momenteel aantrekkelijker dan de Verenigde Staten

Alhoewel de waarderingen wereldwijd vertroebeld zijn door het nulrentebeleid, kunnen we toch duidelijk stellen dat de Amerikaanse aandelenmarkt duur is en de rest van de wereld niet. Als we daar nog eens aan toevoegen dat de Amerikaanse dollar zo'n 20% overgewaardeerd is, dan luidt de vraag voor beleggers niet óf maar wanneer het tijd wordt om uit Amerikaanse aandelen te draaien naar andere beleggingen met meer potentieel. En natuurlijk merken we daarbij fijntjes op dat die conclusie al lang en breed getrokken is door de vele Amerikaanse ondernemingen die momenteel in Europa en Azië op koopjesjacht zijn.



NEIL DWANE IS GLOBAL STRATEGIST BIJ ALLIANZ GLOBAL INVESTORS. EERDER WERKTE HIJ ONDER MEER BIJ JPMORGAN, FLEMING INVESTMENT MANAGEMENT EN KLEINWORT BENSON INVESTMENT MANAGEMENT. HIJ BEZIT EEN BACHELORGRAD IN KLASSIEKE TALEN.



'VAN AANDELENBUBBEL IN TECH IS GEEN SPRAKE'

MAAR IPO SNAP HERINNERT WEL AAN DIE VAN NETSCAPE

SECTORANALYSE

Nieuwe, zeer snelgroeiende technologiebedrijven gaan tegen extreme waarderingen naar de beurs, met Snap Inc. als voorlopig hoogtepunt. Dat hier sprake is van bubbelvorming, wordt betwist.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Zonder te weten of het bedrijf ooit een cent winst zal maken en zonder ook maar iets te vertellen te krijgen, doken beleggers begin vorige maand massaal op Snap Inc., het bedrijf achter Snapchat.

Op de eerste beursdag sloot het aandeel 44% hoger op \$24,48, om er de dag erna nog een schepje bovenop te doen en te eindigen op \$27,09. Sindsdien koerst het aandeel wat lager, maar eind maart was het bedrijf nog altijd ruim \$25 mrd waard. Niet slecht voor een app waar gebruikers lollige foto's met vrienden kunnen delen.

Ondanks zo'n 160 miljoen actieve gebruikers en een omzetstijging van 600% over het afgelopen jaar durfde aanvankelijk haast geen beleggingsanalist een koopadvies voor het aandeel af te geven. Analisten van Cantor Fitzgerald bijvoorbeeld, geven een verkoopadvies en spreken van een 'opgeblazen waardering, een advertentiemodel dat zich nog

moet bewijzen, een onervaren managementteam, een afremmende groei en de dreiging van Instagram en Facebook'.

Volgens hen is het nog hoogst onzeker of Snap de nieuwe Facebook of Twitter zal worden, terwijl het ten tijde van de beursgang het duurste techbedrijf ooit was (op basis van de beurswaarde-omzetverhouding).

Is Snap daarmee de bevestiging van een bubbel in techaandelen? Ja, stelt het kritische beleggersplatform Zerohedge. 'Snap herinnert ons aan de beursgang van Netscape in 1995. Netscape was het eerste, echte dot-combedrijf dat werd gewaardeerd op een niet-geanticiepeerd hoge

ZIJN DEZE BEDRIJVEN ECHT AL DIE MILJARDEN WAARD?

koers, waarna de beursganggekte pas goed losbarstte.'

De eerste handelsdag sloot het aandeel Netscape op \$58,25, een plus van 108%. 'Dit gebeurde allemaal zonder winstgevend te zijn of van een goed bedrijf te kunnen spreken volgens de gangbare boekhoudregels.'

Snap wordt volgens het platform gepositioneerd als een revolutionair bedrijf met miljoenen gebruikers en out of the box ideeën. 'Maar zijn die ideeën al die miljarden dollars waard?'

Extreme winstgevendheid

In tegenstelling tot Zerohedge geloven veel andere beleggers dat wel. Zoals portfoliomanager Alison Porter van het Britse fondshuis Henderson Global Investors. Zij noemt Snap een potentiële top vijf-speler in de onlineadvertentiemarkt.

'De meeste gebruikers zijn in de leeftijd van 13 tot 25 jaar en kijken alarmerend weinig tv. Adverteerders hebben grote moeite om die belangrijke doelgroep te bereiken. Als Snap 2,5% van de huidige onlineadvertentiemarkt weet te bemachtigen, zou hun omzet van \$400 mln in 2016

kunnen stijgen naar \$6 mrd.'

Voor niet-kapitaalintensieve bedrijven als Snap vertaalt zich dat in 'extreme winstgevendheid'.

Daarbij stroomt er nog altijd geld van traditionele media naar online-media. 'Mobiel zal hier waarschijnlijk het sterkst van profiteren gelet op het grote verschil tussen de tijd dat mensen op hun smartphone doorbrengen en het bedrag dat adverteerders op dit medium uitgeven', zegt Porter. 'Google en Facebook zijn hier zeer dominant, maar partijen als Booking.com zullen hun budgetten meer willen spreiden.'

Het technologiefonds had zich ingeschreven voor de beursgang van Snap, maar verzilverde al na enkele dagen de winst op zijn positie volgend op de koersexplosie. Of en wanneer het opnieuw instapt, zal behalve van de waardering afhangen van de innovatiekracht.

'Snap zal erg hard moeten blijven rennen om de concurrentie voor te blijven, en nadenken hoe ze toetredingsdrempels kunnen opwerpen.' Het management lijkt daar volgens haar overigens goed van doordrongen getuige investeringen in zaken als "augmented reality". 'Als belegger moet je bij dit type bedrijven dus bijzonder kort op de bal zitten.'

Dat het duurste techaandeel ooit een geslaagd beursdebuut beleefde, betekent volgens haar dus niet dat beleggers hun verstand hebben verloren. 'Ze hebben eerder wat overdreven enthousiast gereageerd.'

Dit hangt volgens haar samen met het teleurstellend aantal nieuwe techbedrijven met een waarde van \$1 mrd of meer dat naar de markt komt, ondanks het recordniveau waarop de Amerikaanse technologiebeurs Nasdaq staat. In 2016 gingen volgens Porter slechts elf van de circa negentig Amerikaanse start-ups met een waarde van meer



BEURSGANG VAN SNAP INC. FOTO: REUTERS

dan \$1 mrd, zogenoemde 'unicorns', naar de beurs. 'Dat heeft ermee te maken dat private-equitybedrijven over diepe zakken beschikken en sommige nieuwkomers direct worden opgeslokt door largecap techbedrijven. Zo werden Instagram en Nest gekocht door respectievelijk Facebook en Google.'

Uber en Airbnb

De lijst van Amerikaanse unicorns wordt bijgehouden door de The Wall Street Journal en Dow Jones VentureSource. De twee hoogst gewaardeerde bedrijven zijn Uber (taxi-app, \$68 mrd) en Airbnb (huizenverhuursite, \$31 mrd). Van vooral Airbnb wordt verwacht dat het binnen afzienbare tijd een notering aanvraagt.

Ook zijn techbedrijven met zeer hoge waarderingen gevoelig voor tegenslag, waardoor volgens de Henderson-specialist van bubbelvor-

ming geen sprake is. De koers van nieuwe techbedrijven doet kort na de beursintroductie vaak een stapje terug of raakt zelfs in een vrije val.

'Maker van fitnesshorloges Fitbit ging in 2015 van een introductiekoers van \$20 in korte tijd naar \$51 naar \$5 nu. Dit was een bedrijf dat aanvankelijk heel winstgevend was met een operationele winstmarge van 20%, totdat Apple deze markt betrad.'

Afgelopen jaar maakten onder andere Twilio (internetinfrastructuuro oplossingen) en Coupa Software een flitsende start waarna de koers richting de introductiekoers terugkeerde. 'Bij veel nieuwe techbedrijven zie je een vergelijkbaar patroon. Als er lucht in het aandeel zit, duurt het niet lang voordat die eruitloopt. Beleggers verliezen de realiteit dus niet uit het oog.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE EENHEIDSMUNT EN HET ZWAARD VAN DAMOCLES

'PLAN VAN FRONT NATIONAL KOMT NEER OP BANKROET'

LANDENANALYSE

Als Marine le Pen de Franse presidentsverkiezingen wint, wil zij uit de euro stappen, tegen een onrealistisch geachte wisselkoers. Hoe groot is dit gevaar?

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Onder de Haagse kaasstolp was het op de avond van 15 maart een dolle boel: CDA-bestuurders gingen in polonaise door de afgehuurde feestzaal en lijsttrekker Henk Krol van 50Plus deed energiek een vreugdedansje ter viering van het behaalde stembusresultaat. Alleen bij de PvdA heerste een grafstemming: de sociaal-democraten bleken in de persoon van Mark Rutte tegen een bidsprinkhaan opgelopen te zijn en moesten de rekening betalen voor het elders in het land tot in de ochtenduren voortdurende feestgedruis.

De massaal toegestroomde internationale pers was nog geen 24 uur na de stembusuitslag al weer op doorreis, naar Frankrijk waar op 23 april de eerste ronde van de presidentsverkiezingen plaatsvindt. Net als Nederland, kent het Franse politieke establishment de noodrem van de cordon sanitaire: populisten worden geïsoleerd en buitengeslo-

ten. In het land waar het al eeuwenlang gebruikelijk is dat revoluties van het ene op het andere moment door de straten rollen, tracht men emoties vooral te kanaliseren en te dempen. Zo zijn de presidentsverkiezingen over twee rondes verdeeld, zodat bij de eerste ronde de emotie veelal doorslaggevend is en bij de tweede ronde het gezonde verstand.

De verwachting is dat Marine le Pen van het Front National de eerste stembusgang wint en dat dan in de tweede ronde op 7 mei Le Pen het opneemt tegen Emmanuel Macron, de onafhankelijke republikeinse kandidaat, die dan met steun van socialisten en centrum-rechts de absolute meerderheid behaalt.

Levensgevaarlijk plan

Toch voelen beleggers zich over dat gedroomde scenario niet helemaal zeker. Dat blijkt wel uit het feit dat internationale banken en assetmanagers als UBS, BlackRock en Barclays Le Pen bezocht hebben om meer te weten te komen over haar plannen. Wat ze te horen kregen, zal hen niet blij hebben gestemd.

Ze is van mening dat de wereld thans twee vormen van 'totalitarisme' kent: economische mondialisering en islamitisch fundamentalisme. Met beide wil zij korte metten maken. Het laatste wil zij aanpakken door een hard beleid te voeren jegens immigranten in het algemeen en geradicaliseerde moslims in het bijzonder. Daarnaast



DE FRANSE PRESIDENTSKANDIDAAT MARINE LE PEN

is zij van mening dat de natiestaat door het proces van mondialisering wordt uitgehold, wat de identificatie van burgers in Frankrijk met hun land en hun staat ondermijnt.

Om die ontwikkeling te keren heeft het Front National een voor de euro levensgevaarlijk plan in voorbereiding. De partij wil 80% van zijn staatsschuld van €2100 mrd denomineren in Franse franken. Hiervoor heeft men een omwisselkoers in gedachten van 1 euro voor 1 frank, terwijl men in 2002 nog in de eurozone stapte tegen een koers van 6,55957 frank voor 1 euro. Deze beoogde, onrealistische uitstapkoers heeft een doel: een fenomenale afschrijving op de staatsschuld.

Rampzalig plan

Kredietbeoordelaars spreken van een rampzalig plan. Moritz Kraemer, hoofd landenratings van S&P, zei recent dat dit plan neerkomt op een faillissement. Alastair Wilson, zijn collega bij Moody's, komt tot dezelfde conclusie: 'De test voor ons is: denken wij dat beleggers in staat

zijn de waarde terug te krijgen die zij erin hebben gestopt.'

Deze zogenaemde 'competitieve devaluatie', zoals die door strateeg David Rachline van het Front National wordt genoemd, is een recept dat Frankrijk historisch gezien graag mag bereiden. De gaullisten pasten het toe na de Tweede Wereldoorlog tot de jaren tachtig toen men overging tot een 'franc fort'-beleid. Dit is een tijd van hoge groei en dito inflatie geweest, die in Frankrijk te boek staat als 'Les trentes glorieuses'. De strategie werd eerder al eens toegepast ten tijde van het colbertisme in de 17de en de 18de eeuw.

Als Marine le Pen zou winnen, en zij krijgt in een referendum ook nog de steun van het volk om uit de euro te stappen, dan heeft Frankrijk volgens rechtsgeleerden de vrijheid zelf te bepalen tegen welke koers het uit de euro en in een nieuwe nationale munt wil stappen. Voor burgers in Frankrijk betekent dat potentieel een geweldig verlies van vermogen, van schuld én van vertrouwen: de ingevoerde Franse frank zal dalen, de rente stijgen, evenals de financieringslasten. Het lijkt een giftig recept, maar als het om de macht gaat, is in de politiek vrijwel alles geoorloofd.

Slechts 15% van door Bloomberg in een peiling geraadpleegde experts gelooft echter dat dit scenario opgang zal doen. Groter wordt de kans geacht dat een voor de euro levensgevaarlijke infectie zich elders in Zuid-Europa zal voordoen: Italië of Griekenland. In dat eerste land kan een nieuwe bankencrisis ontstaan, die de regering tot kapitaalcontroles dwingt. Bij volgende — nog niet geagendeerde verkiezingen in 2018 — zouden populistische partijen als de Vijfsterrenbeweging en Lega Nord kunnen winnen. Als zij vervolgens een referendum uitschrijven, zou

dat het einde van de gemeenschappelijke munt kunnen zijn. Dat scenario heeft volgens door Bloomberg geraadpleegde experts 30% kans.

Maar liefst 50% kans wordt het scenario toegedicht dat Griekenland uit de euro stapt, omdat het land het niet eens wordt met de Eurogroep over de voorwaarden waaronder een nieuwe herstructurering kan plaatsvinden. De Griekse premier Alexis Tsipras voelt zich met zijn kabinetsleden in zijn eer aangetast, zet de hakken in het zand en treedt in een klassieke Griekse tragedie uit de euro, met een ongekende verarming van de bevolking tot gevolg.

Een peiling van Sentix, dat met regelmaat de stemming onder marktpartijen peilt, wijst uit dat de kans dat Frankrijk uittreedt slechts op 8,4% wordt geschat, voor Italië is dat 14% en voor Griekenland meer dan 19%.

De meest betrouwbare graadmeter voor de stemming op de financiële markten is de spread tussen het anker, de Duitse Bund, en de Zuid-Europese staatsobligaties. Wie inzicht wil krijgen in wat beleggers van de aanstaande verkiezingen in bijvoorbeeld Frankrijk, Duitsland en wellicht later in Italië verwachten, moet kijken naar obligaties met een looptijd van 1 tot 2 jaar. De spreads zijn slechts enkele basispunten. Nick Kounis, strateeg van ABN Amro, denkt dat het 'doormoddersscenario' dan ook het meest realistische scenario voor dit moment is — tenzij een zwarte zwaan in de gedaante van een aanslag of een schandaal Frankrijk in de komende weken nog aandoet, dan kan de gedroomde revolutie van populistisch Frankrijk alsnog door de straten van "la grande nation" rollen. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

EU VAN TWEE SNELHEDEN



GROEI-PROGNOSES VOOR EUROPA

	2017	-	2018
Eurozone	1,6	-	1,6
Duitsland	1,5	-	1,5
Frankrijk	1,3	-	1,6
Italië	0,7	-	0,8
Nederland	2,0	-	1,86
Griekenland	1,33	-	1,92
Portugal	1,16	-	1,27
Spanje	2,3	-	2,1

Bron: IMF/Oeso.



De particuliere belegger is aan het verdwijnen

AUKE PLANTINGA: MENSEN MOETEN MEER VERMOGEN OPBOUWEN, MAAR BELEGGEN MINDER

COLUMN

Steeds minder mensen bezitten zelf direct aandelen of beleggingsfondsen. In het midden van de jaren negentig van de vorige eeuw had zo'n 6% van de gezinnen zelf aandelen en zo'n 9% had beleggingsfondsen. Deze percentages zijn in de loop van de tijd sterk gestegen om daarna weer sterk te dalen.

Op het hoogtepunt in 2003 had zo'n 16% van de gezinnen aandelen. In de jaren daarna kwam de directe deelname aan de aandelenhandel onder druk te staan. Eerst kwam dit doordat steeds meer mensen hun directe aandelenportefeuille omruilden voor een portefeuille met beleggingsfondsen.

De populariteit van beleggingsfondsen nam daarmee toe tot een ongekende hoogte in 2009 toen zo'n 23% van de gezinnen één of meer beleggingsfondsen had. Met het uitbreken van de financiële crisis werd de negatieve trend ingezet. Inmiddels heeft nog zo'n 8% van de particulieren zelf aandelen en zo'n 14% beleggingsfondsen.

Vertrouwensbreuk

Daarmee is de participatie van de particulier nog steeds hoger dan in het midden van de jaren negentig maar wel erg laag. In het algemeen is deze trend toe te schrijven aan de ineenstorting van het vertrouwen in financiële markten na de crisis van 2009. Er zijn echter ook meer specifieke oorzaken.

Een van deze oorzaken is de aangescherpte zorgplicht waarmee toezichthouders de vertrouwenscrisis bestrijden. Deze zorgplicht verbetert niet alleen de dienstverlening, maar werpt ook belemmeringen op voor de financiële consument die nu regelmatig formulieren moet invullen om zijn of haar risicoprofiel bij te werken, een kennistest moeten invullen en regelmatig in-



BELEGINGSCLUB GISSE WISSE, ETTEN-LEUR FOTO: HH

formatie moet verschaffen aan adviseur of vermogensbeheerder. Er zijn nogal wat consumenten die geen zin hebben in deze paternalistische aanpak en derhalve maar stoppen met beleggen.

Een andere oorzaak is dat met name de groep dertigers aanzienlijk minder belegt dan twintig jaar geleden. De hedendaagse dertiger moet het vaak stellen met een tijdelijk contract of werkt als zzp'er. Derhalve is de capaciteit om risico te nemen kleiner dan die van de dertiger van twintig jaar geleden met een vaste aanstelling. Daarnaast moet de dertiger tegenwoordig meer eigen geld inbrengen bij de aanschaf van een woning. Hierdoor blijft er minder geld over om te beleggen.

Veel beleid in de afgelopen jaren is erop gericht geweest om individuele verantwoordelijkheid te bevorderen door bijvoorbeeld de invoering van het eigen risico in de zorg, de eigen keuze voor een zorgverzekeraar, het afschaffen van de basisbeurs voor studenten waardoor ouders zelf moeten gaan sparen voor hun studerende kinderen. In het bijzonder zijn de pensioenen over de loop van de afgelopen twintig jaar behoorlijk versoberd, waardoor het steeds belangrijker wordt dat een individu een eigen spaarpot heeft.

Dit kan de dertiger van nu nog lelijk opbreken omdat deze veel meer dan voorheen afhankelijk zal zijn van zijn persoonlijke vermogensopbouw voor de toekomstige pensioenvoorziening. Deze zal later beginnen met het proces van vermogensopbouw, waardoor tien jaren om te sparen en beleggingen te laten redenderen onbenut voorbij zullen gaan. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.





MARTIJN CREMERS OP DE MORNINGSTAR INSTITUTIONAL CONFERENCE IN AMSTERDAM IN MAART

EEN HOGE ACTIVE SHARE ALLEEN IS NIET VOLDOENDE

NIUW ONDERZOEK VAN PROFESSOR MARTIJN CREMERS

FONDSSELECTIE

De meeste actieve fondsen verslaan hun index niet. Het is dus de kunst de fondsen te selecteren die dat wel doen. Hoe je die vindt? Door een fonds te kiezen met een hoge active share én een lage turnover.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Een fondsmanager die zijn benchmark wil verslaan, moet in voldoende mate van deze index afwijken, was de simpele constatering die de basis legde voor de befaamde research paper uit 2009 van de Nederlander Martijn Cremers, destijds verbonden aan de Yale School of Management en zijn co-auteur Antti Petajisto.

In de paper introduceerden zij de maatstaf 'active share': een indicator van de mate waarin de aandelen in een beleggingsfonds verschillen van de benchmark die het wil verslaan. Het begrip is sindsdien omarmd door gatekeepers, toezichhouders en fondsbeoordelaars. In de regel wordt een fonds met een active share van 80 of hoger gezien als een potentiële outperformer.

Beleggingsfondsen die pretenderen actief te zijn, maar in feite weinig afwijken van de benchmark — en dus een lage active share hebben — maken weinig tot geen kans

het beter te doen dan deze index. Zij worden ook wel indexknuffelaars of closet-indexers genoemd. Zowel de Europese toezichthouder Esma als de Nederlandse AFM heeft aangegeven dat fondshuizen deze fondsen eigenlijk niet meer zouden moeten aanbieden. Iets wat volgens Cremers overigens niet had gehoeven. 'Ik geloof meer in het transparant maken van zaken, waardoor mensen vervolgens zelf een weloverwogen keuze kunnen maken. Een lage active share op zichzelf is niet problematisch, als het fonds maar relatief goedkoop is.' In dit kader pleit hij bijvoorbeeld voor het publiceren van de 'active fee' (zie kader op blz. 20).

Voorwaarden voor succes

Cremers is tegenwoordig professor aan de University of Notre Dame in Indiana in de Verenigde Staten. Een tijdlang hield hij zich bezig met ander onderzoek. Maar sinds kort publiceert hij weer over active share. In zijn meest recente paper kijkt hij naar de voorwaarden voor actieve managers voor succes op de langere termijn.

NIUWE FORMULE

Eerder werd de active share-score berekend als de som van de absolute verschillen tussen de wegingen van individuele posities in een bepaalde portefeuille en de wegingen van de posities in de benchmark, gedeeld door twee.

In deze berekening moesten dus alle wegingen van alle posities in de portefeuille en de benchmark worden meegenomen.

Cremers heeft de manier van berekenen nu vereenvoudigd. De nieuwe manier is: het optellen van de wegingen van de posities in het fonds die overlappen met de benchmark en dit aftrekken van 100%.

De uitkomst van beide berekeningswijzen is hetzelfde.

'Allereerst moet een actieve fondsmanager kundig zijn. Hij moet "skill" hebben', zegt Cremers. 'Dit is voor een wetenschapper alleen heel moeilijk te meten. Daarnaast moet een manager de mogelijkheid hebben van de benchmark af te wijken. Zijn universum moet hiervoor dus groot genoeg zijn.' Bekend is dat specifieke landen- en sectorfondsen over het algemeen een lage active share hebben doordat ze een beperkt universum hebben. 'Als er geen mogelijkheden zijn af te wijken, heb je niks aan een kundige manager', zegt Cremers.

Lef om af te wijken

Ten slotte moet een manager standvastig zijn, oftewel 'conviction' hebben. 'Hij moet het lef hebben af te wijken en voor langere tijd bij zijn keuzes te blijven.' Dit laatste is in de praktijk vaak moeilijk voor een fondsmanager omdat dit ook kan betekenen dat hij het op de lange termijn misschien bij het juiste eind heeft, maar over één, twee of drie jaar gezien flink achterblijft bij de benchmark en de concurrentie. Beleggers kunnen als gevolg hiervan gaan morren en hun geld uit het fonds halen. De manager zelf kan het zijn bonus en uiteindelijk misschien zijn baan kosten.'

Toch is de combinatie van een hoge active share én het lang aanhouden van stukken een goede

'PROBLEEM IS DAT MEESTE MANAGERS ONGEDULDIG ZIJN'

indicator voor toekomstig succes, blijkt uit dit nieuwe onderzoek van Cremers. Met lang aanhouden van stukken bedoelt hij dat een manager een positie gemiddeld drie jaar of langer vasthoudt.

Hij vond dat Amerikaanse aandelenfondsen met een relatief hoge active share over 26 jaar gezien gemiddeld een outperformance van 70 basispunten per jaar hebben. Toen hij de fondsen nader bekeek, bleek de outperformance echter voor een heel groot gedeelte voor rekening te komen voor de fondsen die niet alleen een hoge active share hebben, maar hun stukken ook lang vasthouden. Deze fondsen behaalden over 26 jaar gezien gemiddeld een outperformance van bijna 2%.

'Een probleem is echter dat de meeste managers met een hoge active share vrij ongeduldig zijn', zegt Cremers. 'Maar zo'n 3 tot 4% van de Amerikaanse aandelenfondsen combineert een hoge active share met een geduldige strategie.' De meeste geduldige managers zijn passief. Voor fondsen met een lage active share maakt het niet uit of ze geduldig zijn of niet: beide hebben maar een heel kleine kans het beter te doen dan hun index, zegt Cremers.

Hij keek tot nu toe alleen binnen Amerikaanse aandelenfondsen naar de combinatie van active share en geduldigheid. In welke mate zijn bevindingen opgaan voor andere regio's moet nog blijken.

Zijn eigen portefeuille heeft hij in ieder geval vast aangepast aan zijn bevindingen. 'Ik heb een core-satellite portefeuille met een kern van passieve fondsen en daarnaast een aantal actieve satellieten met een hoge active share én een geduldige manager.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

FONDSHUIZEN, PUBLICIEER DE 'ACTIVE FEE'

Het is volgens Finance-professor Martijn Cremers beter in fonds-informatie de 'active fee' van een fonds te publiceren dan enkel de active share, omdat de 'active fee' eenvoudiger te interpreteren is. De active fee is een maatstaf die aangeeft hoeveel kosten het actieve gedeelte van een fonds eerst goed moet maken, voordat er sprake kan zijn van een outperformance.

Het idee hierachter is dat alleen het gedeelte dat afwijkt van de benchmark kan zorgen voor een outperformance. Hoe kleiner dit gedeelte is, hoe groter de outperformance is die dit gedeelte moet halen om het hele fonds beter te laten presteren dan de index.

Bij een fonds met een total expense ratio van 100 basispunten en een active share van 50%, moet het actieve gedeelte van 50% dus eerst $100/50\% = 200$ basispunten (100 voor het eigen actieve gedeelte en 100 voor het passieve gedeelte) goed maken voordat het kan beginnen met het verslaan van de benchmark. Dit fonds heeft volgens Cremers daarom een active fee van 200 basispunten.

Naarmate een fonds een lagere active share of een hogere expense ratio heeft, is de active fee hoger. Volgens Cremers is dit een makkelijker te lezen maatstaf dan active share omdat de associatie dat hoge kosten niet goed zijn, een natuurlijke is.

DOEN ALS PENSIOENFONDS

BELEGGEN IN HYPOTHEKEN, WEGEN EN PRIVATE EQUITY

LEREN VAN INSTITUTIONEEL

Er is een speciaal beleggingsvehikel in het leven geroepen om particulieren te laten beleggen in illiquide assets, maar de drempels zijn hoog.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Pensioenfondsen en verzekeraars wijken vanwege de lage rente steeds vaker uit naar allerhande leningen, hypotheken, infrastructuur en private equity. De iets aantrekkelijker rendementen zijn een beloning voor het illiquide karakter van dit soort beleggingen.

‘Een deel van het spaargeld van particulieren zou ook beter belegd kunnen worden in vliegvelden, wegen en leningen’, zegt Koen van de Maele, deputy chief investment officer bij Candriam. Probleem is dat zulk soort illiquide beleggingen meestal alleen toegankelijk zijn voor institutionele beleggers. Het is de dus vraag of ook de particulier die illiquiditeitspremie kan opstrijken.

De Europese Commissie en toezichthouder Esmā erkennen dat de huidige regels voor beleggingsfondsen een obstakel vormen voor kleinere beleggers. Daarom is vorig jaar september naast de bekende fondsstructuur uit de eltif (European Long-Term Investment Fund) geïntroduceerd. Ucits moeten dagelijks verhandelbaar zijn tegen de intrinsieke waarde. Dat maakt het zo goed als onmogelijk geld te steken in il-



KOEN VAN DE MAELE

liquide beleggingen. ‘De introductie van de eltif is een stap in de goede richting’, zegt Van de Maele, ‘maar tussen droom en werkelijkheid staan praktische bezwaren.’

Geen sinecure

Een eltif verkopen, is geen sinecure vanwege de strenge voorwaarden. Particulieren mogen niet meer dan 10% van hun vermogen in eltifs beleggen, de minimale inleg is € 10.000 en beleggers moeten tot het eind van de looptijd — die al snel tien jaar is — in het product blijven zitten.

‘Dit zijn begrijpelijke voorwaarden, maar ze maken wel dat assetmanagers terughoudend zijn met het op de markt brengen van zo’n product. Wij bestuderen de mogelijkheden, Ik

verwacht dat we ooit met producten komen, maar dat kan nog wel een tijd duren’, aldus Van de Maele.

Ook pleitbezorgers van impactbeleggen lopen aan tegen deze barrières die zijn opgeworpen om de consument te beschermen. ‘Impactbeleggen komt vaak neer op beleggen in niet-genoteerde projecten en ondernemingen’, zegt Wouter Koelewijn van Global Impact Investment Netwerk (GINN), waarbij een paar honderd assetmanagers en goede doelen zijn aangesloten. ‘Fondshuizen zoeken naar wegen die soort beleggingen toegankelijk te maken voor het grote publiek.’

De drempel van € 10.000 is daarbij niet behulpzaam. ABN Amro en Triodos Asset Management pleiten in een gezamenlijk document voor een verlaging. Een lagere grens maakt het voor particulieren mogelijk meer te spreiden over impactfondsen.

Vooralsnog blijft de illiquiditeitspremie ver buiten het bereik van particulieren. ‘Wel is het zo dat veel werkenden indirect via hun pensioenfondsen beleggen in illiquide zaken zoals hypotheken en niet-genoteerd vastgoed’, aldus Van de Maele. ‘Die mensen incasseren zo dus toch een deel van de illiquiditeitspremie.’ ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Spaargeld in je bv; risicovolle

VERMOGENSREGIE

Het voelt voor veel mensen niet rechtvaardig belasting te betalen over een fictief rendement. Sparen of beleggen binnen een bv lost dat probleem op, maar is niet altijd aantrekkelijker. **TEKST** PAUL VAN DE KWAST

We hadden het eind vorig jaar erg druk met klanten die nog voor de jaarwisseling een bv wilden oprichten om vermogen in onder te brengen. Het was duidelijk drukker dan het laatste kwartaal van 2015', zegt Rick Schmitz. Hij is fiscalist en een van de oprichters van Firm24, een platform waar je terechtkunt voor het oprichten van een onderneming.

De stijging van de belasting op grote vermogens dit jaar (zie tabel) heeft meer mensen aangespoord een manier te vinden om de belastingdruk te verlagen. Vermogens boven de vijf ton (voor fiscaal partners) worden zwaarder belast dan voorheen. Schmitz: 'Mensen vinden het in principe redelijk om belasting te betalen. Maar het huidige systeem voelt voor velen niet rechtvaardig. Daarom wordt vaak een bv opgericht. Niet alleen om er spaargeld in te zetten, maar ook beleggingen.'

Het voordeel van een bv is dat alleen het werkelijke rendement wordt belast. U betaalt geen belasting over het veronderstelde — fictieve — rendement van de Belastingdienst, dat kan oplopen tot 5,39%. Als u een vermogen van €600.000 op een spaarrekening zet tegen 0,3% rente, is het verschil tussen de belasting in box 3 en een bv ongeveer €6000 ten gunste van de bv (zie kader). Daar moeten dan nog wel de kosten voor de bv vanaf.

Toch is het niet per definitie voordelig om, als u meer dan twee ton vermogen heeft, daarvoor een onderneming op te richten. 'Een spaar- of beleggings-bv is alleen gunstig als u met uw vermogen een laag rendement behaalt', zegt Thimo Rietveld, directeur van PrivateWealthSupport en

financieel planner. 'Als u belegt in aandelen of onroerend goed, is de belastingdruk in box 3 vaak lager dan in een bv.'

Het omslagpunt waarbij een bv voordeliger is dan box 3 hangt af van de omvang van het vermogen. Zo is bij een vermogen van €600.000 het theoretische omslagpunt 3,3%. Verwacht u minder rendement te boeken? Dan kan een bv interessant zijn. U hoeft overigens niet al uw vermogen in de bv te zetten. Sterker, het kan lonen om uw vermogen in tweeën te knippen. Vermogen waarvan u een laag rendement verwacht, zoals spaargeld en obligaties van overheden en solide bedrijven, houdt u aan in een bv. De meer risicovolle, maar hopelijk ook rendabeler, beleggingen laat u in box 3 zitten.

Een overweging om toch alle beleggingen naar de bv over te brengen, kan zijn dat u dan geen belasting betaalt als u een jaar verlies maakt. Er ontstaat dan zelfs een verrekbaar verlies, waarmee u de belastbare winst in toekomstige, winstgevendende jaren verlaagt. Zo dempt u over de jaren heen het nettorendement. In box 3 daarentegen betaalt u elk jaar belasting, ook al maakt u verlies.

Maar zulke sommetjes zijn niet het hele verhaal. In de eerste plaats moet u rekening houden met de extra kosten die een bv met zich mee brengt. De oprichting kost zeker een paar honderd euro. Daarnaast moet elk jaar een jaarrekening worden gemaakt en aangifte voor de vennootschapsbelasting worden gedaan. Dat hoeft u niet door een dure accountant te laten doen, kleine bureaus doen dit voor een paar honderd euro. U kunt het ook zelf doen, want zo moeilijk is het niet. Verder moet u een zakelijke bankrekening openen.

Een belangrijk punt is verder dat u het oorspronkelijk

BOX 3

Vermogen	Fictief rendement	Belasting box 3
€ 0 - € 25.000	-	0
€ 25.000 - € 100.000	2,87%	0,86%
€ 100.000 - € 1.000.000	4,60%	1,38%
Meer dan € 1.000.000	5,39%	1,62%

beleggingen in box 3



gestorte kapitaal niet zomaar uit uw onderneming kunt halen. Daarvoor moet u naar de notaris, reken op €500 per keer. Eventuele winsten kunt u wel kosteloos naar privé halen, al betaalt u daar 25% belasting over. Kortom, houd rekening met alle kostenposten voordat u een spaar- of beleggings-bv opricht.

‘Verder zou ik aanraden om geen spaargeld in de bv te stoppen als u ook met uw bv onderneemt’, zegt Rietveld. ‘Stel dat het onverwachts slecht gaat met de werk-bv, dan bestaat het risico dat uw spaargeld moet worden gebruikt om schuldeisers van de bv te betalen. Het is vanuit risico-beheersing beter om een paar honderd euro uit te geven aan het oprichten van een nieuwe bv.’

En hoe zit het met het risico dat de overheid de spaar- en beleggings-bv gaat aanpakken? Schmitz is daar niet bang voor. ‘Het kabinet heeft expliciet gezegd dat iedereen voor het beheer van vermogen een bv mag oprichten. Terecht, want met een spaar- of beleggings-bv betaal je gewoon belasting over je rendement.’ ■

SPAREN IN BV LOONT

Als u met uw fiscaal partner €600.000 op een spaarrekening heeft staan, gaat de fiscus ervan uit dat u daar een gemiddeld rendement over behaalt van 4,38% (boven de vrijstelling van €25.000). U betaalt 1,32% belasting over dit vermogen. In een bv betaalt u 20% vennootschapsbelasting over de eerste €200.000 aan winst. Over het meerdere is dat 25%. Als u deze winst aan uzelf wilt uitkeren, betaalt u nog eens 25%. In totaal betaalt u dus 40% belasting over de winst.

	Box 3	BV
Vermogen	€ 600.000	€ 600.000
Rendement 0,3%	€ 1800	€ 1800
Belasting	- € 6812	- € 720
Resultaat	- € 5012	€ 1080
Rendement	- 0,84%	0,18%

DAGELIJKS ALERT OP RISICO'S EN PANIEK

AFM BEZORGD OM VERWEVENHEID BANKEN EN FONDSEN

TOEZICHT

De financiële sector in Nederland is fors. Assetmanagement en vermogensbeheer beslaan het grootste deel. De AFM richtte een aparte divisie op voor toezicht op de toekomstbestendigheid. Een gesprek.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Er is een verschuiving van bankfinanciering naar marktfinanciering zichtbaar. Daarnaast is er een trend gaande in de richting van de individualisering van pensioenen en mogelijk ook van zorguitgaven', vertelt voormalig advocaat effectenrecht Tanya Pieters-Gorissen die aan het hoofd staat van de nieuwe AFM-afdeling belast met toezicht op fondshuizen en vermogensbeheerders. 'In dat verband wint de sector nog meer aan belang. De toekomstbestendigheid is daarom heel belangrijk. Dit was reden er meer op te focussen.'

Eerder werd er natuurlijk ook wel toezicht gehouden op vermogensbeheerders en fondshuizen, maar dat viel toen onder meerdere toezichtafdelingen binnen de AFM. 'De nieuwe afdeling startte met 27 fte en groeit dit jaar waarschijnlijk door tot 31 fte en vanwege Mifid II daarna nog naar 36 fte. Dit is dus wel een af-



TANYA PIETERS-GORISSEN

deling waar sterke groei in zit.'

Zowel internationaal als op Europees niveau vindt momenteel een debat plaats over de vraag of de groei van de assetmanagementsector en de activiteiten van vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen een risico vormt voor de financiële stabiliteit. Daarbij speelt ook de vraag of er om die reden extra regels of intensiever toezicht nodig is. De

AFM levert in diverse internationale en Europese beleidsgremia een bijdrage aan deze discussie.

Pieters-Gorissen onderkent het belang van onderzoek naar het mogelijke bestaan van stabiliteitsrisico's, maar wijst erop dat daarbij wel goed rekening moet worden gehouden met het specifieke bedrijfsmodel van vermogensbeheerders die, anders dan banken, als agent namens klanten handelen.

Maar enkele klanten

Dat neemt niet weg dat er risico's zijn: 'Zo zijn er fondshuizen die maar enkele pensioenfondsen als klant hebben, vaak al vele jaren. In die gevallen is de kans misschien niet zo groot dat deze klant opeens wegloopt. Bij fondsen waarin meerdere niet institutionele beleggers deelnemen, bestaat wellicht eerder de mogelijkheid dat deze willen uitstappen. Voor die gevallen bekijken we nadrukkelijk hoe de mogelijkheden tot uitstappen zich verhouden tot de liquiditeit van de beleggingen', zegt ze.

'In Europa wordt momenteel on-

derzocht of de verwevenheid van banken met de assetmanagement-sector tot stabiliteitsrisico's kan leiden. We hebben er oog voor dat in geval van kruisverbanden tussen banken en assetmanagementpartijen, waarbij banken bijvoorbeeld exposure hebben naar fondsen met een grote leverage, het vraagstuk van financiële stabiliteit relevant wordt', zegt ze.

Een andere discussie is of de opkomst van passief beleggen tot een systeemrisico kan leiden. Pieters-Gorissen: 'Wij hebben geen voorkeur voor actief of passief. We vinden alleen dat een belegging bij een klant moet passen. Maar als iedereen passief gaat beleggen, kan dit ertoe leiden dat er geen sprake meer is van een efficiënte markt en goede prijsvorming, wat een voorwaarde is voor een goed werkende kapitaalmarkt. Dit kan leiden tot bubbelvorming of onnodige paniek.'

Haar afdeling is momenteel vooral nog bezig met het in kaart brengen van dit soort risico's. Daarnaast is de afdeling belast met de vergunningverlening en het toezicht op collectief en individuele vermogensbeheer. De nadruk ligt hierbij op het beleggingsbeleid, de risicobeheersing en het governancebeleid en de vermogensscheiding. Ook het toetsen van de betrouwbaarheid en geschiktheid van bestuurders en toezichhoudende functionarissen valt binnen haar taak. Alle zaken die betrekking hebben op het klantbelang centraal stellen, zoals kostentransparantie en de manier waarop gecommuniceerd wordt met retailklanten, valt onder een andere afdeling: lenen, sparen en retailbeleggen.

'De manier waarop de governance geregeld is bij vermogensbeheerpartijen, is regelmatig onderwerp voor discussie', zegt Pieters-Gorissen. Dan gaat het er bijvoorbeeld om

wie er echt in de lead is als er beslissingen genomen moeten worden. Bij partijen die onderdeel zijn van een grotere groep is bijvoorbeeld belangrijk dat ze voldoende zelfstandig zijn. Daarnaast moet het portfolio-management goed van het risicomanagement gescheiden worden en kijken we bijvoorbeeld hoe de bewaring van stukken geregeld is. Het is belangrijk dat dit ook in een veranderende wereld goed geregeld is. Waar het vooral op aankomt is dat deze onderwerpen goed zijn geregeld om te voorkomen dat het misgaat.'

Datagedreven toezicht

Afgelopen jaar heeft haar afdeling de mogelijkheden onderzocht van datagedreven toezicht. Iets wat AFM-voorzitter Merel van Vroonhoven in de hele organisatie wil invoeren. Vooralsnog worden in dit kader alleen de data geanalyseerd die terugkomen uit de rapportageformulieren die AIFM's, oftewel alternatieve beleggingsfondsen (dat wil zeggen alle niet-ucits-fondsen), ieder kwartaal moeten invullen. Op deze formulieren moeten zij onder meer aangeven in welke markten en strategieën wordt belegd, maar bijvoorbeeld ook in hoeverre ze gebruikmaken van derivaten, welke tegenpartijen hierbij betrokken zijn en hoe de waarde van het onderpand zich in de verslagperiode ontwikkeld heeft.

Een interessante bron van infor-

matie. Welke trends hier uit te destilleren zijn, kan Pieters-Gorissen echter nog niet zeggen. 'Daarvoor is het nog te vroeg. We hebben nu pas één keer op deze wijze gegevens geanalyseerd.'

Ze zou ook wel meer informatie over de rest van de assetmanagement-populatie willen hebben, maar daarvoor moet eerst worden bepaald welke data nog nodig is om gewenste inzichten of analyses mogelijk te maken.

Onlangs legde de AFM de handel in een fonds van vermogensbeheerder Today's Tomorrow stil omdat er getwijfeld werd over de waardering van een deel van de beleggingen in de portefeuille. Of het signaal dat hier mogelijk iets mis was uit de data naar boven kwam of er sprake is geweest van een tip, laat Pieters-Gorissen in het midden.

Binnenkort start de afdeling een nader onderzoek naar alternatieve beleggingsfondsen die van rechtswege een vergunning hebben gekregen ten tijden van de invoering van de Europese AIFM-richtlijn in 2014. 'We doen een breed onderzoek, dus pikken niet alleen de grootsten of slechtsten eruit. We gaan bijvoorbeeld kijken hoe de governance geregeld is. Dat blijkt niet uit de data die we al hebben.'

Last but not least praat de divisie assetmanagement met buitenlandse fondshuizen die interesse hebben in Nederland als vestigingsplaats. Heel actueel omdat er fondshuizen zijn die vanwege de brexit op zoek zijn naar een hub in de Europese Unie en daarbij Nederland als vestigingsplaats overwegen. Volgens Pieters-Gorissen praat zij in dit kader momenteel 'eerder met tien dan met vijf partijen'.

**'HET GAAT
VOORAL OM
VOORKOMEN
DAT HET MIS
GAAT'**

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

HET ENIGMA VAN DE HOGE WAARDERING

AANDELEN 'ABSOLUUT' DUUR, MAAR 'RELATIEF' GOEDKOOP

MARKTVISIE

De koersen van Amerikaanse aandelen zijn flink opgelopen. De vraag is of de lage rente een stevige stut is onder deze koersen. Het antwoord hangt af van je kijk op de oorzaak en de gevolgen van de lage rente. Een analyse.

TEKST BRUNO DE HAAS

Wie een slechte economie wil onderscheiden van een goede, schreef Frédéric Bastiat in 1850, moet weten dat een slechte econoom alleen kijkt naar het zichtbare effect van een wet, maatregel of gewoonte, terwijl een goede econoom ook kijkt naar de effecten die je moet voorzien.

Een van de betere economen was de Oostenrijker Ludwig von Mises. In *De Theorie van Geld en Krediet* (1912) besprak hij een geval van gezichtsbedrog dat beleggers tot op de dag van vandaag parten speelt. Von Mises legde uit dat de winsten van bedrijven door inflatie hoger lijken dan ze zijn. Dat ligt aan de boekhoudregels. Ondernemingen schrijven de waarde van machines af tegen de historische aanschafprijs. Daarmee onderschat een onderneming de vervangingskosten als de prijzen door inflatie stijgen. Tegelijkertijd boeken bedrijven wel

een hogere omzet doordat inflatie de verkoopprijs van hun producten opdrijft, zonder dat het verkoopvolume stijgt. Kortom, terwijl inflatie de inkomsten verhoogt, laat inflatie de kosten ongemoeid. Het resultaat is een ogenschijnlijke winststijging. Wie daarin een reden ziet om aandelen te kopen, heeft zich in de luren laten leggen.

Will Denyer van Gavekal demonstreerde onlangs dat deze winstillusie actueel is. Amerikaanse bedrijven uit de S&P 500-index rapporteerden eind 2016 een winstgroei van 6%. Jammer genoeg werd dit uitsluitend veroorzaakt door een inflatieversnelling. Denyer kan dit aantonen dank-

'INFLATIE LAAT WINSTEN VAN BEDRIJVEN HOGER LIJKEN DAN ZE ZIJN'

zij nationale statistieken die de winsten schonen voor het inflatie-effect. Daaruit blijkt dat de winsten niet stegen, maar gelijk bleven. Dus geen herstel nadat deze echte winsten in 2015 al waren gedaald, maar een pas op de plaats.

Desondanks zijn de aandelenkoersen van Amerikaanse bedrijven opgelopen. Het resultaat is dat Amerikaanse aandelen zich volgens klassieke waarderingsmaatstaven in overgewaardeerd gebied bevinden. Sterker nog, sinds 1970 kenden zij in slechts één periode een hogere waardering dan nu. Dat was tijdens de internetzeepbel rond 2000. Maar geen paniek, Amerikaanse aandelen ogen nog steeds aantrekkelijk als je ze vergelijkt met alternatieven zoals obligaties die een lage rente vergoeden en vastgoed dat inmiddels ook aan de prijs raakt. Kortom, aandelen lijken absoluut duur, maar schijnen relatief goedkoop.

De vraag is echter of de lage rente een stevige stut is onder de aandelenmarkt. Het antwoord hangt af van je kijk op de oorzaak en de gevolgen van de lage rente. Ruwweg bestaan



PRESIDENT MARIO DRAGHI VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

daarop drie visies. De eerste legt de verantwoordelijkheid van de lage rente neer bij de centrale banken. Die dicteren immers de korte rente en kopen daar bovenop obligaties om een daling van de lange rente te forceren.

Haaks daarop staat de visie dat de wereld omkomt in spaargeld dat bij gebrek aan investeringsplannen de financiële markten opstroomt. Aan de vooravond van de kredietcrisis van 2008 stond de Amerikaanse centralebankpresident Bernanke bekend als aanhanger van deze hypothese. Het stelde hem in staat om de verantwoordelijkheid voor de kredietcrisis af te schuiven naar de Aziatische landen, China voorop. Die zouden het geld dat zij verdienen met exporteren bij gebrek aan beter beleggen in Amerikaanse staatsleningen en zo de rente drukken.

De Bank for International Settlements (BIS) heeft korte metten gemaakt met deze verklaring voor de kredietcrisis. Zo demonstreerde chef-econoom Claudio Borio in 2011 dat financieringsstromen, ofwel kredietverlening, de bron waren van de

kredietcrisis, niet het spaargedrag van landen.

Tussen deze twee uitersten staat een stroming die de verklaring zoekt in een andere pijler onder de rente: de productiviteit. Supporters van deze theorie constateren dat de productiviteitsgroei in het Westen is afgenomen en daarbij hoort een lager renteniveau. Voor die gedaalde productiviteitsgroei is geen gebrek aan verklaringen. De een zoekt dat in het uitblijven van baanbrekende innovaties, de ander in de macht van grote bedrijven om wetgeving te fixeren die de concurrenten op afstand houdt, in een overmaat aan regelgeving, een tanend onderwijsniveau of in het feit dat moderne communicatiemiddelen mensen voortdurend afleiden van hun werk. Hoe dan ook betekent een lagere productiviteitsgroei minder welvaartsgroei, maar de bijbehorende lage rente kan beleggers tevreden stellen met een lager aandelenrendement dan vroeger normaal was. Aandelen hebben in dit stagnatiescenario geen hoge pieken in het vooruitzicht, maar ook geen diepe dalen.

Van de drie visies is het idee dat de

wereld lijdt aan spaardrift het meest bedreigend voor aandelen. Want als beleidsmakers hierin geloven, gaan zij met overheidsuitgaven de groei proberen te stimuleren. Het verleden leert dat een uitdijende overheid ten koste gaat van welvaartsgroei en de winsten. Dat zou zonde zijn omdat juist deze verklaring voor de lage rente de minst geloofwaardige is van de drie.

Net zoals commerciële banken de kiemen zaaiden van de kredietcrisis, zo zijn het ditmaal de centrale banken die de markten domineren. Sinds 2008 hebben centrale banken wereldwijd voor ongeveer \$10.000 mrd aan obligaties gekocht. Deze massieve kooporder overschaduwde het effect van geleidelijke veranderingen in het spaargedrag.

Rente normaliseren

Het beleid van centrale banken heeft paradoxaal genoeg bijgedragen aan de dalende productiviteitsgroei. Goedkoop krediet rekt namelijk de levensduur van laag renderend kapitaal, oftewel van inefficiënte bedrijven. Daarnaast wordt het verleidelijk om de winst op te krikken door een bedrijf minder met aandelen en meer met schuld te financieren. Dat werpt sneller vruchten af dan echt investeren. Daarom hopen diegenen die de lage rente wijten aan de centrale banken, dat zij de rente normaliseren. Dat kan weliswaar op korte termijn een correctie op de beurs uitlokken, maar na dit zichtbare effect zou je een positief effect kunnen voorzien: hogere groei en een gezond fundament onder de aandelenmarkt. Als Bastiat nu centrale bankier was, zou hij geen moment aarzelen. ■

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



PENSIOENHERVORMING IS REVOLUTIE VOOR MARKT

STELSELHERZIENING BIEDT VERMOGENSBEHEER KANSEN

INDUSTRIE

We staan aan de vooravond van een revolutie in de pensioenmarkt. Individueel pensioen wordt de norm, wat het naar elkaar toegroeien van institutioneel en wholesale bespoedigt en grote kansen biedt aan de markt.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Er was een tijd dat de beleggingsadviseur samen met zijn klant een portefeuille in elkaar knutselde. De ene keer zorgde dat voor mooie rendementen en tevreden klanten, de andere keer ging het gruwelijk mis. Klanten werden exotische producten verkocht, die hemelse rendementen zouden opbrengen. Bij de beurscrash van 2008 die op de ondergang van Lehman Brothers volgde, gingen indices tot wel 40% onderuit. Verbijsterde en verbitterde klanten waren het gevolg. Ze sleepen banken met schadeclaims voor de rechter.

De les van deze zware crisis was dat niet-gecorrleerde categorieën, zoals obligaties en aandelen, wel degelijk gecorrleerd konden zijn en dat ook defensieve portefeuilles zwaar onderuitgingen. Dergelijke zeperds konden banken zich niet meer veroorloven en zetten hen aan tot de oprichting of professionalisering van de zogenoemde investment

offices. Dat zijn afdelingen van beleggingsexperts die voor alle klanten van de bank strategieën ontwikkelen en producten selecteren ten behoeve van modelportefeuilles. Bovendien gingen zij op dagelijkse basis de vinger aan de pols van de assetallocatie houden.

In de afgelopen tien jaar hebben

de investment offices van de grootbanken een hoge kwaliteit bereikt, is een mening die door assetmanagers unaniem gedeeld wordt. De kwaliteit, zegt Roelof Salomons, assetallocatiestrateg van Kempen Capital Management, komt steeds meer op het niveau van de institutionele wereld. 'Ik zit zowel bij institutionele



ROELOF SALOMONS

als wholesale klanten aan tafel. Het selectieproces bij de banken wordt steeds transparanter en professioneler en lijkt steeds meer op dat van institutionele partijen. Er wordt niet alleen naar performance, maar ook naar het proces, de samenstelling van het team, als ook naar de kosten gekeken.'

Pensioenstelsel op de schop

Deze trend van wederzijdse kruisbestuiving zal zich doorzetten. De reden daarvoor is een combinatie van maatschappelijke trends en van wet- en regelgeving. Zo gaat het pensioenstelsel op de schop dat zzp'ers buitenspel heeft gezet en ook geen rekening houdt met het feit dat veel werknemers een grilige carrière kennen en dus vaak een pensioengat hebben. Salomons, die tevens actief is als hoogleraar beleggingstheorie en vermogensbeheer aan de Rijksuniversiteit Groningen, verwacht dat al bij deze kabinetsformatie wordt uitgesproken dat het individuele pensioen de norm wordt.

De markt loopt hier al op vooruit. Die voorziet een verdere verschuiving van zogenoemde defined benefit (DB) naar defined contribution-regelingen (DC). DB was de heersende praktijk en houdt in dat pensioenfondsen deelnemers bij pensionering de levenslange uitkering van een middelloon garanderen. Bij DC is alleen de inleg van de deelnemer bepaald, maar wordt over de uitkering geen garantie afgegeven. Dit betekent dat steeds meer verantwoordelijkheid bij de beroepsbevolking zelf wordt gelegd. Hierdoor zullen particulieren zich

DOELBELEGGEN WORDT DE KERN VAN DE FINANCIELE HUISHOUDING

steeds meer moeten richten op het behalen van langetermijndoelen, zoals pensioen, zorg en de studie van de kinderen. Deze doelen zullen dan ook de kern (moeten) worden van de financiële huishouding van mensen.

Voor financiële dienstverleners, zoals pensioenbeleggers, verzekeraars, banken en assetmanagers biedt deze ontwikkeling veel kansen. Het zal er inderdaad voor zorgen dat wholesale meer de trekken van de institutionele markt krijgt, zegt ook Maureen Schlejen, die bij NN Investment Partners verantwoordelijk is voor institutionele relaties in Nederland.

'Als je als particulier steeds meer zelf verantwoordelijk wordt voor het behalen van langetermijndoelstellingen, zoals het pensioen, dan is er veel te leren van de institutionele wereld waar het langlevensrisico en het renterisico, als ook het gebruik van illiquide assets al langer praktijk zijn' (zie in dit kader ook p. 21).

Geïntegreerde oplossingen

NN IP anticipeert op deze ontwikkeling. Institutioneel en wholesale werken intern nauw samen en wisselen intensief kennis uit, zegt Schlejen. 'We zoeken steeds meer naar geïntegreerde oplossingen. Wet- en regelgeving speelt daarin een belangrijke rol. Zo zal de Europese richtlijn Mifid II er mogelijk toe leiden dat banken minder advies- en execution only-diensten zullen aanbieden en steeds meer zullen toe groeien naar beheeroplossingen voor de lange termijn.'

Salomons is het met haar eens. 'Het zogenoemde asset liability-management, waarvan pensioenfondsen gebruikmaken om hun langetermijnverplichtingen te realiseren, zal ook steeds meer door banken worden geïmplementeerd. Voor alle



MAUREEN SCHLEJEN

aanbieders is de vraagstelling namelijk hetzelfde: de klant formuleert zijn doelen, de aanbieder moet zorgen dat de klant koers houdt.' Volgens hem is de risicobereidheid van een pensioenfonds, verzekeraar of bank verschillend, maar het behouden van de koers niet.

New kids on the block

De groei naar een DC-markt, die binnen enkele jaren dominant zal zijn, biedt ruimte voor 'new kids on the block'. Zo worden naast de oplossingen van pensioenfondsen en verzekeraars ook PPI's aangeboden. In deze Premie Pensioen Instellingen kunnen bedrijven pensioen opbouwen voor deelnemers, zonder dat zij het risico dragen. Hierdoor zijn de kosten lager.

PPI's beleggen in ieder geval tot de pensioengerechtigde leeftijd volgens de life cycle-systematiek. Life cycle-fondsen hebben het nadeel dat zij de risico's van de vermogensopbouw afbouwen naarmate de pensioengerechtigde leeftijd dichterbij

komt. Het nadeel hiervan is dat er onvoldoende rekening wordt gehouden met de specifieke behoeften en risicokarakteristieken van individuele klanten, zegt Salomons. 'Heel lang werd de regel aangehouden dat je "100 minus je leeftijd" in aandelen mocht beleggen. Maar dat is achterhaald. Je moet namelijk de vragen stellen wat het human capital is van een klant, dat wil zeggen wat is zijn verdien capaciteit. Iemand die heel zeker is van zijn baan, zal minder fluctuatie kennen in zijn inkomen en kan meer in aandelen beleggen.'

Voor verzekeraars is de ontwik-

'INDIVIDUEEL PENSIOEN BIEDT AAN VERZEKERAAR KANSEN'



JACCO MATERS

keling naar een DC-markt een geweldige kans. Deze sector zag de levensverzekeringsmarkt in de afgelopen vijftien jaar langzaam maar zeker opdrogen, omdat deze veel te duur en te weinig transparant was. 'De kennis die we in de institutionele markt hebben opgedaan, heeft ons als assetmanager veel kennis bezorgd en vertaalt zich nu onder meer naar individuele pensioenoplossingen, zoals het platform Be-Frank van Delta Lloyd dat aanbiedt,' zegt Jacco Maters, de ceo van de assetmanagementtak van Delta Lloyd. Bij life cycle-oplossingen houdt dat volgens hem in dat je naar zowel het langlevensrisico als naar de persoonlijke financiële positie van een klant kijkt.

Solvency II

'Tegelijkertijd hebben we ook veel geleerd van Solvency II dat in Nederland voor verzekeraars — anders dan in omringende landen — al van kracht is geworden en dat tot een hoog kapitaalbeslag voor aandelen leidt, wat betekent dat je van de uitstaande aandelen 40% aan reserves moet aanhouden. Dat heeft ons aangezet tot andersoortige beleggingen, met een lager kapitaalbeslag maar met een rendement dat vergelijkbaar is met dat van aandelen. Dan kom je uit bij directe leningen aan mkb-bedrijven (private debt, red.) en hypotheekleningen die een onderpand kennen en dus een substantieel lager kapitaalbeslag verlangen.

Dergelijke producten en oplossingen kunnen we in aangepaste vorm vertalen naar individuele (pensioen) oplossingen. Dat is een concreet voorbeeld van de kruisbestuiving tussen institutioneel en wholesale die thans plaatsvindt.' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DUURZAME BEDRIJVEN STAAN VOOR HOUDINI-ACT BELEGGER WIL AANDACHT VOOR KORTE ÉN LANGE TERMIJN

DUURZAAMHEID

Ook bedrijven die verantwoord ondernemen, dienen voldoende winstgevend te zijn en een goed dividend uit te keren. 'Door de focus op de lange termijn was er bij Unilever een "lack of urgency" ontstaan.'

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Ongeacht de voortdurende druk van kwartaalcijfers en de dreiging van vijandige overnamepogingen, dienen ook beursgenoteerde ondernemingen te focussen op de lange termijn, zo vinden steeds meer institutionele beleggers. De oproep van pensioenfonds PME en PMT aan het bestuur van Unilever om ondanks het ongevraagde overnamebod van concurrent Kraft Heinz koersvast te blijven, bevestigde dat maar weer eens. Pogingen om versneld aandeelhouderswaarde te creëren, baren hen zorgen.

Niet verrassend dus dat het onderwerp bij Eumedion, vereniging van Nederlandse institutionele beleggers, hoog op de agenda staat. 'De discussie over kortetermijn- versus langetermijnbeleid komt vaak terug', vertelt directeur Riens Abma. 'Vandaar dat wij onderzoeken hoe er bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wordt omgegaan met deze druk. Wetenschappers van



UNILEVER-TOPMAN PAUL POLMAN FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

de Universiteit Groningen gaven wij de opdracht te kijken in welke mate bestuurders in conferencecalls met beleggers en analisten wordt gevraagd om kortetermijnactiviteiten te ontplooiën en welke partijen dat doen.' In mei worden de eerste resultaten verwacht.

Bij een eerder Eumedion-onderzoek in 2012 bleek dat 80% van de aandelen van Nederlandse instituti-

onele beleggers langer dan vijf jaar in portefeuille zit. Met het langetermijnperspectief van deze groep loyale aandeelhouders zit het dus wel goed. Veel van deze beleggers hechten ook aan een duurzaam ondernemingsbeleid, en dat is bij uitstek gebaat bij een langetermijnhorizon, geeft Richard Klijnstra van Kempen aan. De vermogensbeheerder heeft al jaren een langetermijnstrate-

gie op het gebied van smallcaps en participaties en sinds vorig jaar ook voor largecaps. 'Als het bedrijf volgens plan presteert, houden wij een aandeel bij voorkeur meer dan tien jaar in portefeuille.'

Maar dat betekent niet dat op korte termijn geen resultaten geboekt moeten worden. Ook een onderneming die verantwoord onderneemt, dient voldoende winstgevend te zijn om een goed dividend uit te kunnen keren. Dividend is immers een vergoeding voor het risico dat beleggers lopen. Klijnstra meent dat een onderneming zich niet mag verschuilen achter het duurzame beleid. 'Door de focus op de lange termijn was er een "lack of urgency" ontstaan bij het bestuur van Unilever.' Dus hij juicht het toe dat gekeken wordt of zaken efficiënter kunnen. 'Ook duurzame ondernemers opereren in een competitieve omgeving. Het gaat erom de juiste strategische en duurzame beslissingen te nemen, maar die vervolgens wel op een efficiënte manier uit te voeren.'

Balans efficiënt gebruiken

Een nettoschuld van tweemaal ebitda is voor een bedrijf als Unilever volgens Klijnstra acceptabel. 'Het is goed op die manier de balans efficiënt te gebruiken. Wij zien graag dat een bedrijf blijft investeren.' Tegelijkertijd is het ook van belang dat het duurzaamheidsprofiel in stand blijft. 'En dan is het niet de bedoeling dat bijvoorbeeld geschrapt wordt in de kosten voor het toetsen van de naleving van toeleveranciers aan de duurzaamheidseisen.'

Een duurzame strategie betekent niet dat je op korte termijn geen financiële performance moet laten zien, zegt ook Abma. 'Anders verlies je als management de macht over het stuur en daar moet je heel erg voor oppassen bij beursgenoteerde

ondernemingen. Beleggers hebben een continue dialoog met het bestuur over dit soort zaken', vertelt hij. 'Hoe gaat het met de winstmarges? En hoe is de potentie om de komende jaren winst te creëren? Een gezond financieel beleid is van belang. Natuurlijk horen daar ook aspecten bij als de invloed van klimaatverandering op je businessmodel. Of: blijf ik nog wel aantrekkelijk voor werknemers en wat is de rol van de onderneming in de samenleving?'

Abma wijst erop dat Unilever vanwege zijn duurzame beleid juist aantrekkelijk is voor bedrijven die achterlopen op dat gebied. 'Een overname is dan aantrekkelijker dan zelf deze expertise opbouwen. Zeker ook omdat de balans van Unilever aan de conservatieve kant is.'

Verder is het van groot belang ook in moeilijke tijden te blijven investeren. Abma geeft een voorbeeld: 'Bij ASML stond in 2008 de continuïteit op het spel, maar desondanks is het blijven investeren in research & development en werd ook dividend uitgekeerd. Dat is nodig om geen speelbal te worden van activistische beleggers.'

Volgens de Eumedion-directeur is goede communicatie met alle aandeelhouders cruciaal. En daar ontbreekt het nogal eens aan, meent hij. 'Zeker bij middelgrote ondernemingen. Een onderneming moet

**'EEN GOEDE
COMMUNICATIE
MET ALLE
STAKEHOLDERS
IS CRUCIAAL'**

aan beleggers een geloofwaardig langetermijnverdienmodel kunnen laten zien dat ook op korte termijn zijn vruchten afwerpt in termen van volumegroei en cashgeneratie. En daarbij moet het bestuur ervoor waken niet te conservatief gefinancierd te zijn. 'Want anders kun je een overname over jezelf afroepen en dan financier je die ook nog zelf.'

Aandeelhouderswaarde

Beursgenoteerde ondernemingen die geconfronteerd worden met een ongewenst bod moeten de tijd krijgen om een antwoord te formuleren, vindt Klijnstra. 'Maar dat is geen vrijstelling van de noodzaak kritisch naar het businessmodel te kijken. Een bedrijf moet wel ergens op aangesproken kunnen worden. En als het bestuur zelf geen fatsoenlijk antwoord kan formuleren waarmee vergelijkbare aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd, dan moet een bedrijf ook overgenomen kunnen worden.'

Hoewel Nederlandse institutionele beleggers vooroplopen is ook internationaal steeds meer aandacht voor langetermijnbeleggen. Een aantal nationale en internationale vermogensbeheerders, waaronder PGGM en ABP maar ook partijen als BlackRock en Kempfen, schaarden zich afgelopen jaar achter het McKinsey-initiatief 'Focusing capital on the long term' (FCLT). Klijnstra: 'Dat betekent dat beursgenoteerde ondernemingen steeds vaker vragen zullen krijgen over de langetermijnstrategie.'

Tegelijkertijd worden ook meetbare resultaten gevraagd. 'Welke mijlpalen denken ze te gaan halen? En daar zullen ook op afgerekend worden.'

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Wat is het moment om klant lastig te vallen met testjes?

IRIS VAN DE LOOIJ: GOEDE COMMUNICATIESTRATEGIE 'KEY'

WET- EN REGELGEVING

Betere beleggingsbescherming is een van de hoofddoelen van Mifid II. Maar sommige zaken kunnen overkomen alsof u zich probeert in te dekken.

Een aantal marktpartijen heeft een inhaalslag te maken wat betreft het vastleggen van de financiële situatie van de klant en zijn kennis en ervaring met beleggen. Deze partijen zullen opnieuw met hun relaties een vragenlijst moeten doorlopen om de financiële doelstellingen en behoeften in kaart te brengen.

Door de uitgebreide definitie van complexe producten moeten veel klanten benaderd worden met een test over kennis en ervaring met beleggen in complexe producten zoals derivaten en hedgefondsen. Best een genante situatie in het geval het gaat om langlopende klantrelatie. Waarom komt u nu met deze vragen en testjes?

Beperkter aanbod

Door verschillende richtlijnen op het gebied van productselectie, kan het zijn dat een aantal type producten voor bepaalde cliënten straks niet langer toegankelijk is. Veel marktpartijen beperken het productaanbod om kosten van productselectie te verlagen en risico's van misverkoop te verkleinen. Wat is de impact hiervan voor de klant en hoe legt u dit uit?

Klanten zullen door Mifid II meer rapportages en toelichting ontvangen. Adviesklanten ontvangen straks voorafgaand aan ieder advies een geschiktheidsverklaring. Deze moet een klant bevestigen voordat de transacties worden uitgevoerd. Met alle eisen voor productbijlagen, zoals een PRIIP-KID, kan dit een behoorlijk pakket informatie worden.

Daarnaast ontvangen alle klanten straks een jaarlijks over-



FOTO: SHUTTERSTOCK

zicht van de werkelijke gemaakte kosten. Deze kosten worden verplicht in percentages en absolute bedragen weergegeven. Deze kostentransparantie gaat zeker tot kritische vragen leiden.

Dan hebben we nog de befaamde 10% rapportage-eis. Binnen een beheerrelatie met een klant ben je verplicht de klant te informeren op het moment dat de gemiddelde portefeuille met 10% is gedaald. Lastig te verantwoorden aan de klant waarom u dit doet. U heeft een beleggingshorizon van bijvoorbeeld vijf jaar afgesproken. Toch moet u bij iedere 10% daling de klant steeds waarschuwen. Deze regel uit Mifid II verdient geen schoonheidsprijs. Maar hij dient te worden nagevolgd.

Naast genoemde voorbeelden moet u uw klanten nog informeren over een nieuw beleid voor orderuitvoering, vastleggen van informatie, klantclassificatie en productselectie. In het uiterste geval wilt u met de cliënt zelfs een nieuwe dienstverleningsvorm, nieuwe tarifiering en contract overleggen. Allemaal voor een beter bescherming van de belegger. Waarom komt het dan toch snel over alsof u zich wilt indekken tegen potentiële claims van klanten?

Mijn advies: start op tijd met het opzetten van een communicatiestrategie. Want te komen met de uitleg: 'omdat het moet van de toezichthouder', is in dit geval echt een gemiste kans. Er is in deze aanpassingen wel degelijk een voordeel voor de klant te vinden. De uitdaging is om deze ook werkelijk naar voren te brengen. ■

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



SELL-OFF STAATSPAPIER STUWT WAARDEAANDELEN

DUBBELCIJFERIGE WINSTGROEI PER AANDEEL VERWACHT

BELEGGEN

Na jaren te zijn achtergebleven maken waarde aandelen een sterke comeback. Assetmanagers aan beide zijden van de oceaan zien om uiteenlopende redenen nog kracht achter de rally.

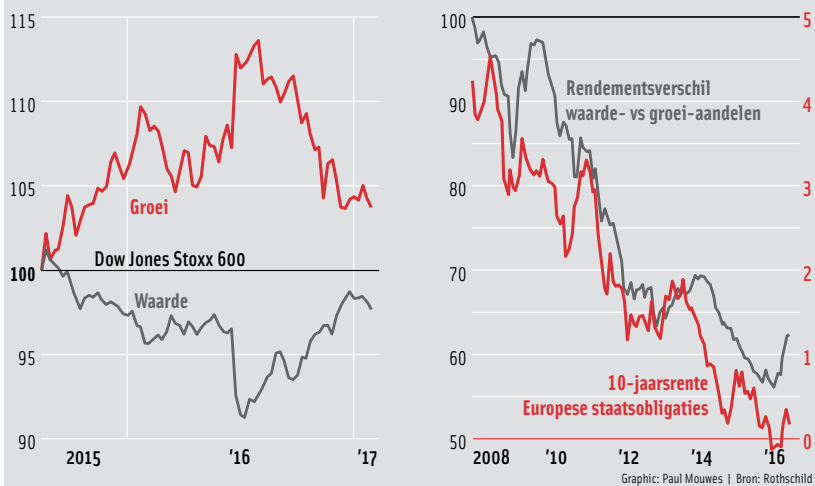
TEKST ANTON REIJINGA

Waarde aandelen zijn aandelen van bedrijven waarvan de marktwaarde laag is in verhouding tot de winst, cashflow en of intrinsieke (boek)waarde. Ze vallen op vanwege gunstige ratio's zoals koerswinstverhouding, prijs-tot-boekwaarde en dividendrendement. Hun tegenpolen zijn groeiaandelen. Dit zijn aandelen van bedrijven die typisch amper of geen dividend betalen, omdat ze nog geen winst maken of winsten terugploegen in uitbreidingsinvesteringen.

De verrassende zege van Donald Trump in de Amerikaanse presidentsverkiezingen leidde ertoe dat de markten een aantal aannames moesten bijstellen. Christian Preussner, de in Frankfurt gestationeerde managing director Amerikaanse aandelen van JP Morgan Asset Management, identificeert drie belangrijke stimulansen die uitgaan van de implementatie van zijn programma: deregulering van met name de finan-

Waarde versus groei

Waardefondsen blijven achter als de rente daalt en laten outperformance zien als de rente stijgt, situatie in Europa



ciële sector, herziening en verlaging van de belastingen en hogere economische groei.

De verwachte economische groei-impuls deed ook de inflatieverwachtingen stijgen. Centrale banken slaan hier direct op aan en staan klaar de geldontwaarding te lijf te gaan door middel van verhogingen van de rente die ze aan banken in rekening brengen. Verder moeten obligatierendementen in principe opwegen tegen

de inflatie. De Federal Reserve heeft de Fed Funds rente, die ze aan banken in rekening brengt, al verhoogd en ook de kapitaalmarktrente is uit het dal herrezen.

Alle drie de gevolgen pakken positief uit voor bijvoorbeeld de financiële sector, wijst Preussner. Met name voor verzekeraars, met hun langlopende verplichtingen, is de hogere kapitaalmarktrente een zege. Banken staan daarbij bekend als cy-

clisch, economische groei werkt met een hefboom door op hun winstgevendheid. Maar de JP Morgan-manager verwacht nog het meest van het terugschalen van de sinds de kredietcrisis opgelegde financiële regelgeving. Zo is het deel van de eigen woningwaarde dat huishoudens mogen lenen stelselmatig verlaagd, maar de loan-to-value-ratio kan nu weer omhoog.

Preussner ziet hierin geen gevaar voor de financiële stabiliteit. 'Het gaat de Amerikaanse consument nu veel beter, blijkt uit de gedaalde werkloosheid, hoog consumentenvertrouwen en gestegen nationaal inkomen.' Grote uitgaven, die ze voor zich uit geschoven hebben, kunnen nu worden gedaan. Dit is op zijn beurt goed nieuws voor producenten van duurzame consumptiegoederen, zoals auto's, wasmachines en koelkasten. Duurzame consumptiegoederen en financiële dienstverleners zijn de nummer een en twee sectoroverwegingen in bijvoorbeeld het ruim €2,7 mrd grote JPM US Value Fund.

Maar er zijn ook sectoren waarvoor het nieuwe beleid minder goed uitwerkt. Industriële bedrijven worden vaak gezien als defensief en hebben typisch meer omzet in het buitenland. 'De groei is minder en omdat ze veel overzeese activiteiten hebben, betalen ze toch al minder belasting in de VS', zegt Preussner. De energiesector heeft een tik gehad van de lage olieprijs, maar nu de prijs per vat zich heeft hersteld zijn ze nog niet goedkoop te noemen. 'De koers-winstverhouding in de sector ligt op 36,8.' Zowel de sector energie als industrie wordt in portefeuilles onderwogen.

Alle aandacht voor Trumps stimuleringsambities ten spijt, komt ook de Europese economie steeds meer op stoom. Sterker, richting het eind van 2016 groeide de eurozone

zelfs harder dan de VS. En de eerste signalen voor 2017 zijn zeer bemoedigend, wijst chieft investment officer Didier Bouvignies van Rothschild Asset Management in Parijs, op de indices van leidende indicatoren. En in navolging van de VS, zijn de inflatieverwachtingen aan het stijgen.

De Europese Centrale Bank zal hierin aanleiding zien het obligatie-opkoopprogramma verder af te bouwen, vervolgt de Rothschild-cio, onder andere verantwoordelijk voor de Conviction-strategieën met €11 mrd onder beheer. De ECB heeft het maandelijkse aankoopbedrag al verlaagd van €80 mrd naar €60 mrd. En Klaas Knot speculeerde al openlijk op een traject waarbij vervolgens in maandelijkse stappen van €10 mrd het programma zou kunnen worden beëindigd. Bouvignies ziet de Duitse kapitaalmarktrente onherroepelijk omhoog gaan.

Net als de Amerikaanse sell-off in staatsobligaties waarde aandelen een boost gaven, staat Europa volgens de Fransman een soortgelijk scenario te wachten. Hij wijst op een grafiek waarin enerzijds het uiteenlopend rendement tussen waarde en groeiportefeuilles tegen de Dow Jones Stoxx 600 worden afgezet. Anderzijds wordt dit verschil geplot tegen het rendement van de tienjaars euro-government bond benchmark. De lijnen volgen elkaar in een nauwe bandbreedte.

**'AMERIKA
WORDT NOG
ALTIJD ALS
SAFE HAVEN
GEZIEN'**

Een extra wind in de rug voor Europese waarde aandelen is de winstgroei. Jaren bleef deze achter bij hun Amerikaanse evenknieën. 'Maar voor dit jaar verwachten we dubbelcijferige groei van de winst per aandeel', aldus Bouvignies. Europese aandelen hebben volgens hem nog een waarderingsgat te dichten met de VS. Een gemiddelde koers-winstverhouding van 14 voor de Eurostoxx 600 staat tegen circa 17,5 voor de S&P 500.

Hij ziet de beste beleggingskansen in sectoren als duurzame consumptiegoederen en de bouw. Voorbeelden zijn Europese automakers. 'We kijken vooral naar bedrijven met een hoge operationele leverage', zegt hij, want deze profiteren bij uitstek van margeverbetering als de vraag aantrekt. Sectoren die het naar zijn verwachting minder zullen doen, zijn dranken en levensmiddelen — want relatief duur — en vastgoed — want gezien als bond-proxy.

Wat dit laatste betreft is opvallend dat waardebelegger pur sang Warren Buffett zich recent juist richtte op het Nederlands-Britse Unilever. Kraft, waar Buffet een groot belang in heeft, probeerde het voedings- en wasmiddelenconcern middels een vijandig overnamebod in te lijven.

Preussner reageert dat hij ontwikkelde markten 'in het algemeen aantrekkelijk' vindt vanuit waarderingsoogpunt. Maar hij plaatst daarbij de kanttekening dat de winsten van Amerikaanse bedrijven de afgelopen jaren gelijke tred hielden met de koersen. Maar dat de winsten van Europese bedrijven achterbleven. Daarbij zal de dollar volgens hem aansterken, omdat de Fed eerst verhoogt en Amerika nog altijd als 'safe haven' wordt gezien. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.



A ROOM WITH A VIEW

'HIER ZIET MEN MIJ ALS FUNCTIONARIS, OOK IN PRIVÉTIJD'

POST UIT

Voormalig ABN Amro-directeur vermogensadvies en beleggen Pim van den Heuvel is sinds 2016 landenmanager Kanaaleilanden op Guernsey.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Het mooie aan Guernsey is dat het als kroondomein van Groot-Brittannië een typische Engelse uitstraling heeft, maar dat de eetcultuur Frans is. Dat is het beste van beide werelden. De kwaliteit van leven is hoog. De vissen springen bij wijze van spreken zo uit het water op je bord. In het begin was de overgang groot: van de drukke Zuidas, naar deze 'room with a view'. Vanuit mijn werkkamer zie ik de eilanden Herm en Sark liggen en in de verte de kustlijn van Jersey. De eerste cruiseschepen liggen alweer voor anker. Door het toerisme verdubbelt het aantal mensen op het eiland in het seizoen tot meer dan 120.000.

Veel mensen die op Guernsey zijn geboren, gaan weg om elders te studeren of te werken, maar als ze kinderen krijgen komen ze terug. Het gevoel van veiligheid is hier groot. Het touwtje hangt hier bij wijze van spreken nog uit de brievenbus.

Ik ben hier naartoe gekomen om onder meer de bankactiviteiten op Guernsey en Jersey te integreren. Dat proces is nu afgerond. Op Jersey hebben we geen directe aanwezigheid meer, wel zijn onze relatiema-



PIM VAN DEN HEUVEL OP GUERNSEY

nagers en intermediairs er actief. Vanuit Guernsey vlieg je er in twaalf minuten naartoe.

Onze klanten zijn zeer vermogende, internationaal georiënteerde, particulieren die veelal in Engeland wonen. Het zijn of directe particuliere klanten of indirecte klanten die via intermediairs als trustkantoren met ons werken. Wij geven hen geen advies. Dat doen advocaten en fiscalisten in Londen. Wij zijn puur dienstverleners. Wij beheren vermogen of stellen kredieten beschikbaar. Wat opvalt aan deze groep is dat ze veel hogere liquiditeitsposities aanhouden dan wat in Nederland gebruikelijk is. Dat komt doordat ze sterk gericht zijn op kansen, bijvoorbeeld op het terrein van vastgoed of private equity.

Ook in relatie tot hen geldt voor ons: ken je klant, ongeacht of het een directe of een indirecte klant is. Ik ben daar zeer gespitst op. We hebben een reputatie hoog te houden. Formeel is dit een zelfstandige bank, met een eigen board. Dat vind ik leuk. Wel moest ik wat cultuurverschillen overwinnen. Als Nederlander ben ik nogal direct. Daar moesten mijn Engelse medewerkers aan wennen. Daar hou ik nu meer rekening mee. Een ander belangrijk aspect van het leven op de eilanden is dat iedereen elkaar kent. Dat betekent dat je altijd als functionaris wordt gezien, ook in je privéhoedanigheid. Het is dan ook fijn om regelmatig naar Nederland te gaan. Dan laaf ik me aan de anonimiteit. ■

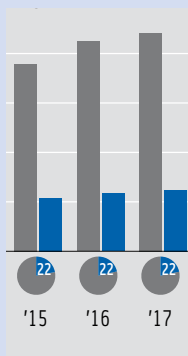
THEMA: PASSIEF BELEGGEN

MIXEN & MATCHEN



De vraag is niet of actief beleggen beter is dan passief beleggen, maar wat je waarvoor kiest.

PAGINA 43-45



SWAP-BASED

De synthetische tracker verloor de laatste jaren in rap tempo terrein. Komt hij terug?

PAGINA 46-47

EN VERDER

ECHTE WERK

Echte passievelingen volgen de oerindex.

PAGINA 42

EUROPA ALS WINGEWEST

Amerikaanse giganten hebben op oude continent nog wereld te winnen

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Het nieuwe wingewest heet Europa. Terwijl de institutionele wereld zich al tot het indexbeleggen heeft bekeerd, kunnen nog massa's ziertjes in de wholesale worden gewonnen. Vorig jaar was de Europese exchange traded product-markt bijna \$600 mln groot, maar volgens een basisscenario dat Vanguard hanteert zal dat in de komende vijf jaar doorgroeien naar het dubbele. Het is een trend die gepaard gaat met steeds maar dalende kosten en met de lancering van telkens weer nieuwe productlijnen, zoals smart bèta en low volatility.

Hoe snel de opmars van exchange traded funds en andere exchange traded products, zoals grondstoffen-trackers, wel kan gaan, laten de obligatiemarkten zien. In 2008 werd in de zeer grote Europese markt voor fixed income nog 10% passief belegd, inmiddels is dat al 30%. Voor dat imposante landjepik kunnen partijen als BlackRock centrale banken als de ECB met hun extreem lage renteniveaus dankbaar zijn. Die hadden als bijeffect lage rendementen voor eindbeleggers, waardoor de kostencomponent steeds zwaarder ging wegen en actieve managers gevoelig uit de markt gedrukt werden.

De keukenmeesters van BlackRock, State Street en Vanguard hebben nog veel meer recepten die naar de markt

kunnen worden gebracht. Het gaat dan om producten die zich veelal op het grensvlak bewegen tussen actief en passief, zoals smart bèta en factor-etf's.

De slag om deze nieuwe fronten zullen kansrijk zijn en concurrenten pijn doen. De Europese markt is nu nog zeer versnipperd met meer dan 1500 etp's die gemiddeld minder dan \$100 mln onder beheer hebben. Als de grote Amerikaanse huizen blijven doorgaan met hun 'race to the bottom' door de kosten van etf's alsmaar te drukken, dan droogt het verdienmodel van deze kleinere Europese spelers op enig moment op.

Ook hier is sprake van een bijeffect: de blitzkrieg zet ook actieve managers buitenspel, die de index niet weten te verslaan. ■

'COMBINATIE VAN ACTIEF EN PASSIEF IS HET BESTE'

ACTIEVE MANAGER KAN OVERCROWDED TRADES OMZEILEN

De vraag is niet of passief óf actief beleggen beter is, maar waar en op welk moment wat de voorkeur heeft, zegt State Street Global Advisors. Morgan Stanley adviseert per assetclass een specifieke verhouding actief: passief.

TEKST ANTON REIJINGA

Ondanks de groei in passief beheerde beleggingsproducten, is actief management volgens experts verre van ten dode opgeschreven. De vraag dringt zich op waar het evenwicht ligt en of er zoiets is als een optimale mix tussen actief en passief.

'Het uitroepen van "de dood van actief management" is schromelijk overdreven', aldus global chief investment officer Rick Lacaille van State Street Global Advisors (SSGA). Het fondshuis uit Boston, met een vermogen onder beheer van \$2470 mrd, is een van de grootste aanbieders van passieve beleggingsproducten ter wereld. Maar ongeveer de helft van het vermogen wordt nog steeds actief belegd.

Als wereldspeler heeft SSGA een goed inzicht in de trends onder eindbeleggers. 'Zo is er in Europa nog altijd sterke groei in passief bij particuliere beleggers, maar onder pensioenfondsen is de groei eruit', zegt Lacaille. Hij ziet dat deze trend in de markt voor particulieren gedreven wordt door de

focus op kosten. 'Private banks en adviseurs staan onder enorme druk om de kosten te verlagen.'

In de Verenigde Staten, de bakermat van exchange traded funds (etf's) en andere indexproducten, wordt volgens cijfers van Morningstar grofweg een derde van het fondsvermogen passief belegd. In Europa is dit aandeel de laatste jaren gestaag gestegen en staat het per eind 2016 op ruim 15%. Onderzoekers van de fondsvergelijker tekenen hierbij aan dat onderliggend de fund flows over de jaren variëren en dat daarmee het pleit allerm minst beslecht lijkt voor actieve fondsen.

Actief gemanagede beleggingsfondsen zijn in vergelijking met passieve tegenhangers over het algemeen stukken

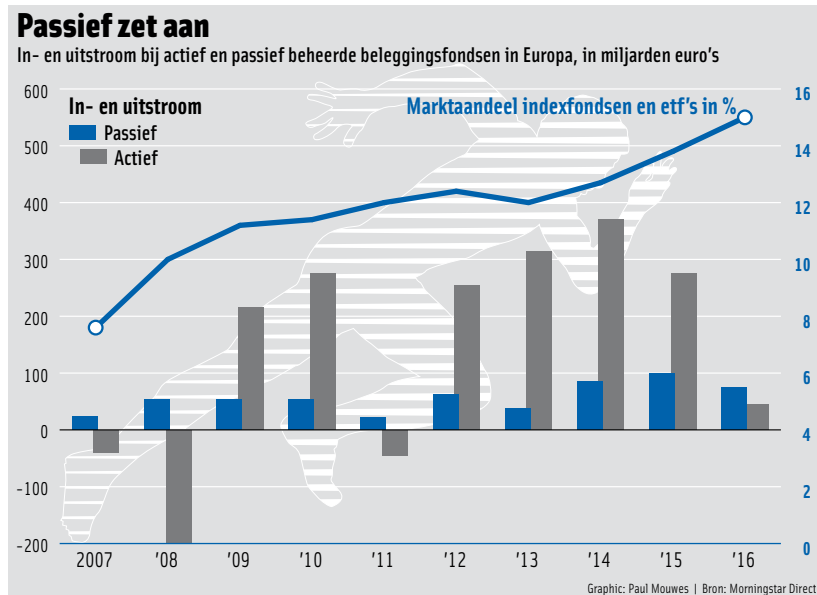
duurder, terwijl hun prestaties hier vaak niet tegen opwegen. Vergelijkingen over verschillende tijdsintervallen tussen actief gemanagede Amerikaanse largecapfondsen en het Vanguard 500 Index Fund, een van de grootste indextrackers ter wereld, vallen slechts in gemiddeld 37% van de gevallen uit in het voordeel van de eerste. En heel weinig wisten dit kunstje te herhalen op meerdere intervallen.

Marktomstandigheden

Met name in geleidelijk stijgende markten doen passieve fondsen het over het algemeen beter dan actieve, zegt SSGA-cio Lacaille. 'De afgelopen jaren was het heel moeilijk voor actieve managers om de indextrackers te verslaan. Maar dit veranderde richting het eind van 2016 ten gunste van actief. Er ontstond weer meer dispersie in de markt.'

De reflation-trade, zoals de switch naar beleggingen die zouden profiteren van oplopende rente en inflatie werd genoemd, leidde tot een rotatie op de beurs. Beleggers stapten massaal uit met name staatsobligaties en zogenaamde bond-proxies, zoals aandelen in nutsbedrijven. Ze kozen daarente-

'PASSIEF DOET HET BETER IN GELEIDELIJK STIJGENDE MARKT'



gen voor aandelen uit sectoren die zouden profiteren van aantrekkelijke economische groei en inflatie, zoals aandelen die hoog scoren op fundamentele waarde-eigenschappen (zie ook artikel op p. 36-37).

Deze beweging was uiteraard geïnspireerd door de verkiezing van Donald J. Trump als nieuwe president van de Verenigde Staten. De Republikein stelde belastingverlagingen voor consumenten en bedrijven in het vooruitzicht, naast grote overheidsinvesteringen in onder meer infrastructuur. Ook beloofde hij deregulering. Dergelijke ontwikkelingen creëren een uitgelezen kans voor actieve managers om zich te bewijzen als goede stockpicker.

Het is logisch te veronderstellen dat dit nog sterker geldt voor minder efficiënte markten. 'De handel in Amerikaanse largecaps is een uiterst efficiënte markt', zegt Lacaille. 'Naar smallcaps wordt veel minder research gedaan.' Hetzelfde geldt voor vastrentende markten als emerging market debt (EMD). 'Enig onderzoek is wel gewenst voor je belegt in bijvoorbeeld Bulgaarse obligaties.'

Er wordt ook vaak gewezen op specifieke eigenschappen van obligatie-

markten die ze minder geschikt zouden maken voor een passieve benadering. De grootste schuldenmakers hebben immers de grootste weging in naar marktkapitalisatie gewogen indices. Actieve strategieën zijn daarbij zeer succesvol gebleken in het exploiteren van obligatiemarktinefficiënties. Een bekend fenomeen is de zogenoemde 'fallen angel'-anomalie: Obligaties die een downgrade krijgen, kunnen uit het belegbare universum van institutionele partijen en indices vallen. Actieve managers kunnen hier op anticiperen.

Niet zwart-wit

Toch ziet de SSGA-cio het niet zwart-wit. 'Van een afstandje lijkt het een uitgemaakte zaak, maar de feiten geven toch een ander beeld. Het is beter om te onderkennen dat passief overall een rol kan vervullen.' Een combinatie van de twee lijkt hem in ieder afzonderlijk segment te prefereren boven het een of het ander. 'Al is het maar om de actieve manager scherp te houden.'

De vraag is dus niet of passief het beter doet dan actief, maar in welke markten op welk moment actief een hogere kans geeft op outperformance.

Als voorbeeld wijst Lacaille op factorstrategieën. Na de beursdip van 2008 trokken strategieën gericht op dividend en lage volatiliteit (low-vol) enorm veel beleggersvermogen aan. 'Gevolg was dat de aandelen die hier hoog op scoorden almaar duurder werden. Bij het komen tot een assetallocatie, moet je kijken wat duur is.' Actiever management kan helpen de meest overcrowded trades te omzeilen. Dit is ook een manier om het risico beheersbaar te houden. 'Er staat een vast aantal aandelen uit, als beleggers op hetzelfde moment hun gedachten wijzigen gaat het mis.'

Morgan Stanley zit op hetzelfde spoor. De Amerikaanse bank concludeerde uit eigen onderzoek naar de prestaties van actief en passief beheer over de afgelopen 34 jaar, dat een combinatie van de twee zowel puur actief als puur passief ver achter zich liet. Vermogende klanten van de bank krijgen het advies verschillende verhoudingen tussen passief en actief beheer voor verschillende aandelen categorieën te hanteren. De adviesverhoudingen lopen momenteel uiteen van overwegend passief voor largecaps tot 70% actief en 30% passief voor smallcaps.

Als wereldwijd belegger is Lacaille in de eerste plaats op zoek naar groei. 'Groeit de economie dan werkt dat door naar bedrijfsomzetten. Vervolgens wil je het aantal actieve bets maximaliseren.' Althans, op die terreinen waar je kan verwachten over superieure selectie te beschikken. 'Je kijkt op niveaus van landen, sectoren en individuele effecten. Vervolgens leg je, op de passieve laag, diverse actieve accenten.'

Bij de constructie van klantportefeuilles kan de cio putten uit steeds meer mogelijkheden, wijst hij. 'De opportunity set wordt steeds complexer en dat tegen steeds lagere kosten.'

DE MOEDER ALLER INDICES

ZO IS DE VERDELING VAN ALLE BELEGGINGEN WERELDWIJD

Er gaat veel geld richting passieve beleggingsfondsen, maar daarmee wordt nog niet per se passief belegd. De oerbenchmark verandert dat.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Passieve fondsen zijn razend populair, ook onder daghandelaren en hedgefondsen. De SPDR S&P 500 ETF, beter bekend als SPY, wordt meer verhandeld dan Coca-Cola, Apple en Microsoft bij elkaar.

Het volume van SPY is zo enorm groot dat professionele beleggers probleemloos \$100 mln in een paar tellen aan het werk kunnen zetten. Maar met passief beleggen heeft dit allemaal niet veel van doen, vinden sommige critici.

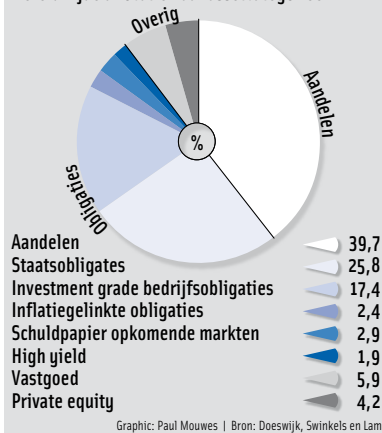
Er zijn verschillende vermogensbeheerders die werkelijk passief beleggen dicht benaderen. Toch maken ook deze partijen actieve keuzes, door bijvoorbeeld de portefeuilles te herbalanceren en het risico af te bouwen als de klant voor een doel belegt.

Alleen wie de 'global multi-asset portfolio' volgt, belegt puur passief. Althans, dat stellen de samenstellers van deze oerbenchmark: onafhankelijk onderzoeker Ronald Doeswijk, Robeco-onderzoeker Laurens Swinkels en Rabobank-analist Trevin Lam.

Deze index is de verdeling van alle beleggingen wereldwijd. 'Echt

De ideale mix

Wie werkelijk passief wil beleggen volgt de wereldwijde allocatie naar assetcategorieën



passief beleggen betekent dat een belegger de samenstelling van de wereldwijde marktportefeuille exact repliceert. Alleen trackers gebruiken in een portefeuille staat niet gelijk aan passief beleggen. Ook de verdeling moet matchen met deze portefeuille', aldus Lam. 'Dus iedere portefeuille die qua samenstelling op 31 december 2016 afwijkt van de samenstelling in deze tabel is per definitie géén passieve portefeuille.'

Achteroverleunen

Eenmaal gerepliceerd, hoeft de belegger eigenlijk bijna nooit meer naar zijn portefeuille om te kijken. Alleen de inkomsten uit de portefeuille dienen evenredig over alle beleggings-

categorieën te worden verdeeld.

Ten opzichte van een jaar geleden is de totale marktkapitalisatie van de oerbenchmark aanzienlijk gegroeid, met dank aan de eindejaarsrally na de verkiezingsoverwinning van Donald Trump. De wereldwijde marktportefeuille had eind 2016 een omvang van \$106.391 mrd, een stijging van 5,4%.

Het gewicht van aandelen in deze benchmark nam afgelopen jaar dus toe, net als dat van private equity, emerging market debt en inflatiegerelateerde obligaties. Het gewicht van staatsobligaties en vastgoed nam aan de andere kant af, dat van high yield en investment grade bedrijfsobligaties bleef nagenoeg onveranderd.

Lam, Swinkels en Doeswijk brachten enkele jaren gelden de wereldwijde marktportefeuille in kaart. Sindsdien houden zij die jaarlijks bij. 'De portefeuille bevat waardevolle informatie voor de strategische assetallocatie van beleggers', stelt Lam. Ook zijn een paar alles-in-een trackers die de index volgen. Over het historische rendement van de portefeuille verwachten de onderzoekers later dit jaar met een paper naar buiten te komen. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE VELE GEDAANTEN VAN INDEXBELEGGEN

'DEZE FONDSSEN DOEN HET BETER DAN DE SIMPELE INDEX'

De één belegt volledig passief, de ander combineert trackers met factorfondsen. Passief beleggen kan op veel verschillende manieren, dat bewijzen de professionele spelers op de Nederlandse markt wel.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Passieve fondsen zijn er niet alleen voor passieve beleggers. Integendeel, het zijn veelgebruikte bouwstenen in portefeuilles van actieve beleggers. Soms om tijdelijke exposure naar een (zeer) specifieke belegging te verkrijgen, zoals de Japanse aandelenmarkt of bedrijven uit de game-industrie. Of het gaat om iets waar überhaupt moeilijk direct in te beleggen valt zoals de goudprijs.

Tactische allocatiebeslissingen dus. Passieve fondsen, al dan niet synthetisch, bieden dan uitkomst. Ze zijn goedkoop, doorgaans goed verhandelbaar en in alle soorten en maten verkrijgbaar en worden door veel verschillende providers aangeboden. Handig zijn ze ook als de voorkeur eigenlijk naar actief beheerde fondsen uitgaat, maar de selectieprocedure nog doorlopen moet worden. Als tijdelijke oplossing dus.

Het komt ook voor dat een beheerder gespecialiseerd is in het beleggen in

obligaties en daarom het aandelengedeelte van de portefeuille passief invult. Op een kostenefficiënte manier maximale spreiding bewerkstelligen, heet dat. Soms bestaat het leeuwendeel van een portefeuille uit goedkope, zeer breed gespreide indexfondsen of etf's, en wordt dat aangevuld met enkele zeer actief beheerde fondsen die voor de outperformance moeten zorgen. In zo'n geval wordt gesproken van een core-satellite-benadering. Providence Capital bijvoorbeeld geeft daar op zijn geheel eigen wijze invulling aan, zo licht de cio Wouter Weijand op de volgende pagina's toe.

Dan zijn er partijen die 'volledig passief' beleggen. Ook hier zijn de ver-

PASSIEVE FONDSSEN VEEL GEBRUIKT DOOR ACTIEVE BELEGGER

schillen groot, blijkt uit het commentaar van Care IS Vermogensbeheer en The Index People op p. 44-45. De een belegt dynamisch met passieve fondsen, terwijl de ander de strategische assetallocatie zo constant mogelijk probeert te houden.

Smart bèta

Nog een mogelijkheid is om te beleggen met smart bèta-fondsen. Deze indexfondsen proberen zogeheten factorpremies in de markt te oogsten, zoals voor lage volatiliteit.

En dan kun je ook dit weer combineren met actief, passief of allebei, zoals Rabobank doet in zijn zogenoemde core-factor-satellite-benadering. Deze bank belegt het aandelengedeelte van zijn portefeuille voor een derde in trackers, voor een derde in factorfondsen (en dan bij voorkeur multifactorfondsen) en voor een derde in actieve fondsen.

Zoveel spelers, zoveel manieren om met passieve fondsen om te gaan dus. De overeenkomst is echter dat er altijd in meer of mindere mate actieve keuzes worden gemaakt, al was het maar omdat vrijwel geen index hetzelfde is.



MARC VIJVER,
DIRECTEUR THE INDEX
PEOPLE

VASTE WEGINGEN

'Als je weet dat actieve beheerders hun beloftes meestal niet inlossen, kies je al snel voor een indexoplossing', zegt Marc Vijver van The Index People. Het zou in onze ogen raar zijn om vervolgens met passieve fondsen een actief beleid te gaan voeren. Dit is in feite een "halve beslissing", want als fondsbeheerders het niet kunnen, waarom zou een vermogensbeheerder dan wel steeds weer de juiste richting weten te kiezen?

Voor ons is het daarom volstrekt logisch om indexoplossingen te combineren met vaste doelwegingen per onderdeel. Dat betekent dat we een vast systeem van herbalanceren hanteren, waarbij we relatieve uitschieters "duur" verkopen en achterblijvers "goedkoop" kopen. Zo houden we de risico's en rendementskansen altijd constant.

We beleggen "bbp-gewogen", maar bereiken dit via marktgewogen fondsen. Dit omdat deze breder verkrijgbaar zijn en goedkoper in gebruik. Wij gebruiken vrijwel alleen institutionele indexfondsen (dus geen etf's), die wij direct op de NAV aan- en verkopen.

Met elke klant spreken we periodiek door of het zinvol is om meer of minder, of met een hoger of lager risico te gaan beleggen. Daarbij adviseren we om te focussen op doelstellingen en risico's en niet te proberen de markt te timen.'



THOMAS BUNNIK,
MEDEOPRICHTER VAN
PRITLE

BIJNA VOLLEDIG PASSIEF

'Wij vullen de portefeuilles bijna volledig passief in en hebben daarbij hoofdzakelijk gekozen voor fysiek gerepliceerde index-

fondsen', vertelt Thomas Bunnik van Pritle. 'Deze zijn uiterst goedkoop en laten zich bovendien eenvoudig kosteloos verhandelen door automatische, directe inschrijving bij het fondshuis.

We selecteren fondsen van assetmanagers die een extreem gedegen principe hanteren met betrekking tot het uitlenen van effecten dat niet tot problemen heeft geleid onder zeer turbulente marktomstandigheden.

De spreiding is wereldwijd, waardoor op lange termijn een rendement wordt gerealiseerd dat sterk in lijn ligt met dat van de som der delen van wereldwijde financiële markten. Binnen het aandelengedeelte beleggen we volgens een vaste verdeling die jaarlijks wordt geëvalueerd en zo nodig aangepast.

Het obligatiegedeelte bestaat enkel uit Europese obligatietrackers in euro's, omdat wij hier geen valutarisico willen lopen. Voor beleggen in grondstoffen beleggen we wel in een synthetisch opgebouwd fonds dat belegt in futures, aangezien dit de enige wijze is waarop je de meest directe belegging kunt doen in de wereldwijde grondstoffenmarkten. Hierin beleggen we voor maximaal 5% van het risicovolle gedeelte van onze portefeuilles.

De portefeuilles van onze klanten worden ieder kwartaal automatisch geherbalanceerd.'

Robo-beheerder Pritle werd onlangs overgenomen door BinckBank. Als gevolg hiervan zal de naam Pritle verdwijnen. De diensten zullen onder het label Binck worden voortgezet.



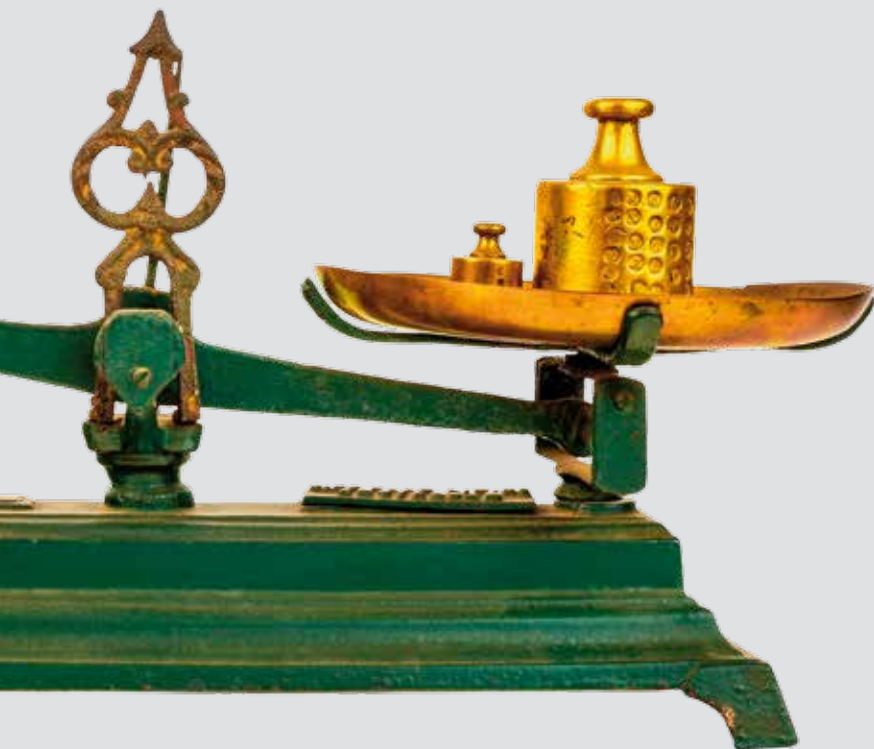
FRANS PULLES,
OPRICHTER VAN PULLES &
RIJPPAERT

FACTORPREMIES

'Wij geloven dat alle informatie al in markt zit en dat academisch onderzoek kan bijdragen aan een beter rendement. Wat wij doen zou je dan ook kunnen benoemen als indexbeleggen-plus', zegt Frans Pulles van Pulles & Rijppaert.

'De modelportefeuilles bij ons zijn om die reden opgebouwd met beleggingsfondsen van Dimensional. Dit zijn breed gespreide fondsen die bepaalde factormPremies — of dimensies — zoals 'small-cap' en 'waarde' proberen te oogsten.

Dimensional heeft de portefeuilles van de financieel planner tevens voorzien van een groen tintje. Dit is nog niet academisch aangetoond, maar er zijn sterke aanwijzingen dat ook duurzaamheid beter rendeert.



Wij weten dat de dimensies niet iedere dag, ieder jaar of zelfs ieder decennia hetzelfde zullen zijn — en zelfs negatief kunnen zijn — dus daar is verwachtingsmanagement erg belangrijk. Op de lange termijn doet het grootste gedeelte van alle fondsen die we gebruiken het echter beter dan de simpele index en dus ook een portefeuille met alleen indexfondsen.'



LOEGE SCHILDER
OPRICHTER VAN CARE IS
VERMOGENSBEHEER

TRACKERS EN FACTORFONDSEN

'Wij beleggen dynamisch met etf's en indexfondsen en daarnaast gebruiken we factorfondsen', vertelt Loege Schilder van Care IS Vermogensbeheer. 'Zo spreiden we het vermogen van onze klanten wereldwijd

over meer dan 5000 aandelen en ruim 1000 bedrijfsobligaties. Dat spreiden doen we vooral vanuit het oogpunt van vermogensbehoud, maar ook kostenefficiëntie speelt hierbij een rol.

We passen de beleggingsmix aan als de risico's op de beurs toe- of afnemen. Zo hebben we tijdens de Griekse schulden crisis niet in obligaties van financials belegd. Deze maken 45% van het universum uit en de mogelijkheid van een domino-effect van faillissementen was aanwezig.

Daarnaast beoordelen we periodiek of het verwachte rendement van een asset-class nog opweegt tegen het risico. Daar-

om hebben we een paar jaar geleden al staatsobligaties verkocht.

Om de risico-rendementsverhouding te optimaliseren maken we tevens gebruik van factorfondsen. Dit doen we volgens het core-satellite-principe: circa 60% van de aandelenexposure zit in 'gewone' etf's. Daarnaast zit 40% in aandelen met specifieke kenmerken zoals waarde en small-caps. Recent zijn we ook gaan beleggen in de factoren lage volatiliteit en kwaliteit om zo de drawdown te beperken.'



WOUTER WEIJAND
CHIEF INVESTMENT OFFICER
VAN PROVIDENCE CAPITAL

PASSIEF EN ACTIEF

'Wij hanteren een core-satellite-benadering met een kern van passieve fondsen en daaromheen verschillende actieve satellieten. In het kerngedeelte zit onder meer een passief beheerd aandelenfonds dat wereldwijd belegt in duurzame bedrijven.

Welke markten wij passief en welke wij actief benaderen is geen statisch gegeven. Dit houden wij continu in de gaten. We kijken daarvoor naar de marktomstandigheden en gaan over op actief als we denken dat actief management het verschil kan maken.

Vorig jaar zijn we bijvoorbeeld voor opkomende markten overgestapt op actief. Dit omdat de perspectieven voor de verschillende opkomende markten uiteen waren gaan lopen. We leggen binnen het aandelen gedeelte voorts de focus op waardefondsen, small- en midcaps en high quality-beleggingen. Dit zijn bewezen dimensies van outperformance.

Tot slot zijn we er groot voorstander van om posities die groot zijn geworden omdat iets het goed heeft gedaan, te herbalanceren.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

'DE SYNTHETISCHE ETF IS NIET DOOD: HIJ LEEFT'

DERIVATEN MAKEN PRODUCT MOEILIK UIT TE LEGGEN

Synthetische trackers verloren de afgelopen jaren in rap tempo terrein. Volgens een enkeling zijn ze nu weer aan een opmars bezig. Meer steun krijgt de stelling dat synthetisch voor sommige assetclasses beter is.

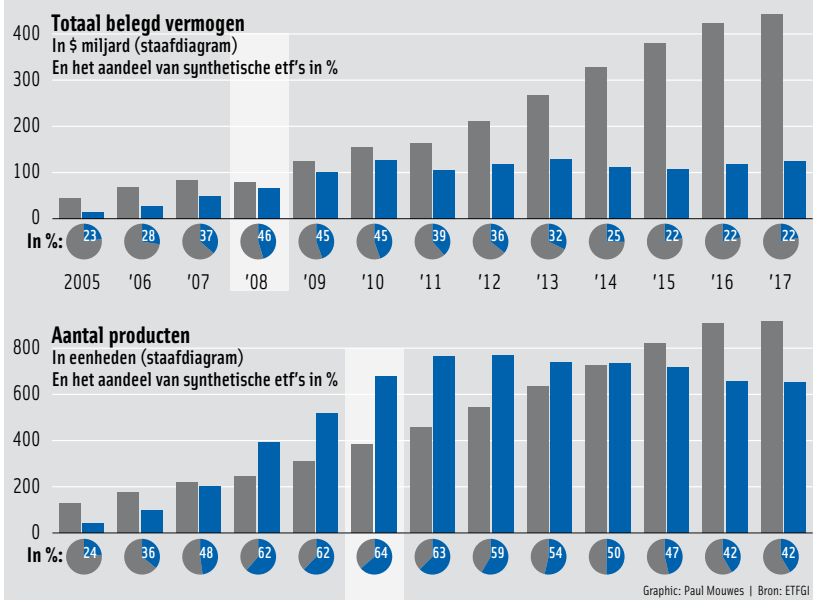
TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Wat mij opvalt, is dat Nederlandse partijen steeds vaker naar synthetische etf's vragen. Ik verkoop meer fysieke trackers in Nederland hoor, laat dat duidelijk zijn, maar de vraag naar synthetische trackers neemt toe. Aan het woord is Gert-Jan Verhagen. Sinds juni 2015 is hij hoofd etf, indexing en smart beta sales bij het Franse fondshuis Amundi, van oorsprong een aanbieder van synthetische etf's, al verkoopt het huis tegenwoordig beide. Verhagen kwam twee jaar geleden over van iShares, de BlackRock-dochter groot in fysieke indextrackers.

Zijn opmerking is opvallend. De laatste jaren hebben verschillende aanbieders van synthetische etf's producten omgezet in producten die daadwerkelijke de stukken uit de indices die ze volgen in bezit hebben (fysieke replicatie). Synthetische etf's werken op basis van derivaten: zogenoemde swap-contracten met zakenbanken. De bank keert het fonds tegen

Marktaandeel van synthetische etf's is flink afgenomen

Het totaal belegd vermogen in etf's in Europa en het aantal producten, stand februari 2017



bepaalde kosten simpelweg het rendement van de betreffende index uit.

Een aantal jaren geleden waarschuwde onder meer de Britse toezichhouder dat deze fondsen vanwege de gebruikte constructie voor gewone huis-tuin-en-keukenbeleggers te moeilijk te begrijpen zijn, waardoor ze geen goede inschatting zouden

kunnen maken van de risico's. Deze fondsen zouden daarom niet geschikt zijn voor retailbeleggers.

Een van de risico's van synthetische trackers is het risico dat de zakenbank om welke reden dan ook zijn afspraak niet nakomt en het rendement van de index niet uitkeert. Dit is het zogenoemde tegenpartijrisico. Om dit te

tackelen houden synthetische fondsen echter wel degelijk ook fysieke mandjes effecten aan. Dit is het onderpand. Deze stukken kunnen ze verkopen als de zakenbank in gebreke blijft. Dit zijn meestal wel heel andere stukken dan die in de te volgen index. In feite hebben beleggers dus heel andere stukken in handen dan ze misschien denken.

Securities lending

Veel aanbieders van fysieke etf's lenen de stukken die zij namens beleggers in bezit hebben nu en dan uit aan beleggers die effecten nodig hebben om short te kunnen gaan (securities lending). Ook dan zijn de stukken uit de index zelf dus niet altijd aanwezig en bestaat het risico dat de uitgeleende stukken niet worden teruggegeven. Ook hier is dus sprake van tegenpartijrisico en ook hier wordt dit risico opgevangen door onderpand aan te houden. Hier komt bij dat fysieke trackers ook niet altijd alle stukken uit de index die zij volgen in handen hebben, maar soms alleen een representatief mandje. Dit wordt sampling genoemd.

Toch vinden veel Nederlandse partijen synthetische etf's lastiger uit te leggen aan klanten, waardoor ze een voorkeur hebben voor fysieke replicatie. Zowel Rabobank als ING laat Fondsnieuws weten als het om etf's gaat waar mogelijk te kiezen voor fysiek. Beide geven aan alleen bij grondstoffen etf's met synthetische producten te werken, al hanteert Rabo op dit moment een nulweging voor grondstoffen. 'Maar dit moet ook wel. Ik ken weinig mensen die fysieke vaten olie in hun tuin willen hebben', aldus chief investment officer Han Dieperink van Rabobank. Of in de woorden van zijn collega Bob Homan van ING: 'Want hoewel ook daar fysieke etf's beschikbaar komen, is die categorie natuurlijk lastiger fysiek te repliceren — want wie wil er nou een berg steenkool op de stoep? Ook het feit dat de prijs van

grondstoffen door middel van termijncontracten tot stand komt, maakt fysiek repliceren niet eenvoudiger.'

Dit beeld wordt bevestigd door de cijfers van het Britse etf-onderzoeksbureau ETFGI. De meeste etf's in Europa zijn fysiek en zij bevatten ook een groter belegd vermogen. Dit is niet altijd zo geweest. In 2009 was nog 45% van het belegd vermogen in etf's in Europa belegd in synthetische producten. De laatste jaren is dit percentage 22% en is dus bijna 80% belegd in fysieke trackers (zie infographic). Wat de cijfers dus wel laten zien is dat het marktaandeel van synthetische trackers de laatste jaren niet verder is afgenomen. Het aantal synthetische producten slonk wel. Mogelijk dus dat dit de populariteit van de synthetische trackers van Amundi verklaart: er zijn gewoon minder partijen over waar liefhebbers van synthetische trackers terecht kunnen. Gert-Jan Verhagen zelf zegt niet de indruk te hebben dat de klanten die hij voor synthetische producten kan interesseren overkomen van andere aanbieders. 'Het zou ook niet zo slim zijn, van die aanbieders, te stoppen met producten waar klanten tevreden over zijn.'

UBS een aanbieder die naast fysieke ook enkele synthetische trackers aanbiedt, kan niet bevestigen dat de synthetische etf zijn comeback in Nederland maakt. Wel zegt ook Marcel Danen, verantwoordelijk voor UBS ETF in Nederland, een trend te zien

'WIE WIL ER FYSIEKE VATEN OLIE IN ZIJN TUIN HEBBEN?'

dat beleggers weer meer alloceren naar bijvoorbeeld 'broad commodities'. 'Dit is een assetclass die gezien de onderliggende waarden normaliter via synthetische replicatie wordt beheerd.'

Lage tracking error

Maar Amundi heeft geen synthetische commodity-trackers. Verhagen wijst erop dat onder meer zijn MSCI Europe-etf het heel goed doet. Dit zit hem er volgens hem in dat synthetische trackers over het algemeen een lagere tracking error hebben, wat wil zeggen dat zij het rendement van de te volgen index beter benaderen. Maar misschien heeft de populariteit van deze etf ook wel te maken met zijn lage kosten (15 basispunten). Ook de emerging markets-etf van Amundi is populair. Bekend is dat fysieke trackers vooral in illiquide markten — of om andere redenen moeilijk toegankelijke markten — moeite kunnen hebben de te volgen index goed te repliceren. Dan kan een synthetische tracker een uitkomst zijn.

Cijfers die aantonen dat synthetische trackers aan populariteit winnen heeft Verhagen echter niet. 'Afgelopen jaar verkocht ik 85% fysiek en 15% synthetisch. Daarvoor zat ik er nog niet. Maar op basis van de aanvragen die ik nu al heb, weet ik zeker dat het percentage synthetisch volgend jaar hoger zal zijn.'

De tijd zal het leren. Feit blijft dat niet iedereen een goed gevoel heeft bij derivaten. Spannend in dit kader is de visie van de Europese toezichthouder Esmā. Mogelijk bestempelt die synthetische trackers onder Mifid II als 'complex', wat in ieder geval betekent dat zij niet meer zonder meer zouden mogen worden aangeboden aan zelfbeleggers. Of dit zal gebeuren, was op het moment van schrijven van dit artikel nog niet bekend. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

SYSTEEMRISICO OF NIET?

ALS IEDEREEN PASSIEF GAAT BELEGGEN, WORDT HET RISKANT

De populariteit van exchange traded funds (etf's) heeft ook geleid tot aandacht voor eventuele negatieve gevolgen van de opmars.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Met de snelgroeiende omvang van de etf-markt rijzen ook de zorgen over de financiële stabiliteit. De Financial Stability Board, een internationale toezichthouder onder leiding van de voorzitter van de Bank of England Mark Carney, heeft al de vinger gelegd op de mismatch in liquiditeit tussen etf's en hun onderliggende beleggingen. In sommige populaire indextrackers wordt meer gehandeld dan in de onderliggende stukken.

Volgens chief investment manager Hans Betlem van IBS Capital Allies kunnen er als gevolg hiervan problemen met de liquiditeit ontstaan, bijvoorbeeld als etf-beleggers in tijden van stress massaal van hun stukken af willen.

Als er tegenover een fysieke etf die wordt ingenomen, geen koper staat, dan moeten de onderliggende stukken verkocht worden. Daarvoor moet dan wel voldoende liquiditeit zijn.

'Mensen willen een tracker elk moment van de dag kunnen kopen en verkopen. Dit gebeurt vaak op basis van emoties. Omdat de gemiddelde dagelijkse omloopsnelheid van

etf's vele malen groter kan zijn dan de onderliggende markt, kan het dus gebeuren dat de etf en bepaalde stukken uit de gevolgde index veel sterkere koersbewegingen laten zien dan de onderliggende benchmark in zijn geheel. Betlem: 'Een etf kan best goed zijn als niche-product, maar zodra het iets wordt voor de massa, wordt het riskant.' De cio vindt dat het gebruik van etf's is doorgeschoten.

Anderen vinden het juist een groot pluspunt van etf's dat je ze in principe elk moment van de dag kunt verkopen. Zij wijzen erop dat trackers bovendien 'een laag liquiditeit' aan een markt kunnen toevoegen. Etf's maken minder toegankelijke markten als India en goud bijvoorbeeld toegankelijk voor kleine beleggers. 'In 99 van 100 gevallen is dit een voordeel', aldus Sjef Pieters van Source, eerder tegen Fondsnieuws.

Goede prijsvorming

Een ander aandachtspunt met betrekking tot etf's heeft te maken met het feit dat het kenmerk van een tracker is dat je er als het ware



blind in kan stappen. Je hoeft geen uitgebreid boekenonderzoek te doen naar de onderliggende bedrijven, maar je volgt door erin te stappen 'gewoon' de markt.

Hoofd assetmanagement Tanya Pieters-Gorissen van de Nederlandse toezichthouder AFM zegt in dit kader elders in dit magazine: 'Wij hebben geen voorkeur voor actief of passief. We vinden alleen dat een belegging bij een klant moet passen. Maar als iedereen passief gaat beleggen, kan dit ertoe leiden dat er geen sprake meer is van een efficiënte markt en goede prijsvorming, wat een voorwaarde is voor een goed werkende kapitaalmarkt. Dit kan leiden tot bubbelvorming of onnodige paniek.'

Hoe groot deze risico's werkelijk zijn, is momenteel onderwerp van onderzoek en debat. To be continued dus. ■

Het onhoudbare verschil tussen de VS en Europa

DEBORAH FUHR: EUROPESE ETF-MARKT ONTKOMT NIET AAN CONSOLIDATIE EN LIQUIDATIES

COLUMN

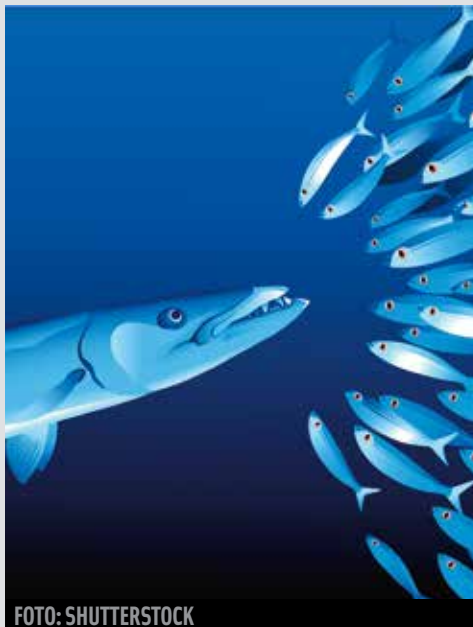
Oliver Wyman en Morgan Stanley publiceerden onlangs een nieuw rapport over de markt voor beleggingsfondsen.

Daarin werd onder meer gekeken naar de levensvatbaarheid van actieve fondsen, waarvan een kwart minder dan \$ 50 mln onder beheer heeft. Een dergelijke schaal is te klein. Deze fondsen komen daarom in aanmerking voor liquidatie. Behalve door omvang worden actieve fondshuizen ook bedreigd door een verschuiving naar passieve producten, zoals etf's en door een aanhoudende druk om de fees te verlagen.

Hoe anders waait de wind in de etf-sector, waar wereldwijd nieuwe records worden bereikt. Al 37 maanden op rij is sprake van een positieve netto-instroom. In februari had de wereldwijde sector 6699 etf's en etp's geregistreerd, met 12.646 beursnoteringen en \$ 3844 mrd onder beheer. Daarvoor waren 300 providers verantwoordelijk, die actief waren op 66 beurzen in 57 landen.

Ondanks de groei doet zich in de etf-business echter een vergelijkbaar verschijnsel voor als in de rest van de fondside industrie, namelijk schaalproblemen: 59% van de producten heeft minder dan \$ 50 mln onder beheer. De bulk van het beheerde vermogen concentreert zich in een beperkt aantal producten: slechts 513 etf's en etp's — oftewel 8% van het totaal — hebben meer dan \$ 1 mrd onder beheer. Deze producten hebben samen \$ 3200 mrd onder beheer, oftewel 83,4% van het totaal beheerde vermogen in deze sector.

Als de successen van etf's in de Verenigde Staten en Europa worden vergeleken, dan springen de verschillen nog meer in het oog: de Amerikaanse markt is 24 jaar, de Europese is 17 jaar oud, terwijl het beheerde vermogen in de VS \$ 2758 mrd bedraagt, tegen \$ 620 mrd in Europa. Een ander belangrijk en vaak onderschat



verschil is dat de VS één land is, terwijl de 22 landen in Europa waar etf's worden verhandeld, verschillen in wet- en regelgeving, valuta, talen, type producten, type beleggers en daarbovenop zeer uiteenlopende uitdagingen kennen op het terrein van distributie. Het nettoresultaat hiervan is dat het in Europa veel kostbaarder is om etf's te exploiteren dan in de VS en dat het moeilijker is om vermogen te vergaren en schaalvoorwaarden te behalen.

Dat belangrijke verschil tussen beide markten wordt duidelijk aan de hand van onderstaande cijfers: in februari 2017 kende de Amerikaanse etf-markt 1995 producten, die samen \$ 2758 mrd onder beheer hadden, en waren op drie beurzen slechts 109 providers actief. In de VS hebben 904

producten met een beheerd vermogen van minder dan \$ 50 mln een te geringe schaal, terwijl er inmiddels al 314 producten zijn die meer dan \$ 1 mrd onder beheer hebben en samen goed zijn voor \$ 2519 mrd, hetgeen meer is dan 91% van het totaal.

In Europa daarentegen waren ultimo februari 2233 etf's en etp's geregistreerd, met 7025 noteringen van 58 providers in 22 landen. Totaal beheerde vermogen: \$ 620 mrd. Van dit totale aanbod heeft 75%, oftewel 1285 producten, minder dan \$ 50 mln onder beheer en zijn er slechts 137 producten die meer dan \$ 1 mrd beheren (6%). Deze 137 producten zijn samen goed voor \$ 386 mrd aan beheerd vermogen, hetgeen iets meer dan 62% van de totale markt is. Die versnippering maakt de Europese etf-markt rijp voor Amerikaanse giganten als BlackRock, State Street en Vanguard — samen goed voor 70% van de \$ 3800 mrd aan wereldwijd etf-vermogen. ■

DEBORAH FUHR IS MANAGING PARTNER VAN ETFGI, EEN ONDERZOEKSBUREAU IN LONDEN. ZIJ WORDT BESCHOUWD ALS EEN VAN DE GROOTSTE EXPERTS VAN DE ETF-MARKT.



BELEG IN NEDERLANDSE AANDELEN. KIES VOOR DE THINK AEX UCITS ETF.

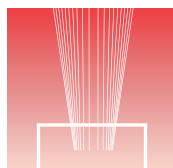
Winnaar van de Morningstar Awards 2017

Kies ook voor de **winnaar** van de **Morningstar Award 2017**

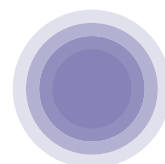
in de categorie 'Aandelen Nederland'; de **Think AEX UCITS ETF**.

Volgens Morningstar de **beste manier** om in Nederlandse aandelen te beleggen. Kijk voor meer informatie op onze

website: www.thinketfs.nl.



Awards
2017



THINKETF'S

fd.

fonds
NIEUWS

BNR NIEUWRADIO

PRESENTEREN IN SAMENWERKING MET

*BINCK

Bestel nu kaarten op
personalfinanceday.nl
Gratis toegang
met actiecode:
FDMG2017

PERSONAL FINANCE DAY 2017

Het event voor jouw financiële toekomst

Fidelity
INTERNATIONAL

PICTET
1805
Asset Management

THINKETF'S

18 MEI KROMHOUTHAL AMSTERDAM

We worden steeds meer zelf verantwoordelijk voor onze financiële toekomst. Reden te meer om goed op de hoogte te blijven van de laatste ontwikkelingen op het gebied van pensioen, hypotheek, zorg, beleggen en vermogen. Tijdens Personal Finance Day kun je direct aan de slag met deze thema's, in welke levensfase je ook zit. We beginnen met een inspirerend plenair programma en aansluitend kun je gericht deelnemen aan break-out sessies, workshops en presentaties over diverse onderwerpen. Met sprekers, experts en 'special guests' die je echt verder gaan helpen. Kijk voor meer informatie op personalfinanceday.nl

DUURZAAMHEID - VAN TREND NAAR TRANSITIE

MASTERCLASS: IMPACT INVESTING EN DE SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



17 mei 2017

12.00 tot 16.30 uur

Pakhuis de Zwijger in Amsterdam

Assetmanagers, pensioenfondsen en banken zoeken in hun duurzame beleggingsbeleid steeds vaker aansluiting bij de Sustainable Development Goals (SDG's), de zeventien ambitieuze doelstellingen van de Verenigde Naties op het gebied van o.a. klimaat, armoede, gezondheidszorg en onderwijs.

In deze masterclass wordt onder meer ingegaan op de vraag hoe je een portefeuille inricht die al deze doelstellingen meeneemt en hoe je de impact van deze beleggingen meet, bijvoorbeeld die in social bonds. Ook komt de vraag aan de orde hoe je met een passieve strategie deze doelstellingen kunt realiseren.

Kom 17 mei naar Pakhuis de Zwijger en laat u inspireren!

Aanmelding is gratis. Bent u geïnteresseerd in dit event, stuur dan een e-mail naar info@fondsnieuws.nl onder vermelding van uw naam, de naam van uw werkgever en uw functie.

De bijeenkomst is bestemd voor beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders, gatekeepers en consultants. Asset managers van concurrerende partijen zijn uitgesloten van deelname. Aanmelding is onderhevig aan de instemming van Fondsnieuws en de sponsorende partijen.

IN SAMENWERKING MET:



NORTHERN
TRUST

ASSET MANAGEMENT

Triodos  Investment Management



Allianz Green Bond



Meer keus voor belegger in green bonds

Tot voor kort gaven met name banken en bedrijven green bonds uit. Dat veranderde in januari van dit jaar toen de Franse overheid een emissie van green bonds deed. De komst van deze liquide green bonds biedt beleggers de mogelijkheid om beter te spreiden binnen de beleggingscategorie.

Het kapitaal dat met behulp van green bonds wordt opgehaald, wordt verplicht geïnvesteerd in projecten die een positieve impact hebben op het milieu. De belegger in green bonds krijgt uitgebreide informatie over het specifieke project dat wordt gefinancierd, terwijl het risico gelijk is aan ander traditioneel schuld papier van dezelfde uitgever.

De markt voor green bonds is afgelopen jaar bijna verdubbeld

Vorig jaar gaven banken en bedrijven wereldwijd voor zo'n \$80 miljard uit aan green bonds. Dat is bijna een verdubbeling vergeleken met het jaar daarvoor. Diverse trends zullen die groei ook de komende jaren stimuleren:

- China gaat een steeds grotere rol spelen. De Chinese overheid wil green bonds inzetten om allerlei milieuproblemen aan te pakken. Voor de overheid is het belang om dit probleem op te lossen groot, omdat bijvoorbeeld luchtvervuiling ook een bedreiging vormt voor de volksgezondheid.
- De markt zal ook profiteren van strengere regels en standaardisatie. De Europese Unie werkt aan een stelsel van regels voor deze markt.

- Het belang van rapportage over de impact van investeringen neemt toe.

Grote concerns waren de afgelopen jaren nog terughoudend met de uitgifte van green bonds, maar er is sprake van een kentering. De komende jaren zullen deze partijen vaker gebruik maken van deze financiële instrumenten en zo meer en meer het beeld bepalen.

Frankrijk geeft eerste groene staatsobligaties uit

Dinsdag 24 januari gaf Frankrijk als eerste land green bonds uit. Het was meteen de grootste emissie van green bonds ooit: het Franse agentschap haalde €7 miljard op met een obligatie die loopt tot 2039. De Franse overheid zal het geld besteden aan projecten gericht op de energietransitie en daarover rapporteren op een gestandaardiseerde wijze.

De Franse overheid streeft met deze uitgifte diverse doelen na:

- De bevordering van een verdere ontwikkeling van de markt voor green bonds.
- De toename van beleggingen in duurzame ontwikkelingen en klimaatprojecten.

Beleggen is een risico. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. Beleggingen in vastrentende effecten kunnen verschillende risico's inhouden voor beleggers, inclusief, maar niet beperkt tot, kredietwaardigheids-, rente- en liquiditeitsrisico's, maar ook het risico van een beperkte flexibiliteit. Allianz Green Bond is een sub-fonds van Allianz Global Investors Fund SICAV, een open-eind beleggingsmaatschappij met variabel aandelenkapitaal, opgericht naar het recht van Luxemburg. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. Indien de valuta uit het verleden verschillen van de valuta van het land waar de belegger verblijft, moet de belegger zich ervan bewust zijn dat, als gevolg

van schommelingen in de wisselkoers, de getoonde resultaten hoger of lager kunnen zijn wanneer deze worden omgerekend naar de lokale valuta. Beleggingsfondsen zijn eventueel niet in alle jurisdicties of voor elke categorie beleggers beschikbaar. Prospectussen, oprichtingsdocumenten, de meest recente jaarverslagen en halfjaarlijkse financiële verslagen en de essentiële beleggersinformatiedocumenten in het Nederlands zijn gratis verkrijgbaar bij de uitgevende instelling op onderstaand adres. U wordt verzocht deze documenten, die bij uitsluiting geldend zijn, zorgvuldig te lezen voordat u besluit te beleggen. Dagelijkse fondsprijzen zijn beschikbaar onder: www.allianzgi-regulatory.eu. Dit is een marketingbericht uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, een vennootschap met beperkte

(ADVERTENTIE)



- Bijdrage aan de standaardisering van deze markt in opkomst.
- Parijs neerzetten als toonaangevend handelscentrum voor duurzame financieringsinstrumenten.
- Andere partijen, zoals Franse bedrijven, instellingen en overheden, stimuleren ook deze financieringswijze te omarmen.

's Werelds eerste weg met zonnepanelen

Colas, een van 's werelds grootste wegenbouwers, heeft in samenwerking met het Franse instituut voor zonne-energie, Wattway ontwikkeld. Dit is een nieuw concept om bestaande asfaltwegen te voorzien van zonnepanelen die hernieuwbare energie opwekken. De panelen zijn bestand tegen het verkeer dat gebruik maakt van de weg.

Een groot voordeel is dat met Wattway elektriciteit kan worden opgewekt zonder dat het landschap wordt aangetast door grote parken met zonnepanelen. Dit is een uitstekend voorbeeld van het soort projecten dat gefinancierd kan worden met green bonds.

Allianz Green Bond Fund

Het Allianz Green Bond Fund biedt rendementsbewuste beleggers die ook een bijdrage willen leveren aan een beter milieu toegang tot green bonds. Het fonds, dat in november 2015 op de markt kwam, bestond aanvankelijk voor 60% uit green bonds en voor 40% uit investment grade schuld papier van Europese bedrijven die binnen de sector hoog scoren op ESG-factoren. Dankzij de groei van de markt voor green bonds is het percentage green bonds gestegen tot ruim boven 90%.

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). Deze mededeling is niet opgesteld overeenkomstig de wettelijke voorschriften ter bevordering van objectieve beleggings(strategie-)aanbevelingen en is evenmin onderworpen aan een handelsverbod vóór de publicatie van een dergelijke aanbeveling. 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).

Het fonds belegt voornamelijk in green bonds die zijn uitgegeven door bedrijven, internationale organisaties en - sinds kort - nationale overheden. Vorig jaar was het rendement 3,5% na kosten (I share class). Hiermee was het Allianz Green Bond Fund een van de best presterende fondsen in deze categorie.

Het fonds heeft €62 miljoen onder beheer (eind Maart).

Beheerders



Hervé Dejonghe

Julien Bras

Contactgegevens:

Robert Koopdonk

Tel. +31 (0) 88 577 3146 | Robert.Koopdonk@allianzgi.com

Tim Soetens

Tel. +31 (0) 88 577 4196 | Tim.Soetens@allianzgi.com

Peter van Meerveld

Tel. +31 (0) 88 577 4247 | Petervan.Meerveld@allianzgi.com

Allianz 
Global Investors

Understand. Act.

Investeer in uw toekomst

AlpinLodges Maria Alm, een premium resort in de Salzburger Alpen. Hoogwaardige vakantiewoningen te koop in ski-in/ski-out resort met complete infrastructuur: receptie, restaurants, zwembad, ondergrondse parkeergarage.

Aantrekkelijke vastgoed belegging met een gemiddelde jaarlijkse rentabiliteit van 7,5% van het eigen vermogen. 4 Weken eigen gebruik. Ervaren Oostenrijkse projectontwikkelaar, professioneel management.

Bouw gestart

Informatie en advies op ons verkoopkantoor in Amersfoort jaegerprojects.nl, T +31 (0)33 820 02 02



7,5%

rentabiliteit van het eigen vermogen

28

dagen eigen gebruik/jaar

760

pistenkilometers voor de deur

75 km van Salzburg stad

18 km van Zell am See

BOUW
GESTART

JÄGER

**Let op! U belegt buiten AFM-toezicht.
Geen vergunningplicht voor deze activiteit.**





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.

Het is niet spannend meer. Fantastisch!



**NN investment
partners**

De NN Mixfondsen voor de 4e keer bekroond met een Morningstar Award en opnieuw een Lipper Award. Het geheim achter het succes van deze fondsen voor uw klanten? Ontdek het zelf en geef u op voor een 'kijkje in de keuken' op 16 mei waarin het veelvuldig bekroonde multi-asset team u meeneemt in de prijswinnende werkwijze.

▶ Meld u aan op nnip.nl

Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers. De informatie in deze uiting is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een beleggingsinstrument te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie. Hoewel de inhoud van deze uiting met de meeste zorg is samengesteld en gebaseerd is op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in dit document kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V. en haar dochtermaatschappijen, noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar functionarissen, haar directeuren of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie of mogelijke aanbevelingen. Het is niet toegestaan dit document te vermenigvuldigen, door te sturen, te distribueren, te verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.