

fondsNIEUWS

THEMA
VERMOGENSBEHEERders

MAART 2018 | JAARGANG 9 | NR. 1 |

EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP



'GOUDEN TIJD VOOR EUROPA IS VOORBIJ'

AANTAL POTENTIËLE CONFLICTHAARDEN GROEIT

PAGINA 12-13

**HOE TE BELEGGEN ALS DE
CYCLUS TEN EINDE LOOPT?**
PAGINA 6-9

**ROBECO-TOPMAN VAN
HASSEL OVER ZIJN STRATEGIE**
PAGINA 22-24

**FISHER INVESTMENTS DOET
HET NET EVEN ANDERS**
PAGINA 36-38

VOORWOORD

De 'zero-sum game' is terug. Aanstichter daarvan is Donald Trump, de president van de Verenigde Staten, die gepokt en gemazeld is in de harde wereld van het Amerikaanse vastgoed. Hij weet dat je het meeste binnenhaalt als de tegenstander denkt dat het jou menens is. Zo dreigde hij kernmacht Noord-Korea met 'fire and fury' en kreeg de bereidheid tot een dialoog en tot het opgeven van kernwapens ervoor terug. In relatie tot Europa speelt hij een vergelijkbaar spel. Trump zet hoog in, kondigt protectionistische maatregelen aan voor relatief onbelangrijke importen – staal en aluminium – en waarschuwt dat hij bij tegenmaatregelen door Europa de fabrieken van Duitse autofabrikanten zoals BMW in de VS zal sluiten.

De onjuistheid van de zero-sum game is door de wetenschap allang aangetoond, maar in een wereld van framing, hyperbolen en nepnieuws kun je het gewoon weer van stal halen – er is toch niemand die het naadje van de kous wil weten. Maar wie het echt wil weten, moet *England's Treasure by Forraign Trade, or the Balance of our Forraign Trade is the Rule of the Treasure* van econoom en koopman Thomas Mun er maar eens op naslaan. Het is de bijbel van de mercantilisten, die van mening zijn dat de overheid regulering van de nationale economie moet bespoedigen met het doel de politieke macht van de staat te vergroten ten koste van rivaliserende mogendheden. De mercantilisten hadden daarbij indertijd de Republiek der Zeven Verenigde Nederlanden op het oog, die 40% van de wereldhandel in handen had. Mun voegde eraan toe dat de macht van de staat afhangt van de handelsbalans en dat betekent dat als wij onze rijkdom willen verhogen 'wij meer aan andere landen moeten verkopen dan wij van hen consumeren.' Mun ging ervan uit dat het totale handelsvolume in de wereld vastlag, zodat je je macht alleen kon versterken ten opzichte van de ander. Het resultaat waren zeeoorlogen tussen Engeland en de Republiek.

Trump speelt nu hoog spel. De vorige periode van globalisering leverde in 1870 de agrarische crisis op, die in Europa leidde tot verzet tegen vrijhandel en protectionisme en zou bijdragen aan de twee wereldoorlogen. Zover is het nog lang niet, bovendien is er de WTO waar onenigheid op gestructureerde wijze wordt uitgevochten. Maar zonder risico is het gebekvecht nu ook weer niet: beleggers worden er nerveus van. Zo culmineerden de internationale crises in de beurscrash van 1929, gevolgd door de Grote Depressie en de geboorte van nazi-Duitsland. Een dergelijke escalatie is nu niet uit te sluiten, temeer omdat de markten nerveus zijn over de hoge aandelenwaarderingen en de mogelijke crash op de obligatiemarkten. Dat kan tot een paniekaanval van verkopen leiden. Maar gelukkig zijn er zakenbankiers in Trumps kabinet opgenomen. Zij hebben belang bij de status quo, al weet je het nooit met een president die zegt te houden van een pittig robbertje vechten op zijn tijd.

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

Hoofdredeacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Patrick Beijersbergen, Jeroen Boogaard, Harm Luttikhedde, Paul Mouwes (grafieken), Maarten van der Pas, Auke Plantinga, Hein Praats, Wouter Weijand.

Sales

Diederik Klaus (diederik.klaus@fdmedia-groep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

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

FONDSNIEUWS

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

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

Het volgende magazine verschijnt op 9 mei 2018.

INHOUD



DE GOUDEN TIJDEN ZIJN ECHT VOORBIJ

PAGINA 12-13

COPYRIGHT COVERFOTO: RE-DEFINE

ZO BELEG JE ALS DE CYCLUS EINDIGT

Nu de volatiliteit terug is op de markten, dringt de vraag zich op of het eindspel begonnen is en hoe je je als belegger moet positioneren als het einde van de cyclus nadert. Strategen geven een kijkje in de keuken.

PAGINA 6-9



'HET IS DE KUNST RELEVANT TE BLIJVEN' AAN

Ceo Gilbert van Hassel is de boel bij Robeco aan het opschudden. Door focus aan te brengen en kosten te besparen. 'Als de inkomsten sneller stijgen dan de kosten, kun je investeren in je bedrijf.'

PAGINA 22-24



FISHER PAKT HET ANDERS

Sinds enkele jaren is Fisher Investment als vermogensbeheerder actief op de Nederlandse markt, met zeer actieve verkopers. Eenmaal aan boord worden klanten bediend vanuit Londen.

PAGINA 36-38



EN VERDER

FLEXIBEL INSPELEN OP GEVAAR RENTESTIJGING

Obligatiebeleggers hoeven koersverliezen als gevolg van stijgende rentes niet lijdzaam te ondergaan.

PAGINA 17-18

DE PENSIONSECTOR GEEFT DE RICHTING AAN

Wat bij pensioenfondsen speelt, is van groot belang voor fondshuizen. Denk aan consolidatie en de roep om duurzaamheid.

PAGINA 26-28

INNOVATIE: BLOCKCHAIN KENT VELE TOEPASSINGEN

Blockchain kan processen transparanter en efficiënter maken, maar veel experimenten staan nog in de kinderschoenen.

PAGINA 29-30

THEMA: ZELFSTANDIGE VERMOGENSBEHEERDERS

Hoe zorg je als vermogensbeheerder voor groei? Wat kun je doen om bij een crisis de reputatieschade te beperken, en meer.

PAGINA 41-51

RUBRIEKEN

DE FAVORIETE GRAFIEK	11
COLUMNS.....	16/51
INTERVIEWS.....	12-13, 22-34, 36-38
DE PASSIE VOOR BELEGGEN.....	32-33
WET- EN REGELGEVING.....	47, 51
THEMA.....	41-51



Uw **thought leadership** vertaald naar krachtige content

YLD! creëert, produceert en distribueert branded content voor de financiële sector, die informeert, overtuigt en inspireert.

- YLD! trekt met kennis van zaken uw content op een hoger plan
- YLD! biedt *premium storytelling* en datagedreven inzichten
- YLD! verzorgt de distributie via FD Mediagroep en/of externe mediakanalen

Benieuwd naar wat YLD! voor uw organisatie kan betekenen?

Neem contact op met quirine.faber@fondsnieuws.nl of jorge.groen@fondsnieuws.nl.



WAT TE DOEN ALS DE MUZIEK STOPT?

'IN THEORIE MOET JE OP KANTELPUNT GEHEEL UIT AANDELEN'

ASSETALLOCATIE

Nu de volatiliteit terug is op de markten dringt de vraag zich op of het eindspel begonnen is en hoe je je nu moet positioneren. 'Richting het eind van de cyclus ontkom je er niet aan meer in staatsobligaties te beleggen.'

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

'Als je richting het eind van de cyclus gaat, ontkom je er niet aan om in staatsobligaties te beleggen. Want hoewel de rentes nu nog oplopen, zullen ze vanaf het hoogtepunt weer dalen', zegt hoofdstrategie Ralph Wessels van ABN Amro MeesPierson. 'Dus zul je een keer moeten beginnen met het opbouwen van je positie in staatsobligaties. Recent hebben we daar de eerste stap in gezet.'

De grootste private bank van Nederland verhoogde in zijn beleggingsmix de weging van staatsobligaties van zwaar onderwogen naar 'normaal' onderwogen, ten koste van de kaspositie. Obligaties van kredietwaardige landen beschermen de portefeuille tegen dalende aandelenkoersen omdat ze gelden als een veilig heenkomen voor beleggers op de vlucht. Hierdoor stijgen de koersen van obligaties en, inherent hieraan, dalen de rentes.

Wessels: 'Je kunt wel wachten en dan in een keer naar overwogen gaan, maar dat is haast onmogelijk om goed te timen. Bovendien verwachten we niet dat de rentes heel snel zullen stijgen.'

Bij aandelen houdt ABN Amro MeesPierson vast aan de 'kleinst mogelijke' overwogen positie. 'Vooralsnog gaan wij uit van een goed jaar voor de aandelenbeurzen en geloven wij niet dat we al bijna op de top van de cyclus zitten', zegt de strateeg.

'Qua waarderingen en in iets mindere mate de risicopremie is er weinig opwaartse druk op aandelenmarkten. Maar omdat het economisch en met de bedrijfswinsten

goed gaat, en het vertrouwen hoog blijft, kunnen de markten nog verder omhoog.' Binnen aandelen heeft de bank een voorkeur voor opkomende markten. 'Kijk je naar sectoren, dan hebben we nog steeds een cyclische inslag en zitten we overwogen in energie, industrie en luxegoederen en diensten.'

Risico afbouwen

Gaat de economische groei afnemen 'en dat punt komt op een gegeven moment onherroepelijk', zegt Wessels, 'dan wordt het tijd om risico af te bouwen en om in defensieve aandelen te gaan. Onroerend goed, staatsobligaties en grondstoffen worden dan ook aantrekkelijker omdat we over het algemeen dan de inflatie zien pieken.'

Volgens de moderne portefeuilletheorie zou je op het kantelpunt zelfs geheel uit aandelen moeten stappen, maar dat druist tegen de logica in, zegt Wessels 'omdat je het eind nooit precies ziet aankomen en aandelenkoersen op de lange termijn altijd stijgen. Daarnaast zijn de onderliggende cijfers dan vaak ook nog prima.'

'HET BESTE HEBBEN WE OP DE MARKTEN NU WEL GEHAD'

Volgens beleggingsstrateeg Coen van de Laar van Achmea Investment Management is het beste wel achter de rug op de financiële markten. 'Dat geldt voor zowel liquide beleggingscategorieën zoals obligaties en aandelen als illiquide beleggingscategorieën zoals vastgoed en infrastructuur.'

De economische groei kan echter nog enige tijd doorzetten. 'Naar verwachting wordt 2018 zelfs een van de beste jaren voor de wereld-economie in geruime tijd. En voor 2019 zijn de meeste verwachtingen nog redelijk tot goed.'

Hoewel in de Verenigde Staten de huidige cyclus het einde van zijn levensduur nadert, denkt de strateeg dat een recessie daar mede door de recente begrotingsstimulansen van president Trump nog even op zich laar wachten.

'Tegelijkertijd is het huidige monetair beleid er nog steeds ruim. Zelfs inclusief de verwachte renteverhogingen voor 2018, blijft de beleidsrente historisch gezien laag. Zeker gezien de fase waarin de economie zich bevindt.' Wel nemen de risico's voor de Amerikaanse economie toe, waarbij vooral toenemende inflatedruk kan resulteren in een sneller dan verwachte stijging van de rente.

Minder gunstig perspectief

'Al met al zitten we dus in een periode met goede economische vooruitzichten, maar voor de financiële markten is het perspectief minder gunstig en met meer volatiliteit', aldus de strateeg.

Onder de huidige omstandigheden blijft een brede diversificatie over meerdere risicobronnen de basis voor een robuuste portefeuille. 'Feitelijk gaan we op zoek naar verschillende risicobronnen die idealiter goede diversificatie ten opzichte van elkaar bieden. Ook onderzoeken



COEN VAN DER LAAR

we hoe beleggingscategorieën renderen onder verschillende economische scenario's. Het bereiken van robuustheid is echter makkelijker gezegd dan gedaan. In de praktijk zal er vrijwel altijd sprake zijn van een kwetsbaarheid voor bepaalde scenario's of schokken.'

Het is volgens hem daarom goed om te beseffen dat het weerbaar maken van de portefeuille niet hetzelfde is als de portefeuille immuun maken voor schokken. 'Dat laatste is alleen mogelijk tegen hoge kosten – bijvoorbeeld via optieconstructies – en het opgeven van rendement – door bijvoorbeeld een grote allocatie naar kasgeld. 'Gegeven de huidige beleggingsomgeving met lage verwachte rendementen is dat voor veel beleggers geen optie.'

Goed diversificeren in een laagrendementsomgeving is echter niet eenvoudig, vervolgt hij. 'Vertrouw

niet alleen op het rendement van aandelen en de veiligheid van obligaties, maar kijk dus ook naar andere categorieën. Ook, of misschien zelf juist, als deze het afgelopen jaren niet goed hebben gedaan. Denk daarbij bijvoorbeeld aan grondstoffen en hedgefondsen.'

Perfekte hedge

Verder is het belangrijk om niet blind te vertrouwen op een negatieve correlatie tussen staatsobligaties en aandelen. 'De laatste jaren was het nut van diversificatie beperkt. Het rendement op zowel aandelen als staatsobligaties was goed. Daarnaast ontpopten staatsobligaties zich als de "perfecte" hedge tegen aandelen. Als aandelen onder druk stonden daalde de rente waardoor de koers van obligaties omhoog ging. Het is maar de vraag of dit in de toekomst zo zal blijven. Zeker nu de angst voor



oplopende inflatie en renteverhogingen toeneemt.'

Bij Clavis is het beleid structureel gericht op het dempen van volatiliteit, zegt Paul van Hastenberg, partner en verantwoordelijk voor vermogensbeheer. 'Omdat we geloven in het beschermen van het vermogen van onze relaties, niet in altijd het hoogste rendement halen.'

Het multi-family office uit Den Bosch doet dat nu bijvoorbeeld door een deel van de aandelenportefeuille te alloceren naar long-short-fondsen. 'Ook hadden we, nadat in januari de aandelenkoersen nog verder waren opgelopen maar tegelijkertijd de rente steeg, voor onze discretionaire klanten een deel van het aandelenbelang afgedekt met putopties. Daardoor bleef de impact van de daling van de aandelenmarkten beperkt.'

Sowieso richt Clavis zich bij de

selectie van aandelen en fondsen altijd op kwalitatief goede bedrijven, 'die een sterke neergang in aandelen, als die al komt, naar verwachting goed zullen doorstaan'. In de beleggingsmix worden aandelen neutraal tot licht overwogen, zijn vastrentende waarden sterk onderwogen en wordt het restant ingevuld met alternatieve beleggingen. Daarbij zegt Van Hastenberg te zoeken 'naar beleggingen met dezelfde verwachte volatiliteit als obligaties, maar met minder of geen renterisico en gericht op het behalen van een klein positief rendement'. Voorbeelden daarvan zijn absolute return-fondsen en fondsen die profiteren van toenemende volatiliteit.

Net als Achmea IM gelooft Van Hastenberg in een brede spreiding. Over verschillende beleggingscategorieën en regio's, maar ook over liquide en niet-liquide categorieën voor vermogens 'die gedeeltelijke illiquiditeit kunnen dragen'. Dat wil bij Clavis zeggen voor klanten met belegbare vermogens vanaf zo'n €15 mln.

Illiquide beleggingen

Met illiquide beleggingen bedoelt hij onder meer private equity, venture capital, vastgoed en leningen. Directe beleggingen dus, waarbij de prijsvorming tot stand komt zonder tussenkomst van een beurs of financiële markt. 'We zien daar ondanks

BREDE SPREIDING IS BASIS VOOR ROBUUSTE PORTFOLIO

dat deze beleggingen duurder worden, nog steeds heel veel kansen en mogelijkheden. Selectie is daarbij elementair. Maar we hebben een heel goed netwerk van managers in deze wereld.'

De reden dat deze categorie ook mooi aansluit bij de doelstellingen van Clavis is dat het in deze categorie draait om het behalen van een absoluut rendement. 'Er is geen private-equitymanager die zegt: de MSCI World heeft -10% gedaan, ik deed -6%, dus ik heb een goed jaar gehad. Die mensen willen allemaal geld verdienen aan de bedrijven die ze na vijf à zeven jaar weer doorverkopen.'

Buiten de beurs

Van Hastenberg stelt dat er veel interesse is om buiten de beurs om te beleggen en niet alleen vanwege de aantrekkelijke rendementen. 'We hebben heel veel ondernemers en ondernemende families als klant en die zijn hier bekend mee. Die hebben zelf bedrijven overgenomen en bezitten vastgoed. Ze hebben er dus vaak meer gevoel bij dan bij financiële markten.'

Opmerkelijk is tot slot dat de grote fiduciaire klanten bovengemiddeld veel in cash zitten. 'Dat loopt op tot 30% of zelfs 40% van het belegbare vermogen. Zij vinden het prima om een jaar of twee, drie minder rendement te maken als de markt in de overdrijvingsfase komt. Normaal gesproken hebben ze wel de intentie om volledig belegd te zijn. Bovendien zeggen zij op dit moment: waarom zou ik veel Duitse staatsleningen kopen tegen 0,7% voor tien jaar? Er zijn al met al maar weinig relaties die op dit moment nog de risicoknop naar boven draaien.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

WINNEN DOOR CONSISTENT HARDER TE GROEIEN DAN DE REST

Bedrijven die jaren achtereen harder groeien dan de markt en de concurrentie het nakijken geven, zijn de **rendementsmotor** van het Threadneedle (Lux) Global Focus-fonds.

Aleen voor kwalitatief hoogwaardige groeiparels, die over tien jaar nog grote volumes bier verkopen, het wereldwijde elektronische betalingsverkeer domineren of bepalend zijn in e-commerce ruimt het Threadneedle Global Focus-fonds een plekje in. Het gaat om bedrijven die beschermd worden door een economische slotgracht in de vorm van patenten of sterke merken die iedereen kent zoals Unilever, of die mensen tegen de laagste kosten door de lucht kunnen vervoeren, zoals Ryanair.

Dankzij hun dominante marktpositie en door de concurrentie continu een stapje voor te zijn, kunnen deze bedrijven langdurig goede prijzen afdwingen voor producten en diensten. Ze worden daarnaast goed geleid, terwijl de winstgroei wordt gedreven door seculiere groeitrends zoals demografie of digitalisering. "Dat stelt deze bedrijven

in staat om in de komende jaren jaarlijks de winst en het rendement op investeringen met minstens 10% te laten groeien," zegt Richard Adams, als client portfoliomanager verantwoordelijk voor het Threadneedle Global Focus-fonds.

ECHTE KWALITEITSBEDRIJVEN

Het Threadneedle Global Focus-fonds wordt in de keuze voor groeiparels niet beperkt door landen- of sectorgrenzen. Op basis van de beste ideeën, overtuiging, fundamentele analyse van bedrijven en het vijfkrachtenmodel van Porter wordt wereldwijd gezocht naar bedrijven die jaren achtereen bepalend kunnen zijn in een wereld die volgens Adams minder groei zal laten zien in ontwikkelde landen en meer disruptie zal kennen. "Bier in Latijns-Amerika of levensverzekeringen in Azië: dat zijn de groeikansen voor de bedrijven in portfolio."



Richard Adams

Het vermogen van echte kwaliteitsbedrijven om stelselmatig bovengemiddelde groei en rendement te realiseren wordt vaak onderschat, zegt Adams. De markt verwacht dat de koersen van deze aandelen door arbitrage en sentiment terugkeren naar hun historisch gemiddelde. Daardoor zijn deze bedrijven vaak ondergewaardeerd op de beurs. Adams noemt Alphabet, het vroegere Google. "De omzet van Alphabet is met 24% gegroeid in het vierde kwartaal van 2017. De koers-winstverhouding van het aandeel is slechts 26x doordat de markt denkt dat deze groei onhoudbaar is. Wij zijn de komende jaren echter positief over Alphabet."

Sinds het bestaan in april 2013 van het Threadneedle Global Focus-fonds heeft de geconcentreerde portefeuille van 30 tot 50 posities het jaarlijks 4,1% beter gedaan dan de MSCI World Index, voor aftrek van kosten. Daarmee is aan de doelstelling voldaan: jaarlijks 4% outperformance ten opzichte van de benchmark. Doordat het fonds kiest voor bedrijven, die door een solide huishoudboekje en lange-termijnvisie minder een speelbal zijn van de conjunctuur is ook bescherming ingebouwd tegen neergaande markten.

ECHT LANGE TERMIJN

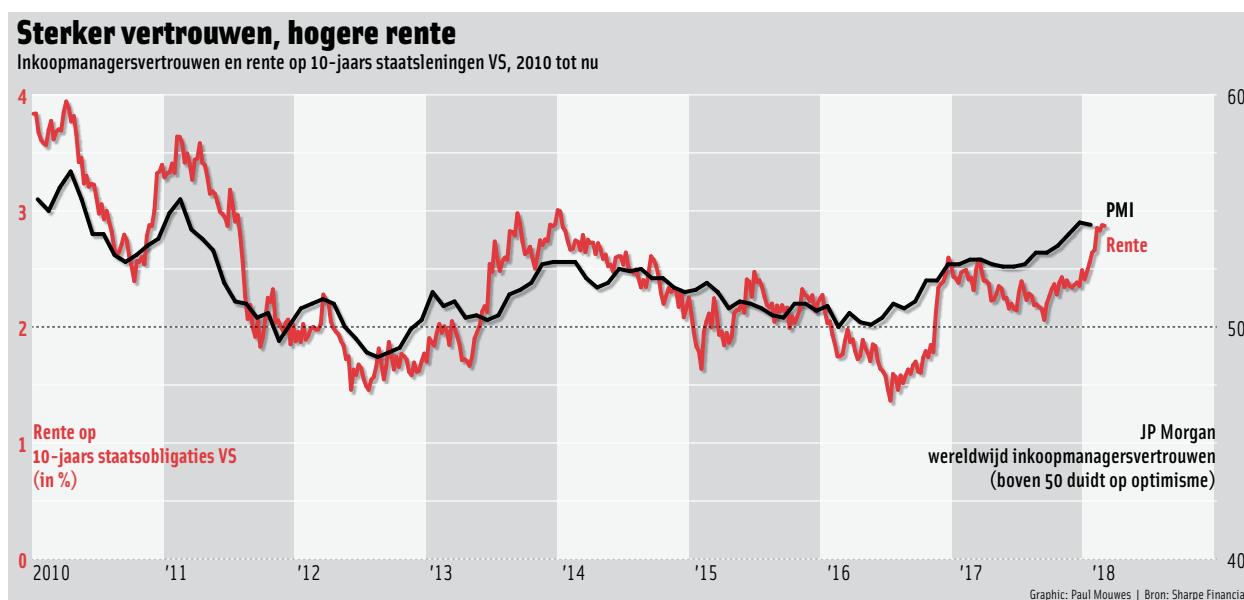
Hoewel over langere periodes superieure rendementen in de boeken zijn gezet ten opzichte van de benchmark en veel vergelijkbare aandelenfondsen kan het rendement op korte termijn achterblijven, zegt Adams. "Bijvoorbeeld toen beleggers kortstondig enthousiast raakten over cyclische aandelen na de overwinning van Trump. De schoonheid van het fonds is kapitaalappreciatie op lange termijn. Niet snel geld verdienen zoals de reclames je vaak toeschreeuwen, maar ambachtelijk en langzaam." ■

Belangrijke informatie: Alleen voor professionele en/of gekwalificeerde beleggers (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan retailkanten). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen en de inkomsten ervan zijn niet gegarandeerd, kunnen zowel stijgen als dalen en worden mogelijk beïnvloed door wisselkoersschommelingen. Dit betekent dat een belegger het belegde kapitaal wellicht niet terug ontvangt. Threadneedle (Lux) is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (Société d'investissement à capital variable, "SICAV") naar Luxemburgs recht. De SICAV is geregistreerd in Oostenrijk, België, Frankrijk, Finland, Duitsland, Hongkong, Italië, Luxemburg, Nederland, Portugal, Spanje, Zweden, Zwitserland, Taiwan en het Verenigd Koninkrijk; al naar gelang de in deze landen geldende wet- en regelgeving zijn sommige subfondsen en/of aandelencategorieën mogelijk echter niet in alle rechtsgebieden voorhanden. Aandelen in het fonds mogen in andere landen niet worden aangeboden aan het publiek en dit document mag enkel worden uitgegeven, verspreid of gedistribueerd voor zover het geen publiek aanbod betreft en in overeenstemming is met geldende lokale wetgeving. Het compartiment is op grond van artikel 1:107 van de Wet op het financieel toezicht opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Inschrijvingen op een fonds kunnen alleen worden gedaan op basis van het huidige Prospectus en het document met essentiële beleggersinformatie, evenals de meest recente jaar- of halfjaarverslagen en de geldende algemene voorwaarden. Raadpleeg het hoofdstuk 'Risicofactoren' van het prospectus voor alle risico's die gelden voor beleggingen in een fonds, en met name in dit fonds. De bovenstaande documenten zijn kosteloos verkrijgbaar in het Engels en Nederlands (geen Nederlands prospectus) en kunnen schriftelijk worden aangevraagd bij de statutaire zetel van de SICAV, welke is gevestigd 31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Groothertogdom Luxemburg. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen aanbod of uitnodiging tot het geven van een opdracht om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch om beleggingsadvies of beleggingsdiensten te verstrekken. Het onderzoek en de analyses in dit document, door Columbia Threadneedle Investments opgesteld in het kader van haar eigen portefeuillebeheer, zijn vóórafgaand aan publicatie wellicht reeds doorgevoerd en worden hier aanvullend beschikbaar gesteld. In dit document verstrekte meningen gelden vanaf de datum van publicatie maar kunnen zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd en mogen niet als beleggingsadvies worden beschouwd. Uit externe bronnen verkregen informatie wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. Threadneedle Management Luxembourg S.A. Ingeschreven in het Register de Commerce et des Sociétés (Luxemburg) onder nummer B 110242, 44, rue de la Vallée, 2661 Luxemburg, Groothertogdom Luxemburg. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van alle onderdelen van de groep Columbia en Threadneedle. columbiathreadneedle.com.

RENTEDRUK HOUDT AAN

DE FAVORIETE GRAFIEK

De stijgende obligatierente is een belangrijk thema in 2018. Schrodereconoom Keith Wade verwacht dat de opwaartse druk aanhoudt.



De stijgende obligatierente is tot nu toe een van de belangrijkste ontwikkelingen van 2018. De rente op Amerikaanse 10-jaars-staatsobligaties is sinds 1 januari gestegen met bijna 50 basispunten, waardoor deze het hoogste niveau heeft bereikt sinds 2014. Ook in de eurozone steeg de obligatierente. De rente op Duitse bunds noteert nu op het hoogste niveau sinds 2015. De beweging is zodanig dat die volgens velen het einde inluidt van de langjarige rally op de obligatiemarkten die in de jaren tachtig begon.

Het is niet zo moeilijk aan te geven wat de rentestijging veroorzaakt heeft. Wereldwijd neemt de economische groei toe, zowel in de Verenigde Staten als in Europa en Azië is sprake van een opleving. Dat als gevolg hiervan de rente stijgt, is goed te zien in de grafiek. Hierin zie je de nauwe correlatie tussen het toenemende vertrouwen van inkoopmanagers wereldwijd en de rente op Amerikaanse treasuries.

Maar hiermee is de kous niet af. De bewegingen op de obligatiemarkt hebben plaatsgevonden tegen de achtergrond van een

belangrijke verschuiving in het nettoaanbod van obligaties. Naast het verhogen van de beleidsrente is de Amerikaanse Federal Reserve het kwantitatieve verruimingsprogramma aan het afbouwen door aflopende obligaties van zijn balans te verwijderen. Deze zogenoemde kwantitatieve verkrapping bedraagt momenteel \$ 20 mrd per maand. Dat is nog bescheiden in vergelijking met de \$ 4400 mrd op de balans van de Fed, maar het tempo van de afbouw neemt toe tot \$ 50 mrd per maand in het vierde kwartaal van dit jaar.

Tel hier het fiscale stimuleringsbeleid in de VS bij op en je ziet dat er een andere balans tussen vraag en aanbod op de Amerikaanse staatsobligatiemarkt ontstaat. Onze analyse is dat de cyclische druk later in het jaar best eens zou kunnen afnemen, maar de impact van het verkrappende beleid van de Fed, druk op de rente zal blijven geven. ■

KEITH WADE IS HOOFDECONOOM BIJ DE BRITSE ASSETMANAGER SCHRODERS.



GOUDEN EEUW NU ECHT VOORBIJ IN EUROPA

OPRICHTER VAN DENKTANK ZIET PARADIGMAWISSELING

MACRO-ECONOMIE

De vooraanstaande econoom Sony Kapoor kijkt met zorgen naar de toekomst van Europa. 'Overall zijn potentiële conflicthaarden: tussen jong en oud, tussen Noord- en Zuid-Europa en tussen arbeid en kapitaal.'

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

De belegger is dezer dagen niet te benijden. Hij moet blijven dansen, terwijl het licht van de nieuwe, ongewisse dageraad langzaam onder het gordijn van de lange feestelijke nacht doorkomt. Hij moet van het rechter- op het linkerbeen staan, want alternatieven zijn er niet. Staatsobligaties die ooit de risicovrije zone van beleggers vormden, vertegenwoordigen nu met de stijgende rente het spreekwoordelijke mijnenveld.

Sony Kapoor, een vooraanstaande, energieke, Britse econoom, kan niet ontkennen dat ook hij op kouzenvoeten de toekomst tegemoet treedt. De oprichter van de denktank Re-Define ziet hoe de wereld zijn oude jas aan het afwerpen is en zich opmaakt voor nieuwe uitdagingen en machts- en krachtsverhoudingen. Diep van binnen, zo is zijn gevoel, verkeert het Westen in een crisis, als het geen existentiële is, dan wel een identiteitscrisis.

'De economische groei in de eurozone was in 2017 ruim boven de verwachting van de markten, al zat ik zelf met mijn prognose wel goed. Het onverwacht forse herstel maakte – tot de lichte correctie van begin februari – dat iedereen het gevoel had dat dit jaar het jaar van het Goudlokje-scenario zou worden.'

Kapoor heeft dat optimisme in de markten, dat overigens nu wel plaats heeft gemaakt voor behoedzaamheid, geen moment gedeeld. 'Het is essentieel dat je ontwikkelingen nu in een brede context ziet.' En die context is naar zijn mening niet positief. De economische groei is nog altijd onder het niveau van 2008, vertelt Kapoor tijdens een gesprek in Amsterdam. Er is sinds dat rampjaar maar liefst \$ 10.000 mrd aan potentiële economische groei verloren gegaan, terwijl de schuldquote als percentage van de wereldwijde economische groei nu 330% bedraagt, tegen 225% in 2008. De rente hoeft maar licht te stijgen of scheuten van pijn worden door de overheidsfinanciën en de markten gejaagd, waar schuwt Kapoor.

De Verenigde Staten zijn de enige die de markten duidelijkheid geven: zij gaan de rente geleidelijk verhogen, waarbij volgens Goldman Sachs de risico's oplopen als de Amerikaanse rente in de buurt komt van de 4 tot 4,5%. Dan gaat het de aandelenmarkten pijn doen en is een correctie van maar liefst 25% mogelijk, zo liet de zakenbank vorige maand op basis van een stresstest weten.

Armzalig leiderschap

Kapoor wil zover niet vooruitlopen en beperkt zich tot de structurele uitdagingen die hij op dit moment voor Europa in het bijzonder ziet. In de eerste plaats is er de brexit, die hij een onzalig idee vindt, niet alleen voor Groot-Brittannië, maar ook voor Europa. Kapoor overweegt zijn Britse paspoort in te leveren en in Parijs te gaan wonen. Hij vreest namelijk dat er een harde brexit komt, waardoor hij niet meer – indachtig de kosmopoliet die hij is – probleemloos in Europa kan reizen.

De econoom vindt de brexit een voorbeeld van armzalig leiderschap, dat in zijn ogen tekenend is voor de



SONY KAPOOR FOTO: MARTINE BERENDSEN

situatie waarin Europa zich bevindt. 'De gouden eeuw van het naoorlogse Europa is voorbij. Je ziet het potentieel van zeer ernstige conflictharden, bij voorbeeld tussen oud en jong, tussen Noord en Zuid-Europa, tussen West- en Oost-Europa en tussen arbeid en kapitaal.' Daarvan maken in zijn optiek populistische gebruik, die emoties onder de bevolking aanwakkeren en misbruiken, waarbij ook de mogelijkheden die sociale media bieden tot miscommunicatie en het verspreiden van nepnieuws optimaal worden gebruikt. Hij verlangt meer inlevingsvermogen en inspirerend leiderschap bij de politieke leiders van Europa, maar heeft daarover zijn twijfels.

'Als je kijkt naar de Democracy Quality Index, dan zie je dat deze aan het dalen is. Er is ontevredenheid over de inkomensverschillen en de machtsongelijkheid. Wat dat betreft gaan de crisis van het kapitalisme en van de democratie hand in hand. Dat betekent dat komende jaren zowel het kapitalisme als de democratie hervormd moeten worden.'

Zo is de afgelopen decennia de vrijheid als beginsel van maatschappijrichting sterk toegenomen, na de revolutie van de jaren zestig en de deregulering en liberalisering

van de jaren negentig. Maar de prijs die daarvoor is betaald, is afnemende gelijkheid. 'Dat kan zo niet blijven doorgaan. Zelfs de superrijken beseffen dat. Er moet een nieuw machtsevenwicht worden gevonden, anders lopen we op enig moment het risico dat we een golf van revoluties krijgen, zoals in 1848 in Europa bijvoorbeeld het geval is geweest.'

Kladderadatsch

Kapoor sluit niet uit dat op enig moment in de komende maanden de voetjes niet langer van de dansvloer gaan, maar worden ingehaald door een kladderadatsch op de financiële markten. Zo wordt weliswaar gewezen op de robuuste economische groei, waarvan iedereen zegt dat die het vrolijke feest nog wel enige kwartalen in stand houdt, maar de knapste koppen van de markt zijn er

niet zeker van en schuifelen alvast in de richting van de buitendeur.

Hij toont dat aan de hand van een grafiek die laat zien dat pensioenfondsen hun exposure naar aandelen en obligaties langzaam maar gedecideerd aan het afbouwen zijn, terwijl de weging naar alternatieven gestaag wordt opgebouwd. Kapoor vindt dat een verstandige, want minder gecorreleerde allocatie, 'maar', zegt de voormalige derivatenhandelaar, 'weet wat je koopt. Doe een uitgebreide due diligence, want de risico's zijn aanzienlijk'.

Tot slot aan Kapoor de vraag welke sneeuwbal in Europa een lawine kan worden. 'Italië', antwoordt hij per omgaande. 'De jongeren zijn gedesillusionerd en trekken weg, omdat er geen werk voor ze is, terwijl het aantal ouderen procentueel zeer fors stijgt.' Hij toont een grafiek die laat zien dat in Italië het bruto nationaal inkomen per hoofd van de bevolking in 1970 op vergelijkbare hoogte stond met Japan en Duitsland, maar nu loopt het land zeer fors achter die twee koplopers aan. 'De kinderen van Italië krijgen het zeker niet beter dan hun ouders. Het is een verhaal zonder happy end.' ■

'DE CRISIS VAN DEMOCRATIE & KAPITALISME GAAT HAND IN HAND'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

'BEDRIJFSWINSTEN IN VS BIJZONDER STERK'

MAAR WAARDERINGEN TEMPEREN DE VERWACHTINGEN

AMERIKAANSE AANDELEN

Het is 'America First' bij BlackRock en Aegon Asset Management. Zij verkiezen Amerikaanse aandelen boven Europese, ofschoon de euforie wat is getemperd. Morningstar is veel voorzichtiger.

TEKST MAARTEN VAN DER PAS

'Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism and die on euphoria.' Deze uitspraak van Sir John Templeton, van de gelijknamige vermogensbeheerder, was begin dit jaar prangender dan ooit. De uitzonderlijk lange bullmarkt voor Amerikaanse aandelen ging zijn negende jaar in. De S&P 500 had 2017 afgesloten met een winst van pakweg 12%. Was het ongebreidelde optimisme aan het overgaan in euforie met het einde van de koersstijging als gevolg?

Het antwoord kwam met de koerscorrectie eind januari en begin februari dit jaar. Het was gedaan met de euforie. Geschrokken door goede werkgelegenheids cijfers in de Verenigde Staten en angst voor een stijgende rente en inflatie namen beleggers hun winst. Hoe nu verder met Amerikaanse aandelen? De S&P 500 heeft zich hersteld van de sterkste daling in negen jaar – 2.581,00

op 8 februari – maar zit op het moment van schrijven nog niet op het hoogste niveau van voor de koersval: 2.872,87 op 26 januari.

Toch lijkt het optimisme niet verdwenen. 'De economische cyclus heeft nog ruimte om te groeien vertelt Richard Turnill, BlackRocks hoofdstrateeg. Hij zag de markt overgaan van middencyclisch naar laatcyclisch.

Olaf van den Heuvel, hoofdstrateeg bij Aegon Asset Management stelt dat het heel normaal is dat beleggers winst nemen na een goede periode 'en het is al even normaal dat markten daarvan schrikken'. We zijn volgens hem in een fase beland

**'WE
VERWACHTEN
EEN LAAG
POSITIEF
RENDEMENT'**

waarin de economie nog steeds goed draait maar centrale banken de geldkraan gaan dichtdraaien als reactie op voorzichtige tekenen van inflatie. In deze fase gaat over het algemeen de rente omhoog en laten de aandelenmarkten wat meer twijfel en schrikreacties zien.'

Belastingverlaging

Zowel Turnill als Van den Heuvel prefereren in de assetallocatie Amerikaanse aandelen boven Europese en Japanse. 'Onze positieve kijk op Amerikaanse aandelen steunt op buitengewoon sterke bedrijfswinsten als gevolg van de lagere belasting voor ondernemingen en de fiscale stimulans door de overheid', licht Turnill toe. 'De waardering is een extra bonus. Na de uitverkoop op de aandelenmarkt eind januari zijn Amerikaanse aandelen iets aantrekkelijker gewaardeerd.' Het winstmomentum is volgens hem in de Verenigde Staten sterker dan in Europa, Japan en opkomende markten.'

Ook Van den Heuvel denkt dat de rek er nog niet is uit bij Amerikaanse aandelen. 'De belastingver-

laging gaat zijn uitwerking hebben. Tegelijkertijd blijft de dollar zwak en ook dat is een steuntje in de rug voor de Amerikaanse economie. Bovendien ziet de winstgroei er positief uit in de VS.'

Maar Daniel Vaughan, portfoliomanager bij Morningstar Investment Management, vindt de potentiële voordelen van de hervorming onzeker. 'We verwachten dat de winst na belasting op korte termijn zal verbeteren, met name voor financials en producenten van defensieve consumptiegoederen. Langetermijneffecten zijn minder zeker en er zijn verschillende redenen waarom we de winst op lange termijn niet zien verbeteren. In de loop van de tijd zouden bedrijven bijvoorbeeld marginale voordelen kunnen doorberekenen aan consumenten.'

In de huidige expansieve aandelenmarkt slaan groeiaandelen de klok. De S&P Growth pluste vorig jaar 25% tegenover 12% voor de S&P Value. Technologie was de best renderende sector met de Nasdaq die 2017 ruim 28% hoger afsloot. Ook financials en grondstoffen waren met 20% winst goed presterende sectoren.

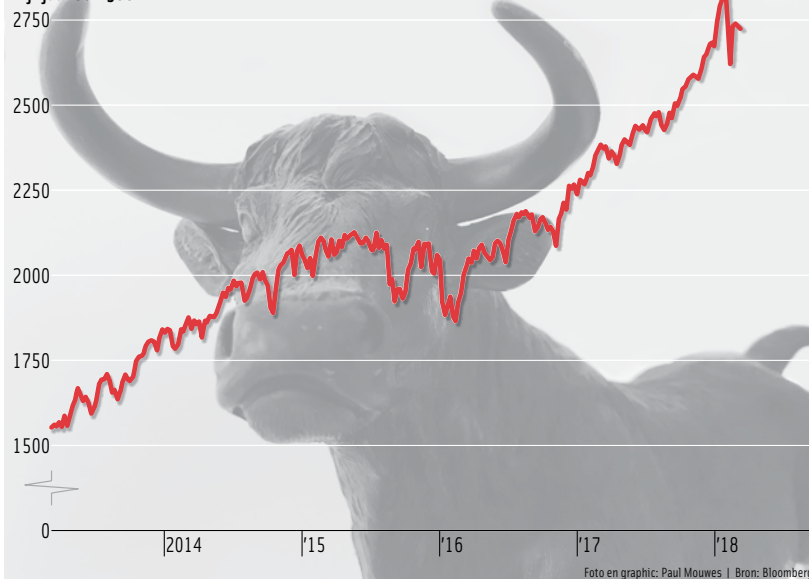
Voor Turnill blijven tech en financials favoriete sectoren. 'De stijging van techaandelen wordt gedreven door winstgroei. Dit verschilt met de techbubbel eind jaren negentig toen het vooral om waardering ging. Daarom voelen we ons comfortabel bij de huidige waarderingen.'

Financiële dienstverleners profiteren volgens Turnill van de aanhoudende economische groei en van de hogere rente. Voor banken komt daar nog een versoepeling van strenge wetgeving bij die is ingevoerd na de crisis.

Van den Heuvel ziet bij de olie-sector nog ruimte voor herstel. 'Olieaandelen zijn minder hersteld dan andere aandelen en ze hebben een

Tot in de hemel...

Vijf jaar S&P 500



aardig dividendrendement van 3%.'

Hoge waarderingen

Amerikaanse aandelen zijn duur, erkent Van den Heuvel als hij kijkt naar de huidige koers-winstverhouding van 22 voor de S&P 500. 'Maar ze zijn nog niet extreem duur zoals tijdens de techbubbel. Toen was de verhouding 30.'

Voor de komende maanden verwacht hij 'kleine positieve rendementen'. 'Ook op langere termijn voorzien we lage positieve rendementen voor Amerikaanse aandelen. Het verwachte rendement ligt onder het langetermijngemiddelde, omdat de waarderingen bovengemiddeld zijn en we voor de komende jaren een lagere economische groei voorstellen.'

Turnill vindt de waardering van Amerikaanse aandelen 'historisch hoog' en ziet weinig ruimte voor een verdere stijging. 'Maar we vinden winstgroei op de korte termijn belangrijker dan waardering in deze fase van de bullmarkt. We verwachten de komende jaren rendementen

van 4% tot 6% per jaar. De winst per aandeel groeit en ook dividend voedt het rendement.'

Met een beperkte verbetering van de fundamentals blijft Vaughan ervan overtuigd dat de heersende bullmarkt de koersen van Amerikaanse aandelen ver voorbij hun fair value opstuwt. 'We blijven in onze portefeuilles grotendeels onderwogen in Amerikaanse aandelen.'

Met een fundamentele langetermijnbenadering, vindt Vaughan dat zes van de tien sectoren momenteel aanzienlijk overgewaardeerd zijn, daaronder zijn sectoren technologie, maar ook cyclische consumptiegoederen, materialen en industrials. 'De belangrijkste aanjagers van deze overwaarderingen zijn de opgerekte winstmarges in combinatie met hoge koersen ten opzichte van de kasstromen op lange termijn', zegt hij.

Vaughan verwacht dat Amerikaanse aandelen de komende tien jaar 1,5% per jaar opleveren. ■

MAARTEN VAN DER PAS IS MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Maatschappelijk verantwoord beleggen moet overbodig worden

AUKE PLANTINGA: DE VRAAG IS WIE NIET-FINANCIËLE DOELEN HET BESTE KAN AFDWINGEN

COLUMN

Maatschappelijk verantwoord beleggen kan zich verheugen in een onverminderd toenemende belangstelling van beleggingsfondsen en pensioenfondsen. Het is een heuse trend. Beleggers verwachten steeds vaker niet alleen dat ondernemingen financieel goed presteren, maar ook dat deze ook op andere gebieden presteren, denk hierbij aan het milieu, arbeidsomstandigheden, diversiteit, en corporate governance.

Ondanks de nobele intenties van maatschappelijk verantwoord beleggen is het de vraag of het bereiken van deze niet-financiële doelen het best door de belegger kan worden afdwongen. De invloed van beleggers is immers afhankelijk van de mate waarin aandeelhouders onderling overeenstemming hebben bereikt.

Bovendien gaat het vaak om belangen van bijvoorbeeld consumenten, omwonenden of werknemers, die tegengesteld kunnen zijn aan die van de aandeelhouders. Om tegemoet te komen aan de wens van de samenleving om de onderneming ook op deze niet-financiële dimensies te verbeteren, is het de moeite waard om eens te bekijken of de wijze waarop de onderneming wordt aangestuurd verbeterd kan worden. In andere woorden: kan een andere corporate governance helpen om de doelstellingen van de maatschappelijk verantwoord belegger te realiseren?

Alle macht aan de ondernemingsraad

Dit zou bijvoorbeeld kunnen door de rol van de ondernemingsraad uit te breiden. Waar de ondernemingsraad nu vooral gaat over de verhouding tussen werknemers en de onderneming, zou deze uit-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

gebreid kunnen worden met het bewaken van de milieubelasting van het bedrijf en de belangen van de consument.

Deze extra taken van de ondernemingsraad nieuwe stijl hangen deels af van de aard van het bedrijf. Bij ondernemingen die het milieu sterk belasten, zou de ondernemingsraad moeten worden uitgebreid met milieu- en energie-experts die bij het beoordelen van en het beslissen over het al of niet investeren een belangrijk stem zouden moeten krijgen.

In bepaalde gevallen zouden zij ook een vetorecht moeten kunnen krijgen. Bij ondernemingen die een sterke rol in de consumentenmarkt hebben, zouden de consumenten een stem moeten krijgen in de vorm van een vertegenwoordiger in de ondernemingsraad nieuwe stijl. Die moet beslissingen beoordelen op basis van de kwaliteit van de dienstverlening.

Uiteindelijk zijn consumenten de ultieme rechtvaardiging van de onderneming en haar maatschappelijk taken en verantwoordelijkheden.

Ondernemingen zijn vaak geneigd om zich vooral te richten op het werven van nieuwe klanten en daar meer energie in te steken dan in het bedienen van oude klanten. De consumentenvertegenwoordiger in de ondernemingsraad zou hieraan tegenwicht kunnen bieden.

En denk ook eens aan het openbaar vervoer, waarbij sommige aanbieders belangrijke prestigieuze projecten voorrang geven boven het bedienen van het bestaande netwerk. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



FLEXIBEL INSPELEN OP GEVAAR RENTESTIJGING

WEG VAN DE TRADITIONELE BENCHMARK

OBLIGATIES

Obligatiebeleggers hoeven de koersverliezen door stijgende rentes niet lijdzaam te ondergaan. Een actieve strategie verlaagt de neerwaartse risico's, zeggen experts van Pimco en Amundi.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Bij Ryan Blute, hoofd van de Europese Global Wealth Management-divisie van Pimco, bestaat er geen twijfel. De langjarige trend van dalende wereldwijde rentes is nu definitief tot een einde gekomen. 'Maar door de hoge overheidsschulden, globalisering en vergrijzing zal de reële rente lager zijn dan in de jaren tachtig en negentig', zegt Blute. Hij maakt zich daarom niet al te veel zorgen over een snelle rentestijging. 'Onze verwachting is dat de Amerikaanse tienjaarsrente in de loop van volgend jaar ergens tussen de 2,75% en 3,25% zal liggen. De rente op de Duitse bund zal ook slechts beperkt oplopen.'

In deze omgeving moeten beleggers ervoor zorgen dat ze genoeg flexibiliteit hebben om van de benchmark af te wijken, adviseert Blute. Bovendien is het verstandig om de kredietrisico's terug te brengen. 'Net als de aandelenmarkt hebben bedrijfsobligaties het in de afge-

lopen negen jaar uitstekend gedaan. Met als gevolg dat de waarderingen in historisch opzicht nu aan de hoge kant zijn.'

Hypotheekobligaties

Pimco heeft zijn posities in high yield en in het lagere kredietsegment binnen investment grade-bedrijfsobligaties gereduceerd. High yield is vanwege de kortere looptijden en de hogere risicopremie weliswaar minder gevoelig voor bewegingen aan het rentefront, maar is sterk gecorreleerd aan de aandelenmarkten. 'De hoge aandelenwaarderingen rechtvaardigen wat dat betreft enige voorzichtigheid', zegt Blute. Kortlopende bedrijfsobligaties vindt hij ondanks de relatief lage yields interessant, vooral in de Verenigde Staten, waar buitenlandse beleggers de afgelopen weken veel hebben verkocht.

Maar Blute kijkt vooral naar alternatieve vastrentende waarden, om toch een premie ten opzichte van staatsobligaties te verdienen. Die vindt hij bijvoorbeeld op de Amerikaanse residential mortgage-backed security-markt. 'Zowel AAA-hypo-

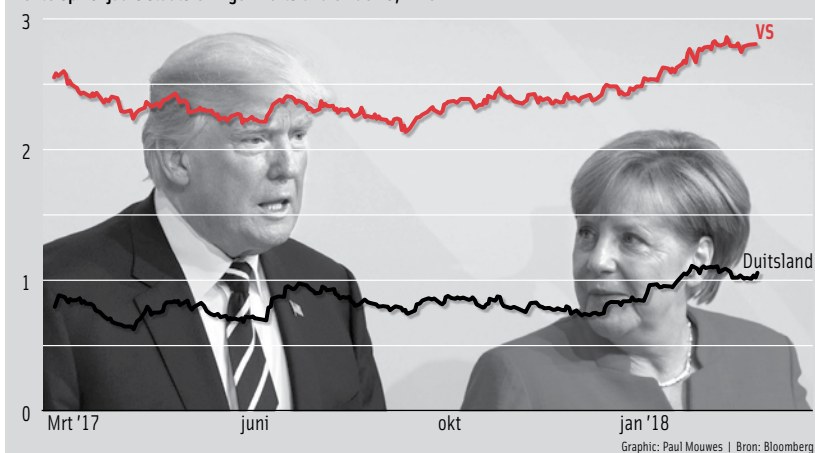
theekobligaties als RMBS die niet zijn gegarandeerd door de overheid bieden een aantrekkelijke risico-opslag en zijn veel minder duur dan bedrijfsobligaties'.

Verder vindt hij emerging market debt nog steeds aantrekkelijk. 'De zwakkere dollar helpt opkomende landen, evenals de betere wereld-economie en de stabilisering van de grondstoffenprijzen. Er is nog ruimte voor outperformance, gelet op de spread tussen emerging market debt in harde valuta en bedrijfs- en staatsleningen.' Opkomende schulden in lokale valuta bieden beleggers daarnaast veel diversificatievoordelen, terwijl deze categorie ook kan profiteren van een dalende rente, omdat de inflatie in sommige landen juist afneemt.

Het grootste risico schuilt in een sterker dan verwachte stijging van de inflatie in de VS. Om zich hier tegen te beschermen heeft Pimco inflatielinkers gekocht. Bovendien is het onderwogen in staatsobligaties met looptijden van 10 tot 30 jaar, omdat dit deel van de curve heftiger reageert op een verandering van de inflatieverwachtingen. 'Wij denken

Intercontinentale kloof

Rente op 10-jaars staatsleningen Duitsland en de VS, in %



overigens dat de Federal Reserve er geen moeite mee heeft als de inflatie een tijdje boven de 2% uitkomt, omdat we al zo lang onder deze doelstelling zitten', zegt Blute.

Risicovolle bankleningen

Ook Myles Bradshaw, hoofd van het global aggregate fixed income-team bij Amundi, verwacht dat de obligatierentes zullen blijven stijgen. Daarom heeft hij het renterisico in de obligatieportefeuilles aanzienlijk verlaagd. Zijn global aggregate-fonds heeft een duration van minder dan twee jaar, tegen zeven jaar voor de benchmark. 'Omdat we de duurste segmenten van de markt hedgen, zijn we toch in staat om een aantrekkelijk totaalrendement te genereren', zegt Bradshaw.

Het effectieve rendement op de portefeuille ligt momenteel op circa 3%, duidelijk boven de 2% van de benchmark. Een overweging van bedrijfsobligaties maakt deze bovengemiddelde yield mogelijk. Vanwege het economische herstel in Europa is Bradshaw vooral positief over Europese banken. 'De balansen gaan waarschijnlijk weer groeien en de hogere rente is positief voor de rentemarge. Bovendien wil de Eu-

ropese Centrale Bank dat de banken hun buffers blijven versterken, wat positief is voor de kredietkwaliteit.' De meeste kansen ziet hij in achtergestelde leningen en contingent convertible obligaties (coco's). Een coco, oftewel bufferobligatie, is een soort tussenvorm tussen een langlopende achtergestelde lening en een aandeel. 'Daar is de potentiële waardegroei het sterkst als de kredietkwaliteit verbetert.'

Bij Amundi is high yield overwogen. Maar Bradshaw geeft aan dat zijn fonds geen blootstelling heeft aan de traditionele high yield-markten en hoofdzakelijk in achtergestelde leningen van investment grade-bedrijven belegt. 'Die zijn veel beter bestand tegen een verslechtering van de economie dan junkbedrijven en bovendien zijn de sectorrisico's lager.' Verder ziet de obligatiespecialist nog waarde in schulden van opkomende landen in harde valuta. 'De wanbetalingsrisico's zijn momenteel erg laag en dankzij de verbeterde economische en politieke situatie is er potentieel voor ratingverhogingen door kredietbeoordelaars.'

De oplopende rente zal zich niet vertalen in hogere risico-opslagen in de creditmarkten, denkt Brad-

shaw. 'Centrale banken verwijderen slechts de onconventionele stimuleringsmaatregelen en verhogen niet de rente om de economie af te remmen en inflatie in te tomen. Een groeivertraging en toename van het percentage wanbetalingen verwachten wij daarom niet.' Dat betekent dat de vooruitzichten voor bedrijfsobligaties voorlopig positief zijn. De risico-opslagen zijn echter al aanzienlijk omlaag gekomen, zodat Bradshaw hier niet veel meer kapitaalgroei verwacht. 'In deze markt is flexibiliteit belangrijk. In plaats van dicht bij de benchmark te blijven, moet je roteren naar sectoren en specifieke issuers die kunnen profiteren van ratingverhogingen.'

Amerikaanse linkers

In de staatsobligatiemarkt preferert de strategie van Amundi nog altijd de periferie van de eurozone ten opzichte van de dure bunds. 'De aantrekkelijke Europese economie ondersteunt de risico-opslagen en vergroot de interesse bij institutionele beleggers om meer in Italiaanse en Spaanse staatsleningen te investeren'. Wat betreft de risico's ligt de focus van het team op de inflatie. 'Het zou mij niet verbazen als de lonen en inflatie in de Verenigde Staten zullen accelereren. Dit is uiteraard nog niet ingeprijsd. Om ons hier tegen te beschermen, hebben we US TIPS gekocht', aldus Bradshaw. Dat zijn Amerikaanse inflatiegerelateerde obligaties. Over de mogelijk sterk stijgende Amerikaanse staatsschuld als gevolg van de voorgenomen fiscale stimuleringen door president Donald Trump maakt hij zich minder zorgen. 'Dit zal leiden tot een hogere rente, maar hiervoor zijn we al gepositioneerd.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

NN NU ECHT DE GROOTSTE UITSTROOM VAN PARTICULIER GELD UIT FONDSEN IN 2017

MARKTAANDELEN

Na de integratie van het overgenomen Delta Lloyd Asset Management is NN Investment Partners nu de onbetwiste nummer 1 in Nederland.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

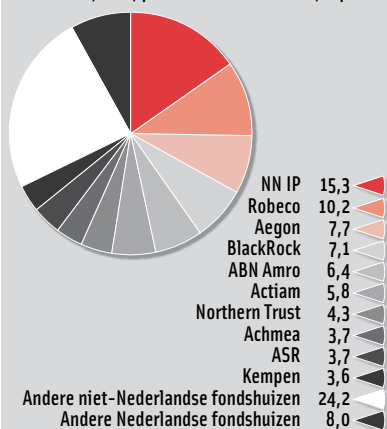
Tot voor kort lagen de marktaandeelen van Robeco en NN IP dicht bij elkaar, maar als gevolg van de overname van Delta Lloyd AM is NN IP nu flink uitgelopen op de nummer 2. Uit de jongste cijfers van consultancybureau AF Advisors over de marktaandeelen van fondshuizen op de Nederlandse retailmarkt blijkt dat NN IP een marktaandeel heeft van 15,3%. Robeco volgt op de tweede plaats met een marktaandeel van 10,2%, gevolgd door Aegon op plek 3.

Wat verder opvalt is dat het marktaandeel van Northern Trust gestaag blijft toenemen. Deze fondsen worden onder meer gebruikt door ABN Amro en Rabobank. Dit past in de trend dat zowel duurzaam als passief beleggen marktaandeel blijft winnen. Northern Trust heeft onder meer duurzame indexfondsen.

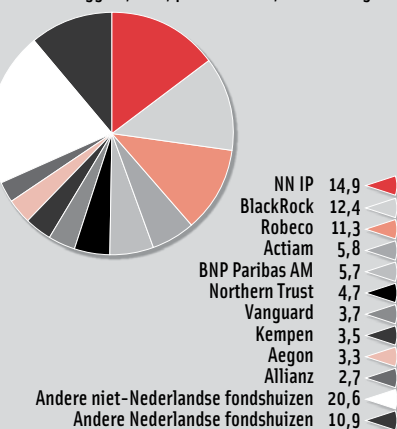
Een stijging van het marktaandeel van ASR als gevolg van de overname van Generali Nederland begin dit jaar is nog niet meegenomen in de cijfers, want deze geven het beeld per eind 2017. AF Advisors kijkt voor dit overzicht naar de fondsen die in het bezit zijn van retailbeleggers, inclusief de

Marktverdeling

Marktaandeel fondshuizen op Nederlandse retailmarkt, in %, per eind december 2017, top level



Marktaandeel fondshuizen onder Nederlandse retailbeleggers, in %, per eind 2017, look-through



Graphic: Paul Mouwes | Bron: AF Advisors

fondsen die gebruikt worden in hypotheek en verzekeringsproducten. In totaal was deze markt eind vorig jaar €169 mrd groot, tegen €159,5 mrd een jaar eerder, maar deze stijging was puur het gevolg van koerswinsten.

Wat opvalt is dat er in 2017 amper instroom van nieuw vermogen van particulieren in beleggingsfondsen is geweest, per saldo is er zelfs sprake van een netto-uitstroom van €1,7 mrd, zegt, Jasper Haak van AF Advisors. 'Dat is wel bijzonder,' zegt hij, 'meestal is er sprake van instroom in opgaande markten.'

Genoemde marktaandeelen zijn gebaseerd op cijfers die betrekking heb-

ben op het bovenste fondsniveau (zie kader met top level-marktaandeelen). Sommige fondsen beleggen echter door in strategieën van andere. Kijkend naar welke fondshuizen op het onderste fondsniveau het meeste geld beleggen (zie 'look-through'-overzicht), dan is te zien dat ook hier NN IP fier bovenaan staat. Dit keer gevolgd door BlackRock, Robeco en Actiam.

Wat hier opvalt, is dat het marktaandeel van BlackRock wat steeg en dat van Robeco wat afnam. De afname van Robeco is het gevolg van het besluit van Achmea het management van een aantal van zijn fondsen in eigen hand te nemen, aldus Haak. ■

ALS GOUDLOKJE NIET MEER TERUGKEERT

Een herhaling van het rimpelloze beleggingsjaar 2017 ligt niet voor de hand, stelt **Neil Dwane**, de wereldwijde beleggingsstrategist bij Allianz Global Investors. Hij is ervan overtuigd dat **deze twee strategieën kunnen helpen** als Goudlokje niet terugkeert in 2018.

De Goudlokjes-economie – niet te warm, niet te koud, maar exact goed – lijkt zijn beste tijd te hebben gehad, constateert Dwane. De wereldwijde economische groei is robuust, maar gefragmenteerder en minder opwindend als gehoopt. Het bijna ideale economische klimaat voor beleggingen zoals in het afgelopen jaar kan niet eeuwig stand houden. “Beleggers moeten kieskeuriger worden en meer risico nemen,” aldus Dwane.

De wereld laat versnipperde groei zien; ook centrale banken trekken minder eensgezind op. De Fed schaalde terug terwijl de ECB en Bank of Japan markten blijven ondersteunen met kwantitatieve verruiming. Valuta- en obligatiemarkten zullen daarom verschillende richtingen kiezen, verwacht Dwane. Hij ziet de rente niet hard stijgen.

ALLIANZ STRUCTURED RETURN

De nieuwe economische realiteit – zonder Goudlokje – vraagt om andere bronnen van rendement dan alleen de aandelen- en obligatiemarkt. De absolute return-strategie van het Allianz Structured Return-fonds streeft 4% tot 6% rendement na, na aftrek van kosten. In de afgelopen zeven jaar is die imposante doelstelling gehaald met een gemiddeld jaarrendement van 5,5% in Amerikaanse dollar, na aftrek van kosten. De strategie, waarin 8,5 miljard dollar is belegd, bestaat sinds 2005 en is sinds september 2016 in Luxemburgse Sicav-structuur beschikbaar voor Europese beleggers.

Historisch gezien zijn optie- en volatilitiestrategieën altijd goede bronnen van spreiding geweest vanwege de lage correlatie met aandelen en obligaties. Rendementsmotor van het



Neil Dwane

Allianz Structured Return-fonds zijn de ontvangen premies van verkochte call- en putopties. Om het rendement te beschermen tegen marktbevingen wordt een systematisch herstructureeringsproces toegepast en zorgen call- en putspreads voor de noodzakelijke financiering. Sterke marktdalingen worden door gekochte putopties opgevangen.

De standaarddeviatie van 3% tot 4% is vergelijkbaar met die

van vastrentende waarden, maar zonder het krediet- of renterisico dat hoort bij obligaties. Dankzij het uitstekende trackrecord – onder vrijwel alle marktcondities – is de strategie een aantrekkelijk alternatief voor beleggers. Dwane: “Wie een goed pensioen wil, moet de pot met geld laten groeien, maar zich ook ervan verzekeren dat er geen gaten in de bodem zitten.”

ALLIANZ EUROPEAN EQUITY DIVIDEND

Een tweede strategie die goed past bij de nieuwe economische realiteit is het Allianz European Equity Dividend-fonds, dat is gericht op stabiele rendementen uit Europese dividendaandelen. De portefeuille biedt in vergelijking met soortgelijke strategieën één van de hoogste dividendrendementen, en behoort tegelijkertijd tot de minst beweeglijke. De strategie biedt zo de mogelijkheid om belegd te blijven, zonder blootstelling aan de meest volatiele aandelen. Morningstar heeft het Allianz European Equity Dividend-fonds mede om die reden met vier sterren onderscheiden.

De bedrijven waarin het Allianz

Past performance is not a reliable indicator of future results. Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Investing in fixed income instruments may expose investors to various risks, including but not limited to creditworthiness, interest rate, liquidity and restricted flexibility risks. Changes to the economic environment and market conditions may affect these risks, resulting in an adverse effect to the value of the investment. During periods of rising nominal interest rates, the values of fixed income instruments (including short positions with respect to fixed income instruments) are generally expected to decline. Conversely, during periods of declining interest rates, the values of these instruments are generally expected to rise. Liquidity risk may possibly delay or prevent account withdrawals or redemptions. The volatility of fund unit/share prices may be increased or even strongly increased. Past performance is not a reliable indicator of future results. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which the investor resides, then the investor should be aware that due to the exchange rate fluctuations the performance shown may be higher or lower if converted into the investor's local currency. This is for information only and not to be construed as a solicitation or an invitation to make an offer, to conclude a contract, or to buy or sell any securities. The products or securities described herein may not be available for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. This is for distribution only as permitted by applicable law and in particular not available to residents and/or nationals of the USA. The investment opportunities described herein do not take into account the specific investment objectives, financial situation, knowledge, experience or specific needs of any particular person and are not guaranteed. The views and opinions expressed herein, which are subject to change without notice, are those of the issuer companies at the time of publication. The data used is derived from various sources, and assumed to be correct and reliable, but it has not been independently verified; its accuracy or completeness is not guaranteed and no liability is assumed for any direct or consequential losses arising from its use, unless caused by gross negligence or willful misconduct. The conditions of any underlying offer or contract that may have been, or will be, made or concluded, shall prevail. For a free copy of the sales prospectus, incorporation documents, daily fund prices, key investor information, latest annual and semi-annual financial reports, contact the issuer at the address indicated below or www.allianzgi-regulatory.eu. Austrian investors may also contact the Austrian information agent Allianz Investmentbank AG, Hietzing Kai 101-105, A-1130 Vienna. Please read these documents, which are solely binding, carefully before investing. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH has established branches in the United Kingdom (Allianz Global Investors GmbH, UK branch, 199 Bishopsgate, London, EC2M 3TY, www.allianzglobalinvestors.co.uk; subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority, www.fca.org.uk), France (Allianz Global Investors GmbH, France branch, www.allianzgi.fr; subject to limited regulation by Autorité des Marchés Financiers, www.amf-france.org), Italy (Allianz Global Investors GmbH, Italy branch, via Durini 1, 20122 Milan; subject to regulation by the competent Italian Authorities in accordance with the national legislation), Spain (Allianz Global Investors GmbH, Spain branch; subject to limited regulation by Comisión Nacional del Mercado de Valores, www.cnmv.es), Luxembourg (Allianz Global Investors GmbH Luxembourg Branch; subject to limited regulation by Commission de Surveillance du Secteur Financier, www.cssf.lu) and the Netherlands (Allianz Global Investors GmbH-Netherlands Branch; subject to limited regulation by Autoriteit Financiële Markten www.afm.nl). Details about the extent of the local regulation are available from us on request. This communication has not been prepared in accordance with legal requirements designed to ensure the impartiality of investment (strategy) recommendations and is not subject to any prohibition on dealing before publication of such recommendations. The duplication, publication, or transmission of the contents, irrespective of the form, is not permitted.




European Equity Dividend-fonds belegt, overleggen momenteel gemiddeld 5,5% dividendrendement, en laten gemiddeld 6,5% dividendgroei zien. Een significant bovengemiddelde dividenduitkering is een eis om in aanmerking te komen voor opname in het fonds, dat met een goede reden volledig is gericht op inkomen: dividenden zijn op de lange termijn goed voor circa een derde van het totaalrendement.

De financiële sector, telecom- en energiesector waren per eind 2017 samen goed voor 60% van de beleggingen. Nederlandse namen in de portefeuille zijn onder andere Shell, KPN en ING. "Wij kopen aandelen van bedrijven met een goed verdienmodel die over voldoende geld beschikken om een goed dividend uit te keren en geld overhouden om in het bedrijf te herinvesteren," zegt Dwane, die twee jaar geleden

door Citywire een van de meest consistente inkomstenbeleggers in Europese aandelen werd genoemd.

Europese dividendaandelen bieden een alternatief voor Europese obligaties, waaruit het monetaire beleid van de ECB een groot deel van het rendement heeft gezogen, zegt Dwane. Een van de redenen om in Europa dividend te rapen, is dat bedrijven altijd gul zijn geweest

voor hun aandeelhouders. De rek lijkt er bovendien niet uit. Na vijf magere jaren trekken bedrijfswinsten aan doordat de Europese economie goed draait. Nooit eerder hebben Europese bedrijven zo'n hoog percentage (80%) van de winst uitgekeerd als dividend. "Europese bedrijven zien hun winsten verbeteren, en dat vertaalt zich uit in hogere dividenden en verbeterde pay-out ratio's," besluit Dwane. 

VIJF AANDACHTSPUNTEN VOOR 2018



JAAG OP INKOMSTEN

Normalisatie van het monetaire beleid is niet goed voor obligaties. Richt je als belegger op kansen in emerging market debt en dividendaandelen, vooral in Europa.



BESCHERM KOOPKRACHT TEGEN HOGERE INFLATIE

Europese en Amerikaanse inflatiegerelateerde obligaties zijn overwegingen, terwijl real assets en aandelen bescherming bieden tegen inflatie.



LET OP WAARDERINGEN

Aandelen in Europa en opkomende markten zijn nog niet heel prijzig, en bieden zicht op reële rendementen.



ZOEK DE GROEI

Zoek naar groeiaandelen van bedrijven, die meerdere jaren achtereenvolgens hun omzet en winst hebben zien groeien. Of ga contrair met cyclische waarde-aandelen.



BLIJF ACTIEF BELEGGEN

Beleg selectief in landen, sectoren en valuta's, en overweeg strategieën die beschermen tegen staartrisiko's. Anticipeer op oprispingen in volatiliteit, en bouw de blootstelling af aan risicovolle beleggingen als economische kerndata momentum verliezen.



GILBERT VAN HASSEL FOTO: SANDER NAGEL

'DE UITDAGING IS OM RELEVANT TE BLIJVEN'

CEO ROBECO: WIJ SPELEN IN DE CHAMPIONS LEAGUE

ASSETMANAGEMENT

Anderhalf jaar staat Gilbert Van Hassel aan het roer bij Robeco. Hij is de boel flink aan het opschudden. Door kosten te besparen en focus aan te brengen. 'Als de inkomsten sneller groeien dan de kosten, kun je investeren in je bedrijf.'

TEKST LENNEKE ARTS EN BARBARA NIEUWENHUIJSEN

De assetmanagement-industrie is in een nieuwe ijstijd terechtgekomen, zei de Belgische Robecotopman Gilbert Van Hassel begin vorig jaar tijdens een toespraak. Als gevolg van onder meer de toenemende regeldruk, technologische ontwikkelingen en de stijgende populariteit van goedkope passieve beleggingsproducten stijgen de kosten van assetmanagers, terwijl er druk is de fees te verlagen, waardoor de inkomsten dalen. Dit geeft druk op de marges.

Vooralsnog lijkt er bij Robeco echter weinig aan de hand. 'Wij hebben een fantastisch jaar achter de rug en ook dit jaar is goed begonnen', zegt de topman vanuit het Robeco-kantoor met uitzicht over het plein voor Rotterdam Centraal Station.

Het vermogen onder beheer groeide in 2017 van €139 mrd naar €161 mrd waarvan 30% retail en

70% institutioneel vermogen. De helft van de groei is het gevolg van netto-instroom en de andere helft van koerswinst. 'Dat betekent dat er iedere maand bijna €1 mrd aan netto nieuw vermogen is binnengekomen en tot nu toe zet deze trend dit jaar door.'

Dit neemt niet weg dat Van Hassel voortvarend aan de slag is gegaan de cost-income-ratio te verbeteren. 'Als de inkomsten sneller groeien dan de kosten, kun je investeren in je bedrijf', zegt hij eenvoudigweg.

Eerder dit jaar maakte Robeco bekend de volledige backoffice en een deel van de midoffice te gaan outsourcen aan JP Morgan. Van

'WIJ HEBBEN EEN FANTASTISCH JAAR ACHTER DE RUG'

Hassel werkte in de jaren negentig voor JP Morgan in Japan.

De outsourcing betreft de bewaring van stukken, de fondsadministratie, stortingen, het uitlenen van effecten. Eigenlijk alle dingen die voor de klant onzichtbaar zijn. 'Alleen klantrapportages maken, blijven we zelf doen, net als het meten van de performances', zegt Van Hassel. 'Dat is immers de weergave van de producten die we verkopen. Het is dus heel belangrijk dat dat goed gebeurt en we daar zelf goed de controle over houden.'

Bijblijven

De beslissing over te gaan tot outsourcing was volgens de topman noodzakelijk. 'We waren een van de zeldzame middelgrote assetmanagers die dit allemaal nog zelf deden.' Dit gebeurde heel goed, volgens hem, maar internationalisering en een versnelde toename van het gebruik van technologie maakte dat het fondshuis beseft dat het steeds opnieuw zou moeten blijven investeren om bij te kunnen blijven.

‘Daar komt bij dat de complexiteit van producten en gebruikte instrumenten toeneemt. Je moet hier dus continu je systemen op aanpassen. Anders zorgt dat voor vertraging. Wij zijn een belegger. De rest kunnen we beter overlaten aan een partij die hier internationaal in gespecialiseerd is. Daardoor kunnen wij bovendien sneller met de zonne-meedraaien en beter in verschillende tijdzones opereren.’

Dat hier direct beperkt kosten voor de fondsen mee bespaard worden, heeft niet de doorslag gegeven voor de beslissing. Van Hassel: ‘Belangrijker is dat we op deze manier toekomstige kosten kunnen vermijden.’

Op termijn verdwijnen als gevolg van deze reorganisatie bij Robeco 70 tot 80 banen. Onvermijdelijk, aldus Van Hassel. ‘We spelen in de Champions League. Dan moet je deze kwaliteit bieden.’

Dit past bij zijn opdracht. Vorig jaar zei hij in gesprek met Fondsnieuws dat zijn opdracht als bestuursvoorzitter simpel is: ‘Zorgen voor een zo goed mogelijke performance voor onze klanten.’

Dat gaat goed, zegt hij nu. Van Hassel houdt van focus. Binnen Robeco onderscheidt hij vier kerngebieden: duurzaamheid, kwantitatief beleggen, bedrijfsobligaties en opkomende markten.

‘Dit zijn de gebieden waarvan wij denken dat er echt vraag naar is van klanten; waar wij een goede performance kunnen bieden en waarvan wij denken dat we – bij sommige op termijn – de reputatie kunnen opbouwen dat als je klanten vraagt naar de beste vijf spelers op dat gebied ze ook Robeco noemen.’

De performance is op alle vier deze gebieden goed, maar vooral op het gebied van bedrijfsobligaties en opkomende markten kan dit nog

wel wat beter worden uitgedragen, vindt de topman, die de organisatie die hij aantrof bij zijn aantreden sowieso ‘iets te snel tevreden en iets te veel naar binnen gericht’ vond.

Alle werknemers is daarom op het hart gedrukt klantcontact boven aan hun prioriteitenlijstje te zetten. Om de doelstelling om meer naar buiten te treden, te ondersteunen, opende Robeco het afgelopen jaar kantoren in het Verenigd Koninkrijk, Japan en de Verenigde Staten. ‘Dat werpt zijn vruchten af’, zegt de topman.

Eerder noemde Van Hassel private debt of andere illiquide assets zoals infrastructuur terreinen waar mogelijk nog versterking zou worden gezocht door bijvoorbeeld een team over te nemen van een andere assetmanager.

Groeidoelstelling Orix

Hier is het tot nu toe echter niet van gekomen, ook niet van andere overnames trouwens, terwijl het Japanse moederbedrijf Orix eerder wel heeft laten doorschemeren een flinke groeidoelstelling te hebben en open te staan voor overnames op assetmanagementgebied.

Volgens Van Hassel komt hier momenteel weinig van omdat de koersen de laatste jaren dusdanig zijn opgelopen dat de prijzen gewoon heel hoog zijn geworden. Te hoog, vindt hij.

‘DOOR GESTEGEN KOERSEN ZIJN OVERNAMES DUUR’

En dus wordt er voorlopig ingezet op organische groei. Momenteel zijn dit vooral partnerschappen, zegt Van Hassel, het samen met een klant komen tot een maatwerkoplossing.

Eerder zei hij ook de mogelijkheid te onderzoeken het directe retailverkoopkanaal Robeco One in het buitenland uit te rollen. Dit vergt echter enorme investeringen, zegt de topman, dus is voorlopig besloten dit niet te doen.

‘Wij willen primair focussen op dat waar wij toegevoegde waarde kunnen bieden en dat is beleggen volgens de eerder genoemde strategieën.’ Inspelen op de populariteit van passieve fondsen, door indexproducten te gaan aanbieden, overweegt Van Hassel niet. Wel zegt hij met interesse naar het vehikel etf te kijken, met zijn intraday verhandelbaarheid en directe prijsstelling. Zoals er nu in beleggingsfondsen gehandeld wordt – één keer per dag op de ‘net asset value’ (NAV) – is hopeloos ouderwets, zegt hij.

Zover is het echter nog niet. Een bekend probleem met het verpakken van actieve beleggingsstrategieën in een etf-jasje is dat trackers verplicht zijn op dagbasis al hun posities te publiceren. Actieve huizen zien hun positionering echter traditioneel als het geheim van de smid en willen deze niet zomaar prijsgeven. Dit is inderdaad ook nog wel een puntje van aandacht, beaamt Van Hassel.

Voorlopig is dé uitdaging voor de toekomst relevant te blijven, zegt Van Hassel. ‘Wij proberen dat te doen door excellente producten aan te bieden. Ik ben maar een voorbijganger. Robeco bestaat volgend jaar negentig jaar. Ik hoop dat het nog negentig jaar zal bestaan.’ ■

LENNEKE ARTS EN BARBARA NIEUWENHUIJSEN
ZIJN REDACTEURS VAN FONDSNIEUWS.

'HET MOEST SIMPEL ZIJN'

BEHEER BELEGGINGSPORTEFEUILLES KNAB NAAR AEGON

BELEGGINGOPLOSSINGEN

De toenemende kostendruk maakt dat steeds meer partijen in de markt goedkope, eenvoudige oplossingen aanbieden, waarin actieve assetallocatie wordt gecombineerd met trackers. Voorbeeld: Knab.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

'De oproep aan het moederbedrijf was om iets te bouwen voor de langere termijn, simpel en met lage kosten', zegt Jeroen Vetter, hoofd van het Investment Office van Aegon Nederland over de vier portefeuilles die men voor de onlinebank heeft ontwikkeld.

'Het is daarbij niet onze eerste ambitie geweest om het hoogste in de lijstjes te komen. We zijn langetermijnbeleggers, die langetermijnbeleggingsdoelen van klanten willen realiseren.' Vetter vertelt dat de portefeuilles worden ingericht met passieve oplossingen als er sprake is van efficiënte markten. Daarbij gaat het om trackers van Vanguard, Deutsche en iShares. Als de markt daarom vraagt, dan kan ook 'actief' gespeeld worden.

De risicoprofielen van de vier portefeuilles (defensief, neutraal, offensief en zeer offensief) hebben een bandbreedte die ieder jaar wordt vastgesteld. Als er sprake is van een correctie, zoals begin februari het geval was, dan is dat voor het Investment Office niet direct aanlei-



JEROEN VETTER

ding de portefeuille aan te passen. 'Nee, we wijken dan niet af van onze langere termijnvisie', zegt Vetter.

Toch is het niet zo dat de specialisten achter de beheeroplossingen wars zijn van de actualiteit. Zo wordt bewust geen profiel 'zeer defensief' aangeboden. 'Met de huidige, soms zelfs nog negatieve rente, en de beheerkosten, kun je daarvoor geen lonend product aanbieden.'

Maximaal 40% cash

In de defensieve portefeuille is de exposure naar staatsobligaties beperkt tot 17,5%, terwijl de rest van het fixed income-gedeelte is ingevuld met bedrijfsobligaties (52,5%).

Op de vraag of cash een alternatief kan zijn voor staatsobligaties, antwoordt Vetter instemmend. De allocatie naar cash kan in het defensieve profiel maximaal 40% zijn.

Een kenmerk van de beheeroplossingen die Knab aanbiedt is dat klanten weliswaar voor de langere termijn beleggen, maar dat zij vrij zijn het opgebouwde vermogen ieder moment op te vragen. Dit betekent dat er uitsluitend belegd wordt in financiële instrumenten met dagelijkse liquiditeit. Vanuit de zorgplicht dient het klantgedrag en de langetermijndoelstelling tegen elkaar te worden afgewogen, zegt Vetter.

'Als je daar niet zeker van bent, of daar geen afspraken over hebt gemaakt, zoals bij een pensioenproduct, dan is het innen van de illiquiditeitspremie niet haalbaar', zegt hij.

Voor elk van de vier beleggingsprofielen is er een samengestelde benchmark waartegen de prestaties worden afgezet. De total cost of ownership, een graadmeter die met de introductie van Mifid II verplicht gecommuniceerd moet worden naar de klant, bedraagt voor de neutrale portefeuille 0,71% bij een eenmalige inleg van € 10.000 dit jaar. ■

DE PENSIOENSECTOR GEEFT DE RICHTING AAN GOEDKOOP, DUURZAAM EN EEN HOOG RENDEMENT

INSTITUTIONEEL

De pensioensector gaat de komende jaren volledig op de schop en zal veel diverser en concurrerender worden. Voor assetmanagers is deze sector van levensbelang. Vier trends waar fondshuizen op gespist moeten zijn.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Investment consultants, vermogensbeheerders en fiduciair managers cirkelen allemaal rond de geldpotten van de Nederlandse pensioensector. Met circa €1300 mrd onder beheer zijn die fondsen immers een factor van betekenis voor fondshuizen. Trends in de pensioensector dreunen door bij assetmanagers en hebben daarom ook gevolgen voor andere beleggers.

Een van die trends is de consolidatie onder pensioenfondsen die onverminderd doordendert. Een tweede is de roep om lagere kosten die blijft klinken. Een derde trend is de jacht op rendement en een vierde is de eis dat beleggingen aantoonbaar duurzaam zijn.

Consolidatie

Per jaar verdwijnen circa vijftig pensioenfondsen. Omdat deze trend al jaren gaande is, zijn de fondsen die het bijltje erbij neergooien steeds groter. Een paar jaar geleden ging het om fondsen met honderden mil-

joenen onder beheer. De afgelopen tijd wekt het geen verbazing meer als een fonds met een vermogen van meer dan een miljard fuseert of op een andere wijze wordt opgeheven. Voorbeelden zijn de ondernemingspensioenfondsen van Douwe Egberts (€1,8 mrd) en Holland Casino (€1,5 mrd) die beide onderdak vonden bij Algemeen Pensioenfonds (APF) Stap. Dit APF Stap is opgericht door Aegon en pensioenuitvoerder TKP. APF'en bestaan sinds een paar jaar. Zij kunnen de pensioenen uitvoeren van meerdere werkgevers en zijn een alternatief voor aansluiting bij een bestaand pensioenfonds of een verzekeraar.

Bedrijfstakpensioenfondsen Wonen

'HOGE KOSTEN VOOR BELEGGINGEN ZIJN MOEILIK UIT TE LEGGEN'

(€3,7 mrd) volgt een andere weg. Deelnemers van dit fonds gaan pensioenen opbouwen bij het bedrijfstakfonds voor de detailhandel. De opgebouwde pensioenen blijven in het gesloten fonds omdat overgang naar detailhandel een forse korting tot gevolg zou hebben. De bedoeling is wel dat het pensioenvermogen ooit verhuist naar pensioenfonds Detailhandel.

Assetmanagers zien het aantal pensioenklanten enerzijds slinken, maar anderzijds dat de overblijvers groter worden. 'De wensen van onze klanten zijn echt veranderd', zegt Jilbert Blom, hoofd institutionele klanten in de Benelux bij Invesco. 'Niet alleen zijn fondsen gemiddeld groter ook zijn de bestuurders professioneler geworden. Dat laatste is wellicht nog belangrijker dan de omvang van een fonds.'

Die kwaliteitsslag bij bestuurders is afgedwongen door De Nederlandsche Bank. De toezichthouder is de afgelopen jaren met de wet in de hand een stuk strenger geworden. De tijd dat een bestuurder zich kon verschuilen achter zijn adviseurs is voorgoed voorbij.

Beter ingevoerde klanten betekent kritischer klanten. 'Ze kijken verder dan het verslaan van de benchmark', zegt Blom. 'Ze letten op consistentie. Een ander aandachtspunt is hoe consequent een manager is. 'Voor een klant is het interessant hoe een beheerder zich heeft gehouden tijdens een crisis. Heeft hij zijn stijl aangepast of juist niet?' aldus Blom.

Het moet goedkoper

Als het over kosten gaat, liggen pensioenfondsen onder het vergrootglas van de toezichthouder en de media. Hoge kosten en prestatievergoedingen gecombineerd met de jarenlange bevrozing van de pensioenen zijn moeilijk uit te leggen. 'Fondsbestuurders willen nu eenmaal niet in een lijst staan met fondsen met de hoogste kosten', zegt Eric Veldpaus, directeur van Institutioneel Benchmarking Instituut (IBI).

Veel van die lijstjes deugen niet in de ogen van Veldpaus, omdat appels met peren worden vergeleken. Dat wil niet zeggen dat hij kosten onbeduidend vindt. 'Kosten zijn belangrijk, maar je moet wel een goede vergelijking maken waarbij rekening wordt gehouden met rendement, risico en beleggingsmix. Alternatieve beleggingen zijn duurder dan indexfondsen. Maar als die hogere kosten ruimschoots worden goedge maakt door het hogere rendement en een betere spreiding, dan is dat goed te verdedigen.' Om deze reden vergelijkt IBI de kosten die zijn gerelateerd aan de specifieke beleggingsmix van een pensioenfonds met een kosten-norm die past bij die mix.

Niet alle kosten zijn echter even transparant. Marlon Sahetapy, hoofd fiduciair management bij adviesbureau Aon Hewitt wijst in dit kader op een Brits onderzoek naar verborgen kosten bij fondshui-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

zen, met vernietigende conclusies. 'Er zijn talrijke vormen van kosten die de eindbelegger niet ziet, omdat ze niet of onvoldoende gerapporteerd hoeven te worden. Denk aan impliciete kosten zoals tax efficiency, marktimpact en andere transactiekosten, bijvoorbeeld door het gebruik van inhouse-platforms die inefficiënt voor de eindbelegger kunnen zijn. Dat soort kosten holt het rendement op de langere termijn uit.' Aon Hewitt heeft een team dat zich bezighoudt met het boven water krijgen van dit soort kosten. Het draait volgens Sahetapy echter niet alleen om het verlagen van de kosten. 'Het is natuurlijk ook zaak dat er alleen wordt betaald voor beheeractiviteiten die waarde toevoegen.'

Zoeken naar rendement

Pensioenfondsen onderscheiden zich van veel andere beleggers omdat hun verplichtingen in hoge mate

bepalend zijn voor hun beleggingsbeleid. Een family office kan gerust waardeverstijging op de langere termijn nastreven zonder zich al te druk te maken over een iets mindere periode zo nu en dan. Een pensioenfonds moet voldoende in kas hebben om de pensioenen de komende tientallen jaren te kunnen uitkeren. Een dipje kan leiden tot verlagingen van de pensioenen. Dat willen fondsbestuurders koste wat kost voorkomen.

Om de pensioenen te kunnen garanderen, zijn pensioenbeleggers gedwongen zeker de helft van hun vermogen in obligaties te steken. Die zullen de komende jaren weinig opleveren, is de verwachting. Vandaar dat fondsen hun kaarten zetten op de zogeheten 'returnportefeuille' die moet zorgen voor extra rendement zodat pensioenen kunnen meegroeiën met de inflatie. De returnportefeuille bestaat voor het grootste deel uit aandelen.

Omdat de verwachtingen voor aandelenrendementen de komende jaren matig zijn, willen fondsen meer beleggen in illiquide categorieën zoals private equity, infrastructuur en niet-genoteerde leningen. Illiquide beleggingen passen goed bij de verplichtingen van fondsen. Ze hoeven immers jaarlijks slechts een klein deel van hun vermogen uit te keren.

Duurzaam

Duurzaamheid staat bij pensioenfondsen de laatste jaren hoog op de agenda. 'Hierin loopt de pensioensector duidelijk voorop', zegt Blom. 'Pensioenbestuurders willen dat hun geld behalve financieel rendement oplevert, ook bijdraagt aan een leefbare wereld. De meeste tijd vergen discussies over hoe we de impactwens van de klant kunnen vertalen in een beleggingsstrategie.'

Veel pensioenfondsen omarmen de zeventien duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties. Deze doelen, die in 2030 verwezenlijkt moeten zijn, gaan over zaken als armoedebestrijding en klimaatverandering. Pensioenfondsen kiezen vaak doelen die passen bij de aard van het fonds. Zo zet zorgfonds PFZW onder meer in op de vergroting van de toegankelijkheid van de gezondheidszorg.

Een struikelblok is echter het vinden van betrouwbare manieren om impact te meten. Hoe meet je of een belegging in een waterzuiveringbedrijf daadwerkelijk leidt tot gezondheidswinst? Volgens Blom is er nog een lange weg te gaan. 'We krijgen veel nieuwe dataleveranciers langs. Die beweren dat ze data hebben die kunnen helpen bij het meten van impact. De meeste sturen we weg, omdat de data niet voldoen aan onze eisen. De meest ambitieuze gaan weer aan de slag en komen op een

dag terug met data die we kunnen gebruiken.'

Grotere fondsen en hun beleggingsorganisaties steken al jaren op grote schaal geld in alternatieve beleggingen, zoals private equity, infrastructuur en direct lending. Ze doen dat omdat dat soort illiquide beleggingen doorgaans meer oplevert dan conventionele beleggingen. Bovendien zijn met beleggingen in kleinere bedrijven en projecten eenvoudiger duurzaamheidsdoelen te bereiken. Het is makkelijker aan te tonen dat een belegging in een zonnepark bijdraagt aan de energietransitie dan het bezit van aandelen in een beursgenoteerd energieconcern dat zowel olie uit de grond haalt als zonneparken exploiteert.

'Maar de voorkeur voor illiquide beleggingen kan wringen met de wens de kosten te beheersen', zegt Sahetapy. Illiquide beleggingen zijn complexer om te beheren en de specialisten die dat goed kunnen, zijn vaak schaars en kosten dus meer.

Maximumtarief

Sommige fondsen hanteren een maximumtarief, weet Blom van Invesco. 'Als een manager als beste uit de bus komt, maar een beloning vraagt die hoger is dan dat maximum dan ketst de deal af. Zo'n fonds kiest dan vanwege de kosten voor een minder goede belegger.' Maar meestal betalen fondsen het volle

pond. Blom: 'Bij schaarse vaardigheden bepalen de fondshuizen de prijs. Er zijn voldoende eindbeleggers die voor die prijs willen instappen.'

Kleinere fondsen branden hun vingers liever niet aan complexe illiquide beleggingen. Als ze toch willen meeliften met deze trend, kunnen ze onder meer uitwijken naar de investment consultants van de grote adviesorganisaties zoals Aon Hewitt, Willis Towers Watson en Mercer. Die selecteren de beste alternatieve beleggers en maken fund-of-funds.

'Wij beheren wereldwijd \$227 mrd voor onze klanten', zegt Tony Tiller, hoofd institutionele beleggingsoplossingen bij Mercer Investments. 'Dat geeft ons inkoopkracht die leidt tot lagere fees voor onze klanten.' Het gaat daarbij niet alleen om pensioenfondsen. 'Ook family offices, staatsfondsen en verzekeraars tonen steeds meer belangstelling. Die zijn eveneens op zoek naar een hoger rendement en krijgen steeds meer oog voor duurzaamheid.'

Voor fondshuizen is dit een kans, stelt Sahetapy. 'Als ze producten kunnen leveren die duurzaamheid combineren met een hoger rendement, kunnen ze hogere fees vragen.' Niet alleen de hogere marges maken het aantrekkelijk serieus werk te maken van dit soort producten. Ze kunnen ook helpen het verloren vertrouwen in de financiële sector terug te winnen. Sahetapy: 'Als pensioenfondsen en vermogensbeheerders bijvoorbeeld worden gezien als financiers van de energietransitie leidt dat tot herstel van vertrouwen.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Dit is het eerste deel van een serie artikelen over de gevolgen van de hervorming van de pensioensector voor de markt.

HET METEN VAN DE IMPACT BLIJFT EEN LASTIG PROBLEEM

SECTOR EXPERIMENTEERT VOLOP MET BLOCKCHAIN

KENNIS DELEN EN SAMENWERKEN ESSENTIEEL VOOR SUCCES

INNOVATIE

Het gebruik van blockchain — de technologie achter de bitcoin — maakt processen efficiënter en transparanter. De mogelijkheden voor toepassing in de financiële sector zijn legio, maar staan veelal nog in de kinderschoenen.

TEKST HEIN PRAATS

De implicaties van blockchaintoepassingen zijn diepgaand in de financiële sector, waar vertrouwen altijd gebaseerd is geweest op juridische contracten. Met blockchain wordt vertrouwen tussen belanghebbende partijen juist gecreëerd doordat ze in elkaars database kunnen kijken.

Blockchain werkt volgens een gedeeld gedigitaliseerd grootboek, waar transacties tussen betrokken partijen rechtstreeks geschieden, zonder tussenkomst van intermediairs. Nadat consensus over de data is bereikt wordt de transactie een vaststaand feit. Gegevens worden vervolgens ter beveiliging cryptografisch versleuteld en opgeslagen in een gedecentraliseerde databank.

Iedere gebruiker heeft identieke informatie waardoor ontvangen bedragen bijvoorbeeld niet gereconcilieerd hoeven te worden met openstaande posten. Dat verhoogt de efficiëntie. De koper kan bovendien

in de digitale databank zien dat de verkoper zijn product daadwerkelijk in eigendom heeft, zodat er na de transactie geen twijfel ontstaat over de overdracht.

Blockchain is op een breed front inzetbaar in de financiële sector. In de pensioensector kan blockchain de administratie flexibiliseren en op maat gemaakte pensioenoplossingen beter faciliteren. In de grondstoffenmarkt kan blockchain helpen om de juiste oorsprong te traceren, waardoor de handel in bloeddiamanten, witwaspraktijken en terrorismefinanciering wordt tegengegaan. In de bankwereld hebben in het zogenoemde R3-consortium meer dan 70 van 's werelds grootbanken de krachten gebundeld

'ER ZIJN MEERDERE SYSTEMEN, DIE NIET GOED AANSLUITEN'

om een decentraal opgeslagen en gedistribueerd grootboek, speciaal voor banken, te creëren.

Marc Younes van BNP Paribas Securities Services bouwt al vier jaar aan nieuwe businessmodellen in zijn Innovation & Digital Lab in Parijs. Daar onderzocht hij hoe het interne betalingssysteem met inzet van blockchain beter kan worden beheerd. 'Bij internationale overboekingen moeten wij vertrouwen op ons netwerk van buitenlandse correspondentbanken. Een op blockchaintechnologie gestoeld systeem verkort de procestijd van een paar dagen naar minder dan een uur.'

Younes heeft binnen BNP Securities Services al meer blockchaininitiatieven gelanceerd, waaronder het efficiënter maken van de fondsendistributie en het gestroomlijnder distribueren van corporate actions en corresponderende informatie voor klanten wereldwijd. Hij heeft veel geleerd van de testfases in verschillende gebieden, maar constateert dat blockchaintechnologie in de financiële sector toch nog in de kinderschoenen staat. De belangrijkste beperkingen zijn vooral gerelateerd

aan de technologie zelf, aldus Younes. Er zijn meerdere protocollen en netwerken, zowel publiek als privaat, die niet goed genoeg op elkaar aansluiten.

Hoofd innovatie ING Wholesale Banking, Ivar Wiersma, beaamt de mogelijkheden en uitdagingen van blockchain. 'Blockchain leent zich bij uitstek voor handelsfinanciering, waar processen erg papiergedreven zijn met veel betrokken partijen; kopers en verkopers, financiers, tussenhandelaren, vervoerders en controleurs, waar documenten steeds van hand tot hand gaan.'

ING heeft recent de eerste commodity-transactie via een blockchain voltooid, waarbij de voortgang van een lading sojabonen realtime kon worden gevolgd. De snelheid van documentenafhandeling werd vervijfvoudigd. Wiersma: 'We dupliceerden op de achtergrond nog wel alles op papieren basis, want in geval van een dispuut kun je niet naar de rechtbank stappen met een uitgeprint smart contract. Op juridisch gebied liggen dus nog veel uitdagingen.' Net als op het gebied van schaalbaarheid en privacy, vervolgt hij. 'Om nieuwe technologie zijn weg te laten vinden, moet er genoeg adoptie zijn om er als collectief baat bij te hebben. Als je de enige bent met een telefoon, kun je niemand bellen.'

Algoritme

Om voldoende transactiecapaciteit en snelheid te bewerkstelligen, maar ook de privacy te borgen, ontwikkelde ING een algoritme waarmee een hypotheekaanvrager kan bewijzen dat zijn salaris binnen een bepaald bereik ligt, zonder het exacte cijfer te onthullen, legt Wiersma uit. ING heeft het algoritme toegankelijk gemaakt voor externe partijen. 'Zonder samenwerking en het delen van kennis is blockchain gedoemd te falen.'



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Custodian bank Northern Trust introduceerde begin vorig jaar blockchain in de private-equitymarkt. Volgens Justin Chapman, hoofd Innovatie bij Northern Trust, ontbreekt het niet-beursgenoteerde aandelen aan een transparante marktplaats en dus aan connectiviteit. 'Alle documentatie wordt door betrokken partijen, zoals juridisch adviseurs, fondsuitgevers en -beheerders handmatig doorgegeven. In zo'n omgeving wordt met blockchain de transparantie en efficiëntie enorm vergroot.'

Doordat activa realtime worden overgeboekt — in plaats van de gebruikelijke twee dagen settlement bij transacties — wordt tevens risico verkleind, vervolgt Chapman. 'De tijd waarin iets mis kan gaan of waarin prijzen kunnen fluctueren wordt sterk verminderd, waardoor blockchain-technologie voor risicoreductie zorgt.'

De grootste uitdaging ligt volgens hem in het ontbreken van contant geld in de blockchain. 'Op dit moment kunnen alleen gesecuritiseerde producten in de blockchain worden geplaatst. Cash is in zijn huidige

vorm afhankelijk van een extern overboekingsstelsel. Dat deel van een transactie moet daarom separaat in de blockchain gespiegeld worden; niet onveranderlijk en van minder vertrouwelijk niveau.'

Chapman constateert naar tevredenheid dat verschillende monetaire autoriteiten naar mogelijkheden zoeken om contant geld in een onveranderlijk, digitaal kasregister te plaatsen. 'Dat zou een grote stap vooruit zijn in de blockchainontwikkeling voor financiële markten.'

In die ontwikkeling zijn vele ogen gericht op een nieuw blockchainplatform voor orderverwerking van de Australische aandelenbeurs, dat in 2021 gepland staat om live te gaan. De geïnterviewden zijn het erover eens dat dit een grote testcase zal zijn, die tegelijkertijd aantoont dat grootschalige adoptie van een blockchaininfrastructuur in de financiële sector nog wel even op zich laat wachten. ■

HEIN PRAATS IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

VASTGOED IS KANSRIJK

'SECTOR IN TREK NU AANDELEN JUIST AAN DURE KANT ZIJN'

BELEGGEN IN WONINGBOUW

Vastgoed is vanwege de oplopende rente uit de gratie, maar de aantrekkende inflatie en de economische groei geeft juist een impuls aan de winstgroei.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Zodra de rente begint op te lopen, worden vastgoed-aandelen blind van de hand gedaan. Deze pavlovreactie zagen we recent ook weer. 'De koersdalingen zijn overtrokken', zegt Michael Gobitschek, portfoliomanager van het vastgoedfonds Skagen m². 'Als de rente stijgt door oplopende inflatie en een sterkere economie, dan is dit geen probleem voor de lange termijn. Dit is immers goed voor de gebruikersvraag en de geïndexeerde huuropbrengsten. Omdat de meeste vastgoedbedrijven zich langjarig hebben gefinancierd, leidt de rentestijging ook niet direct tot hogere financieringslasten.'

De correctie van de laatste tijd was technisch van aard en schept vooral kansen, meent Gobitschek. 'De sector is zeker niet duur. In Europa noteren veel vastgoedfondsen 10% tot wel 30% onder hun intrinsieke waarde, waar voor de kredietcrisis een stevige premie nog heel gebruikelijk was.' Gobitschek zoekt vooral naar groei en mijdt sterk met obligaties gecorrleerde bond-proxies. 'Door de stijgende rente eisen beleggers een hogere vergoeding op vastgoed en komen de prijzen onder druk. Bedrijven met een



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

sterke huur- en winstgroei kunnen dit mitigeren', zegt hij. Dit zijn niet alleen de pure ontwikkelaars, maar ook bedrijven die hun bestaande vastgoed uitbreiden of moderniseren.

Schietschijven

Gobitschek: 'Amerikaanse vastgoedfondsen zijn schietschijven, aangezien ze vanwege hun fiscale status 90% van de winst moeten uitkeren. Als ze willen investeren moeten ze geld ophalen bij beleggers of de bank. Deze aandelen leunen op hun hoge dividend. Maar als de Amerikaanse tienjaarsrente naar 3,5% klimt, dan verliest het dividendrendement van 4,5% snel zijn glans.' Vastgoedbedrijven die hun cashflow eigenhandig kunnen laten groeien, vindt hij bij-

voorbeeld onder de Duitse woningfondsen, zoals Deutsche Wohnen. 'Dit fonds is met name actief in Berlijn, waar de huur- en woningprijzen blijven stijgen door een structureel woningtekort. De woningen worden opgeknapt en daarna voor hogere prijzen verhuurd.'

Marius Bakker en Joost van Leenders, beleggingsstrategen bij Kempen, vinden vastgoed eveneens aantrekkelijk gewaardeerd. 'Aandelen zijn veelal duur in historisch opzicht terwijl vastgoed over het algemeen dicht bij fair value zit', zegt Bakker. Op de korte termijn is de oplopende rente negatief voor deze defensieve sector. Maar op de langere termijn is het een ander verhaal, geeft het duo aan, juist in periodes van oplopende inflatie stijgen de huuropbrengsten en winst bij vastgoedfondsen.

De rentestijging zet volgens hen de waarde van het vastgoed onder druk door hogere financieringskosten. 'Zolang de hogere rente voornamelijk het resultaat is van hogere inflatie komt het aan beide kanten van de vergelijking terug en is het positieve effect van inflatie op huuropbrengsten groter. Vastgoed is vooral gevoelig voor de reële rente, wanneer deze oploopt komen de fondsen onder druk.' ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'BELEGGEN DRAAIT VOORAL

DE PASSIE VOOR BELEGGEN

Wat maakt een professionele belegger tot de meest succesvolle van zijn vak? Fondsnieuws gaat op zoek naar hoogvliegers. Het openingswoord is aan Joop Witteveen, een van de 'grand old men' van het smallcapbeleggen.

Witteveen is sinds 2005 verantwoordelijk voor Kempen Oranje Participaties en het Kempen Orange Fund.

Met Kempen Orange Fund werd in 1990 gestart door Willem Burgers, maar het moment nadert dat Witteveen het fonds langer onder zijn hoede heeft dan de oprichter.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Ik heb een grote interesse in bedrijven', zegt Joop Witteveen. Dit is volgens hem de kern van zijn passie voor beleggen. 'Het gaat om de bedrijven. Beleggen is publiek geld investeren in bedrijven waarvan je het product en het management geschikt vindt om dat geld aan toe te vertrouwen. En daarbij kijk je niet zo zeer of ze alle cijfers goed optellen, zoals een accountant dat doet, maar de belegger kijkt vooruit: wat komt er nog? Je kijkt dan niet alleen naar een financiële cyclus, maar vooral naar een levenscyclus van producten of diensten. Besi bijvoorbeeld was nog lang niet winstgevend toen je al wel kon zien aankomen dat het, omdat het product goed was, een goede belegging zou worden. Nu zijn ze een belangrijke leverancier van Apple. Hoe meer je ervan weet, hoe boeiender het wordt. Waarin het ene bedrijf van het andere verschilt, dat is razend interessant. Het is ongelooflijk hoe groot die verschillen kunnen zijn.'

Waar is dat ontstaan?

'Vanaf mijn twaalfde jaar heb ik eigenlijk altijd al "alles" gevolgd, maar dat was nog vooral op hoofdlijnen, algemene economie en politiek. Mijn eerste baan was portfolio-manager bij een kleine verzekeraar waar ik eigenlijk met anderhalve dag in de week mijn werkzaamheden afkreeg. In die andere drieënhalve dag ben ik me gaan verdiepen in alle bedrijven die ik voorbij zag komen, puur zelfstudie. Later heb ik de VBA-opleiding gedaan, en van daaruit heb ik mijn visie op beleggen ontwikkeld.'

Hoe ziet die eruit?

'Het gaat om focus, het gaat om marktleaderschap. Ik ben bijzonder geboeid door voorbeelden van marktleaderschap en kijk dan onder meer naar hoeveel de marktleader verdient ten opzichte van de nummer twee en de rest van de markt. Een marktleader heeft ook de beste uitgangspositie om zijn plek te behouden, mits het management de veranderende markt goed blijft volgen. De bedrijven in onze portefeuilles hebben allemaal hun eigen sterke positie, ondanks het feit

dat het smallcaps zijn. En je hoeft trouwens ook geen wereldmarktleider te zijn, het kan ook 100% lokaal zijn.'

Om welke maatstaven gaat het dan?

'Dat kan brutowinstmarge zijn, ebitdamarge, nettowinst, ROIC (Return on Invested Capital, red.), alles. Soms verdient de nummer één 80%, terwijl de nummer twee een 'normale' marge maakt van tussen de 10 en 15%. Dat is toch boeiend? Bedrijven als Nestlé en Heineken of InBev kunnen dat. Of Apple tegenwoordig. Maar er zit in elke markt ergens een punt waar bijvoorbeeld consumentenprijzen niet meer acceptabel zijn, of waar het product van de concurrent in beeld komt.

Daar is ook de rol van het management cruciaal. Als je een fantastisch product hebt maar een waardeloos management, houdt een bedrijf het niet vol. Dan glijdt het van je weg. Andersom werkt ook niet. Daarover nadenken is bijzonder interessant, een inschatting proberen te maken of bedrijven een marktpositie volhouden.'

OM FOCUS'



JOOP WITTEVEEN FOTO: BINH TRAN

Hoe herken je die bedrijven?

'Je maakt eerst een beoordeling van de activiteiten. Hoe staan die ervoor over vijf of tien jaar? Hoe ontwikkelt die markt zich? Het mooiste voorbeeld in Nederland was De Telegraaf, daar zijn we gelukkig op tijd uitgestapt. Maar dat lukt niet altijd.'

Waar ging dat dan mis?

'Ik heb bijvoorbeeld veel te laat ingezien dat Samas het niet zou redden. Dat bedrijf is failliet gegaan omdat het vierdubbel cyclisch was: als het economisch slecht gaat, zijn nieuwe meubels het laatste dat je koopt. Maar daar kwam bij: door allerlei overnames was Samas bizar complex geworden, dat heb ik onderschat.

Niet alles was slecht, maar de ene entiteit heeft de andere meegesleept.

Ik heb veel te lang geloofd dat ze die financieringslasten wel zouden kunnen blijven betalen door die downturn heen. Ik heb daar wel geleerd dat je veel eerder moet ingrijpen als je het mis ziet gaan.

Bij Macintosh ben ik met de lessen van Samas in het achterhoofd veel eerder uitgestapt. Met een megaverlies, dat wel. Het hoort er trouwens wel bij, je moet een faillissement hebben meegemaakt.

Ook in onze huidige portefeuille, waar we nu natuurlijk volledig achterstaan, zal je zien dat je over vijf jaar tegen sommige bedrijven wellicht anders aankijkt. Het kan misgaan. Maar het heeft vaak te maken met die focus. Als dat goed zit, zie je dus vaak die hoge winstmarges en die hoge ROIC, jaar in, jaar uit.

U staat bijna even lang aan het roer bij Kempen Orange als oprichter Willem Burgers. Wie doet het beter?

'Ik zou zeggen: meten is weten. Willem heeft het altijd veel beter gedaan dan de benchmark, maar wij ook vanaf 2005. Wat ik zelf wel aardig vind, is dat Kempen Oranje Participaties het sinds de start daarvan dan weer beter heeft gedaan dan Kempen Orange. Het Orange Fund was natuurlijk Willems kindje, maar met ons huidige team van beleggers hebben wij nu zowel het Kempen Orange Fund als Kempen Oranje Participaties en daar ben ik ongelofelijk trots op.'

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

DE GROTE TREK NAAR REAL ASSETS IS BEGONNEN

ALTERNATIEVE BELEGGINGEN

In periodes dat inflatie als een duveltje uit een doosje springt, weten beleggingen in vastgoed, infrastructuur of grond vaak te excelleren. Maar dat is niet de belangrijkste reden waarom de asset class aan populariteit wint.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Hoewel een vastomlijnde definitie ontbreekt worden vastgoed, infrastructuur, grondstoffen, bossen en landbouwgrond in de regel gerekend tot de tastbare beleggingen – real assets geheten. In de portefeuilles van institutionele beleggers groeit het belang van de asset class. Sweco Capital Consultants verwacht dat de allocatie bij institutionele beleggers uitgebreid wordt naar 20%. Het beleggingsadviesbureau van ingenieursbureau Sweco (het voormalige Grontmij) helpt institutionele beleggers bij vastgoed- en infrastructuurbeleggingen.

Volgens het hoofd beleggingen Norbert Bol van Sweco Capital Consultants is de gemiddelde allocatie in de Nederlandse markt 10% voor vastgoed, en 5% voor infrastructuur. Het gat van 5% zal volgens hem vooral opgevuld worden met infrastructuurbeleggingen. De stabiele, inflatiebestendige inkomstenbron die concessies op tolwegen, telecommunicatie of het spoor opleveren, zijn een aantrekkelijk alternatief voor

laagrenderende obligaties. 'Een belegging in een overheidsconcessie die twintig tot dertig jaar het recht geeft iets te exploiteren, gekoppeld aan inflatie en soms ook aan economische prestaties, is aantrekkelijker dan een dertigjarige staatsobligatie met een lage rente', zegt Bol.

Bij de klanten – veelal staatsfondsen en andere institutionele partijen – van de Canadese real asset-manager Brookfield – \$ 240 mrd onder beheer – blijft de teller steken op een gemiddelde allocatie van 10%. Net als Bol vindt ceo Bruce Flatt eerder 20% gerechtvaardigd, zei hij afgelopen jaar in *The Business Times*. Flatt ziet voorlopig geen einde komen aan de lage rente, die de vraag zal stuwten naar andere beleggingen dan obligaties.

OOK DE LAGE CORRELATIE MET ANDERE BELEGGINGEN IS FIJN

Als de rente stijgt, kan het rendement een tik krijgen, met waardeverlies en exitrisico's tot gevolg, waarschuwt Bol. De waarderingen zijn in het afgelopen jaar flink opgelopen door de sterke vraag naar vastgoed en infrastructuurbeleggingen, een stijging van de rente kan dure real assets onaantrekkelijk maken.

Vraag naar huizen groeit

Brookfield verwacht echter dat ook bij een opkruipende rente het er op de lange termijn voor de beleggingscategorie goed blijft uitzien; de vraag naar huizen, infrastructuur en landbouwgrond blijft groeien door de toename van de wereldpopulatie. 'De huidige druk op de markt is veel groter dan het rente-effect, het gat tussen de yield van real assets en de rente is nog groot,' zegt Bol.

Real assets zijn niet alleen in trek vanwege de search for yield, maar ook vanwege de lage correlatie met traditionele beleggingen. 'Real assets, real diversification', schrijft Brookfield in een recente whitepaper. Niet alleen is de correlatie met aandelen en obligaties laag; ook zijn real assets onderling niet of nauwelijks gecorreleerd. De infla-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

tiebestendigheid is daarnaast groot, laat de inflatiebèta zien van de S&P Real Assets Index. Iedere procent stijging van de consumentenprijzen zet de index waarin grondstoffen, vastgoed- en infrastructuraandelen en inflatiegerelateerde obligaties zijn opgenomen, om in 4,46% extra rendement.

‘Doordat kasstromen en waarderingen gedeeltelijk aan inflatie zijn gekoppeld, hebben real assets geëxcelleerd in tijden dat de inflatie verraste en waarin aandelen en obligaties naar underperformance neigden’, aldus de Britse real assetbelegger Cohen & Steers (\$63 mrd onder beheer) in een recent onderzoek. Met name vastgoed bewijst zich in tijden van stijgende inflatie doordat huuropbrengsten goed in staat zijn om mee te bewegen. Tussen 1974 en 2011 boekten vastgoedfondsen in periodes van oplopende inflatie een gemiddeld rendement van 9,5% per jaar.

Misschien is daarom de underperformance van real assets in de periode 2010 tot 2016 niet verwonderlijk. Het waren jaren van bijna non-existente inflatie en dalende rentes. Volgens Cohen & Steers bedroeg het wereldwijde rendement

gemiddeld in die periode jaarlijks 1%, tegen 7,1% voor wereldaandelen. Tussen 1991 en 2010 genereerde de asset class jaarlijks 1% extra rendement (7,7%) ten opzichte van de MSCI World Index. In 2016 en 2017 hebben rendementen zich ten goede gekeerd, dankzij de extreem actieve markt voor infrastructuur- en vastgoeddeals.

Licht oplopende waarderingen

Hoewel de waarderingen licht verder oplopen, verwacht Cohen & Steers opnieuw een goed jaar voor real assets dankzij de aansterkende bedrijfcyclus, stijgende lonen (inflatie) en de politiek, die weer achter ondernemers staat. Sweco rekent op gemiddeld 9% rendement dit jaar. Vastgoedrendementen doen een stapje terug na een goed 2017, terwijl een gespreide infrastructuurportefeuille 10% rendement wacht. Vooral voor grootschalige infrastructuur met stabiele, langetermijnkasstromen, zoals gereguleerde nutsvoorzieningen, staan kopers in de rij. De beste kansen bieden transport, sociale infrastructuur en energie, zegt Bol. ‘Er is een enorme behoefte aan kapitaal voor de energietransitie.’

Over hoe te beleggen in real assets zijn de specialisten het opvallend eens: zo gespreid en breed mogelijk. Het dempt de risico’s van de individuele beleggingen, wat tot consistentere rendementen leidt. Het onderscheid tussen directe en indirecte real assets lijkt op het eerste gezicht groot, maar op de lange termijn ontlopen rendementen elkaar niet veel, volgens S&P Dow Jones Indices. Als gevolg van de frequentie waarmee beleggingen worden geprijsd is er alleen een groot verschil in liquiditeit en volatiliteit; beursgenoteerde real assets bewegen mee met het marktsentiment en gedragen zich daardoor meer als financiële assets. ‘Als de olieprijs onderuitgaat, daalt het vastgoed op de beurs in Oslo, ook al zijn de waarde van de gebouwen en de rendementen uit het huurcontract onveranderd.’

Voor langetermijnbeleggers met diepe zakken zoals pensioenfondsen en verzekeraars kan de illiquiditeitspremie van een belegging in fysieke real assets aantrekkelijk zijn. Kleinere beleggers zonder toegang tot de beste deals die dagelijks willen in- en uitstappen, kunnen zich volgens Bol beter beperken tot de beurs. ■

'IN DE BASIS WILLEN ALLE

ASSETMANAGEMENT

Fisher Investments is nu een aantal jaren actief in Nederland, vooral met verkopers. Bestaande klanten worden bediend vanuit Londen. Er wordt voor klanten een relatief groot deel van de portefeuille in aandelen belegd. Oprichter Ken Fisher: 'Mensen onderschatten hoeveel ze nodig hebben'.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Sinds 2014 is het Amerikaanse Fisher Investments actief in Nederland. Oprichter Ken Fisher is auteur van meerdere boeken over beleggen en schreef 30 jaar lang columns voor het Amerikaanse tijdschrift Forbes, over zijn beleggingsideeën, maar bijvoorbeeld ook over het langlevensrisico. Dit is onderdeel van de marketingstrategie van het bedrijf. In alle landen waar zijn bedrijf actief is, schrijft Fisher columns in een gezaghebbend magazine of dagblad. In de VS is dat inmiddels in USA Today, in het Verenigd Koninkrijk in de Financial Times, in Duitsland in Focus Money en in Nederland in De Telegraaf.

'Ik ben een schrijver', zegt Fisher in gesprek met Fondsnieuws in Amsterdam tijdens een van zijn tweemaandelijks bezoeken aan Europa. 'Ik zet mijn ideeën graag uiteen, in columns en in rapporten'. De vele advertenties van Fisher in dagbladen, maar ook op internet prijzen deze gratis rapporten aan met slogans als 'Uw pensioen zo opbouwen dat u straks zorgeloos kunt genieten.



KEN FISHER

MENSEN HETZELFDE'

Download "Een Pensioenplan in 15 minuten". Wie het rapport wil lezen, moet zijn contactgegevens achterlaten en aangeven of hij €350.000 of meer te beleggen heeft. Heeft hij dat, dan kan hij een telefoontje verwachten van een van Fishers verkopers, die zal proberen een afspraak te maken voor een persoonlijk gesprek. Tijdens dit gesprek wordt uiteraard ook op de columns gewezen van oprichter Ken: U kent Fisher Investments misschien niet, maar u kent De Telegraaf, neem ik aan? Onze oprichter is daar columnist. 'Of dit werkt?' vraagt Fisher. 'Jazeker!'

'Kijk, ik ben opgegroeid als jongste van drie broers', vertelt hij. 'Mijn oudere broers waren slimmer dan ik en konden alles altijd beter. Als ik ergens in wilde uitblinken, moest ik dus iets verzinnen wat zij niet deden.'

Hetzelfde gaat volgens hem op voor financiële dienstverlening. 'Deze sector is heel groot in de Verenigde Staten en kent een aantal heel grote spelers. Als ik daarmee wilde concurreren, moest ik het anders aanpakken dan zij deden.'

Niet eerlijk en duur

In de VS wordt heel veel met intermediairs gewerkt, vertelt Fisher. 'Veel van dat soort intermediairs zijn niet eerlijk, brengen te hoge kosten in rekening en zijn meer op zichzelf gericht dan op de klant. Toen wij onze business begonnen, besloten we onze beleggingsoplossingen dus direct aan eindklanten aan te bieden. We begonnen in 1979 alleen voor institutionele klanten. Het be-

dienen van vermogende particulieren kwam daar later bij. Dit gebeurde omdat wij merkten dat het werven van institutionele klanten een vrij langdurig proces is. We hadden het idee dat dit proces bij vermogende particulieren korter was en dus stuurden we als proef een brief aan 5000 artsen.'

De eerste regel van de brief was: Weet u zeker dat uw beleggingen wel geschikt voor u zijn? Fisher: 'De brief was zo'n succes dat we nog 5000 vermogende particulieren brieven stuurden. Vervolgens dachten we: laten we dit ook buiten Californië proberen – waar we toen alleen nog zaten. En we deden dit in Arizona, in Texas, in North Dakota enzovoort. Natuurlijk zijn er kleine regionale verschillen en lokale nuances, maar in de basis willen nagenoeg alle mensen in ontwikkelde landen hetzelfde, of dat nou in de VS, in Groot-Brittannië of in Nederland is.'

Wat zij willen is volgens Fisher dat als ze straks ouder zijn, ze genoeg geld hebben om van te leven en dat er genoeg geld is voor hun vrouw

'ALS IK MET HEN WILDE CONCUREREN, MOEST IK HET ANDERS DOEN'

en kinderen als zijzelf er op een goed moment onverhoopt niet meer zullen zijn.

'Om dit te testen besloten we onze beproefde Amerikaanse brieven naar een groep vermogende particulieren in het Verenigd Koninkrijk te sturen. We kregen onmiddellijk de Britse toezichthouder op ons dak, maar wisten het dispuut te sussen, door erop te wijzen dat we enkel marktonderzoek aan het doen waren. Toen we in 2000 daadwerkelijk in Europa startten, waren we in het bezit van een vergunning van de Britse toezichthouder. We lieten ons in eerste instantie overtuigen door onze lokale leiding daar, dat de Britse markt echt anders was dan de Amerikaanse en dat deze om een andere benadering van klanten vroeg. Pas toen we iemand aanstelden, die akkoord ging om het voortaan op onze eigen unieke Amerikaanse manier te gaan doen, begon ons beheerd vermogen te groeien.

De rest van Europa

In 2008 begonnen we ook in Duitsland, maar hadden toen uiteraard de markten niet mee. Voordat we in andere Europese landen startten wilden we goede resultaten kunnen laten zien. En dus duurde het tot 2013 voordat we van start gingen in Scandinavië en Nederland. Daarna volgden België, Italië, Oostenrijk, Zwitserland, Spanje en Frankrijk.

Fisher Investments Nederland is een handelsnaam van het Britse Fisher Investments Europe Limited, dat vanuit Londen opereert op een

Europees paspoort. Het bedrijf heeft in Nederland inmiddels €310 mln onder beheer, van 430 klanten. Dit is nog niet heel veel, beaamt Fisher, maar de ambitie is een even groot marktaandeel te behalen als in de VS.

Salesagenten

In Nederland heeft Fisher zes salesagenten en een landenmanager. Alleen de laatste, Victor Hoekstra die eerder bij Van Lanschot en Kempen werkte, is in dienst van Fisher. De anderen zijn zelfstandigen. Dit is volgens Fisher om ze ondanks alle arbeidsrechtelijke verschillen tussen de Europese landen op eenzelfde wijze te belonen. Ze beginnen met €100.000 per jaar en dat kan oneindig oplopen, afhankelijk van hoeveel klantvermogen ze binnenbrengen. Ze krijgen een deel van de zogenoemde 'initial fee' als commissie, zegt Fisher zonder dit nader te specificeren. Nieuwe klanten betalen een instapfee van 0,5% over hun vermogen tot €500.000. De fee daalt naarmate het vermogen groter is. In de praktijk kan de compensatie voor salesagenten oplopen tot zo'n €320.000 per jaar, zegt Fisher. 'Je ziet dat salesmensen in de eerste vijf jaar ieder jaar beter worden, daarna stabiliseert dit', zegt hij.

De verkoopmedewerkers richten zich alleen op het binnenhalen van klanten. Zij zijn strikt gescheiden van het client service-team. Dit team onderhoudt na de intake het verdere klantcontact, monitort of de doelen gehaald worden et cetera. Dit gebeurt vanuit Londen. 'Wat wij bieden is een wereldwijd gediversifieerde portfolio, goedkoper dan je die bij banken krijgt en daarbij bieden wij een betere service. Klanten kunnen met al hun vragen bellen naar een gratis telefoonnummer in Londen en dan krijgen ze iemand aan de lijn

FISHER INVESTMENTS

Fisher Investments werd opgericht in 1979 en kent verschillende businessunits

De Institutional Group
Heeft circa €33,3 mrd onder beheer.

De Private Client Group
Bestaat sinds 1995, bedient rijke particulieren in de VS en heeft circa €42,2 mrd onder beheer.

De International Group
Bestaat sinds 2000 en richt zich op vermogende particulieren in Canada en Europa. Heeft circa €4,9 mrd onder beheer.

De 401(k) Solutions Group
Bestaat sinds 2014. Richt zich op pensioenoplossingen in de VS. Heeft circa €251 mln onder beheer.

die hun eigen taal spreekt.'

Het daadwerkelijke portfoliomanagement gebeurt vanuit de Verenigde Staten. Maar in Europa zijn de assets van klanten om efficiencyredenen gepoold in Britse beleggingsfondsen, zogenoemde OEIC's.

Klanten betalen een servicefee aflopend van 1,5% voor vermogens tot €400.000 tot 1% (excl. btw) voor vermogens groter dan €1 mln. Daarnaast zijn er bewaar- en transactiekosten van 'minder dan 0,5%'. Binnen de fondsen wordt geen managementfee ingehouden.

Volgens Fisher denken klanten vaak te weten wat ze willen, maar onderschat de meerderheid als gevolg van het langlevensrisico wat ze werkelijk nodig hebben voor een onbezorgde oude dag. 'De meeste mensen van pakweg 55 jaar komen bij ons en denken dat ze het beste geen

risico meer kunnen nemen met hun beleggingen als ze de pensioenge-rechtigde leeftijd bereikt hebben. Ze vergeten dan echter dat er een kans is dat ze daarna nog 40 jaar zullen leven en hun echtgenote van 50 misschien nog wel 45 jaar.' Met zo'n lange beleggingshorizon is het volgens Fisher het beste volledig in aandelen te beleggen.

'Jij noemt dat heel offensief? Ik noem dit een goede balans tussen "opportunity cost risk" en kortetermijn-volatiliteitsrisico. Wie lang blijft zitten, heeft immers veel tijd om schokken op de korte termijn weer op te vangen.' Met opportunity cost risk bedoelt hij het risico van het mislopen van het rendement dat behaald had kunnen worden door middelen anders te alloceren.

Dit wil volgens Fisher niet zeggen dat risico's binnen portefeuilles van klanten niet actief worden afgebouwd. Indien de klantwens wijzigt of meer inkomen uit het vermogen nodig is, kan er meer in een obligatiefonds worden belegd.

Rendementen publiceert Fisher in principe niet, maar op voorwaarde dat deze niet gepubliceerd worden, geeft hij toch het rendement van de primaire aandelenstrategie over de afgelopen drie jaar. Het fonds deed het in twee van de drie jaar beter dan de MSCI World, maar bleef ook een jaar achter.

Mensen zouden volgens de op-richter echter niet voor Fisher moeten kiezen vanwege in het verleden behaalde rendementen. 'Het gaat om het behalen van langetermijndoelen en om die te halen, moet je in aandelen beleggen en blijven zitten, ook als er onderweg sprake is van wat turbulentie. Het is onze taak mensen daarvan te overtuigen.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ALS CONSUMENT BLIJ IS, IS AANDEELHOUDER DAT OOK SECTOR CONSUMENTENGOEDEREN HOUDT VOETEN DROOG

CONSUMER DISCRETIONARY

Geen sector vaart zo wel bij het goede humeur van de consument als consumer discretionary. Het is echt zo simpel, aldus sectorspecialisten.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Consumer discretionary is een vreselijk woord waarvoor al even vreselijke Nederlandse alternatieven bestaan: niet-cyclische consumentengoederen, luxegoederen, niet-essentiële of duurzame goederen. Vertaald naar de winkel-etage gaat het om een 'vergaarbak van artikelen die consumenten kunnen aanschaffen als zij geld overhebben', aldus Jack Neele, co-beheerder van het Robeco Global Consumer Trends fonds.

Fondsbeheerder Jeff Meys van het NN Prestige & Luxe, NN Luxury Consumer Goods en NN Consumer Goods-fonds spreekt over 'alle goederen die je ook morgen kunt kopen, in plaats van vandaag'. Van entertainment, kleding, media, luxeartikelen, reizen, huizen, hotelovernachtingen tot en met auto's.

Het Robeco Global Consumer Trends Equities-fonds zet in op drie structurele trends in de sector: digitale consumenten, luxegoederen in opkomende markten en sterke

merken. Groeiaandelen domineren de portefeuille, die volgens Citywire met een rendement van 25,1% (in euro) de best presterende is in de Nederlandse markt in het afgelopen jaar. Het fonds wordt op de voet gevolgd door het NN Prestige & Luxe-fonds (25%), dat zich richt op prestige- en luxe-artikelen. Ook het NN Luxury Consumer Goods-fonds en NN Consumer Goods-fonds rekent Citywire tot de tien beste sectorfondsen.

De prestaties van de sector consumer discretionary worden grotendeels gedreven door het humeur van de consument. Hoe lekkerder die in zijn vel zit hoe beter de verkopen zijn. Hoe lager de koopdrift hoe minder de prestaties. Het is echt zo

'EEN FERRARI IS UNIEK, EEN LERÉN HANDTAS MET LOGO NIET'

simpel, zegt Meys. 'Consumentenbestedingen drijven de sectorprestaties waarbij het onderscheid tussen wat consumenten willen en kunnen uitgeven belangrijk is. Voor zowel kunnen als willen zijn er geen negatieve signalen. De lonen stijgen, met de inflatie gebeurt niet veel en het consumentenvertrouwen is groot.'

Stijgende lonen en lage rente

Dankzij stijgende lonen en een lage rente (die goedkoop lenen mogelijk maakt) heeft de consument alle reden om opgetogen te zijn. Zelfs bij consumenten met veel spaargeld verbetert het sentiment door de opkruipende rente. In de Verenigde Staten, goed voor een weging van 62% in de MSCI World Consumer Discretionary Index, is het vertrouwen van consumenten op het een na hoogste niveau beland sinds november 2000, en ook de uitgaven zitten in de lift.

Volgens Meys zijn vooral welgestelde Amerikanen meer discretionaire goederen gaan kopen, terwijl de onderkant van de samenleving is achtergebleven. 'Als bij die groep de koopbereidheid toeneemt, kan de sector een impuls krijgen. Zij kopen

meer bij fysieke winkels, die overver-
tegenwoordigd zijn in de index.'

Uit onderzoek van Schroders blijkt dat Consumer Discretionary in de afgelopen twintig jaar een middelmatige renderende sector is geweest. Dankzij het zonnige humeur van de consument was in 2017 de sector mondiaal echter de op drie na best presterende. Dit jaar is de koppositie gepakt. Na de sterke koersdalingen in februari heeft de sector als een van de weinige de voeten droog gehouden, dankzij 8% rendement in dollars in de eerste maand van 2018.

Die prestatie kan niet geheel los worden gezien van het aandeel Amazon.com, dat voor 11% meeweegt in de MSCI World Consumer Discretionary-index. Het aandeel is in een jaar tijd met ruim 70% gestegen, en dit jaar al 28%, gemeten tot eind februari. Volgens Neele hebben echter ook andere segmenten dan e-commerce het afgelopen jaar goed gedaan, zoals luxeartikelen.

Of de vooruitzichten voor de vroegcyclische sector voor dit jaar ook zo zonnig zijn, waagt hij te betwijfelen. 'De sectorprestaties zijn het beste vlak na een recessie, zoals in 2009 en 2010. In de huidige late fase van de economische cyclus lopen koersen doorgaans niet meer zo sterk op.'

Sterk opgelopen koersen zijn de reden dat Geoff Stein, portfoliomanager van het Fidelity Stock Selector All Cap Fund, de sector inmiddels onderweegt. De kans op blootstelling aan dure aandelen is groot, schrijft hij in een blog in januari dit jaar. Er is massaal belegd in een handjevol snelgroeiende bedrijven, zoals Netflix, Amazon en Tesla.

Netflix en Amazon

Netflix en Amazon zijn ook belangrijke posities in de portfolio van het Global Consumer Trends Equities-fonds. Vorig jaar dreven luxegoederen, onlinewinkels, onlinevideo en reizen het rendement. In kleding en

detailhandel wordt minder belegd. Auto's worden gemeden, doordat trends als de elektrische en de zelfrijdende auto en het autodelen de ontwikkeling van de industrie lastig laten voorspellen. Aan de posities is dit jaar nog niet veel veranderd, zegt Neele. 'Wij focussen ons op langetermijntrends, en bewegen mee met veranderende consumentenvoorkeuren.'

Meys belegt niet in autofabrikanten, maar wel in toeleveranciers. Ook is hij overwogen in onlinetailers, huizenbouwers, media, hotels en restaurants en luxegoederen, terwijl klassieke retail onderwogen is. De luxe-industrie moet het sterk hebben van de Chinese consument, wiens voorkeur verschuift van merkartikelen naar beleving, als spa's, reizen en hotels. De luxegoederensector kan daardoor druk voelen, verwacht Meys. Echte luxe zoals Louis Vuitton blijft in trek, maar voor minder uitgesproken merken zoals Prada en Burberry die meeliften op de Chinese vraag naar blingbling pakt de verschuiving minder goed uit. 'Voor onze positionering houdt dat een keuze in voor luxe in het topsegment. Een Ferrari is uniek, in tegenstelling tot een leren handtas met logo.'

Niet alleen in China veranderen consumentenvoorkeuren. In ontwikkelde landen doen met name onlinewinkels het goed, terwijl veel traditionele winkelketens hun omzet zien teruglopen. De felle concurrentie en grote prijstransparantie op het internet zijn niet per se gunstig voor aandelenkoersen. Meys let daarom bij beursgenoteerde onlinewinkels behalve op waarderingen, balansen en momentum op de omloopsnelheid van voorraden en of de distributie op orde is. 'Een aantal retailers maakt online meer kosten voor dezelfde omzet als in fysieke winkels.'



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

THEMA: ZELFSTANDIGEN



GROEIEN DOE JE ZO

Servatus en Auréus staan te boek als snelle groeiers. Een kijkje in de keuken.

PAGINA 42-43



NIEMAND IMMUUN

Hoe houd je de reputatieschade ten tijde van crisis zo klein mogelijk?

PAGINA 45-46

EN VERDER

NEW KIDS

Deze tien partijen kwamen er nieuw bij.

PAGINA 50

EEN UITDAGEND PAD

Het vak van vermogensbeheerder wordt stevig op de proef gesteld.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Het beroep van zelfstandig vermogensbeheerder is een mooi, maar moeilijk vak. Bemiddelde particulieren zijn doorgaans hondstrouw aan hun bank en kunnen moeilijk worden losgeweekt, terwijl het beleggen steeds complexer wordt met lage rentes en hoge waarderingen. En last but not least wordt als gevolg van toeneemende wet- en regelgeving ook door de toezichthouders de lat alsmar hoger gelegd.

Het aantal zelfstandige vermogens-

beheerders groeit in Nederland dan ook nauwelijks. Enkele van de grote jongens zijn nu onderdeel van Nederlandse en buitenlandse banken geworden, andere hebben naar men zegt te hoge overnameprijzen in gedachten waardoor de door de toezichthouders gewenste consolidatie maar schoorvoetend plaatsvindt.

Gevolgen van Mifid II

Naar schatting zijn er grofweg 150 zelfstandigen actief in Nederland. Er is vooral aanwas van adviseurs en private bankers die bij de grootbanken met goudgerande regelingen vertrokken zijn en het uitdagende pad van het ondernemerschap zijn ingeslagen. Dat valt niet

altijd mee, want goed en solide beleggen of professioneel omgaan met je klanten is één ding, maar inspelen op de EU-richtlijn Mifid II of de Verordening over Persoonsgegevens die in mei van kracht wordt, is van een andere orde.

Het effect van Mifid II laat zich al zien. Het aantal vermogensbeheerders dat de adviesvergunning heeft ingeleverd loopt op, terwijl de voorkeur voor beheer groeit. Nu het provisieverbod een feit is, en men bovendien onder Mifid II openheid van zaken over de kosten moet geven, neemt het aantal zelfstandigen toe dat een actieve assetallocatie combineert met goedkope passieve producten – dit tot tevredenheid van de etf-aanbieders. ■

SNEL GROEIEN, HOE DOE JE DÁT?

SERVATUS EN AURÉUS GEVEN KIKJE IN DE KEUKEN

Focus op een specifieke doelgroep, hanteer een daarbij passend beleggingsbeleid en draag vervolgens uit wat je doet. Enkele tips van ervaringsdeskundigen voor vermogensbeheerders die snel willen groeien.

TEKST LENNEKE ARTS

Stilstand is achteruitgang. Een wijsheid die in menig managementboek, ondernemerscoachingsgesprek of stappenplan voorkomt. Ook de snelst groeiende vermogensbeheerders van Nederland zweren bij de blik op verder en groter. En dat lukt ze. Maar hoe dóén ze dat toch?

Peter van Galen van Servatus heeft nog eens in de boeken gekeken en weet het zeker: voor zijn kantoor is al een volgende Gazelle gereserveerd. Drie keer eerder kreeg het bedrijf de jaarlijkse prijs van Het Financieele Dagblad voor Nederlandse ondernemingen die drie jaar op rij minimaal 20% omzetgroei hebben behaald en het laatste jaar winstgevend hebben afgesloten.

Al even zelfverzekerd klinkt Stefan Roosendaal van Auréus Vermogen. Zijn kantoor wacht een vijfde bekroning voor diens snelle groei. Sterker nog, 2017 was het meest succesvolle jaar ooit wat betreft omzet

voor de Limburgse onderneming. En hoewel het voor beide ondernemers geen uitgangspunt is om te groeien, zijn ze wél van mening dat groei nodig is om rendabel te blijven in een sector die onderhevig is aan vele aanpassingen op last van veranderende wet- en regelgeving. Dat merkt ook Annegien Blokpoel, die met haar bedrijf PerspeXo ondernemers begeleidt in hun groeiproses. 'Vermogensbeheerders hebben steeds meer schaalgroote nodig om te kunnen voldoen aan hun verplichtingen.'

Servatus is een Brabants kantoor dat bestaat sinds 2010. In drie jaar tijd behaalde de vermogensbeheerder de eigen gestelde ambitie om te komen tot een vermogen onder beheer van €100 mln. 'We hadden niet als doel zo groot mogelijk te worden, maar wel de overtuiging dat die omvang nodig was om met onze dienstverlening te kunnen aansluiten op onze doelgroep van éénmiljoenplus', vertelt Van Galen.

Inmiddels heeft de speler €380 mln onder beheer en is de omzet gestaag meegegroeid. Een van

Servatus' groeigeheimen is dat de beheerder de regie voert over de gehele financiële huishouding van aangesloten families. Een andere is het toelatingsbeleid van het kantoor. 'In het begin was de verleiding groot om tóch klanten met een vermogen van een half miljoen toe te laten, maar dat hebben we weten te weerstaan. Meer dan 120 families services kunnen we niet met ons huidige team, terwijl de kosten voor een kleinere relatie even hoog zijn, maar de verdiensten lager.'

Heldere keuzes

Dat sluit aan op een overkoepelend snelgroeïngrediënt dat de ondernemer noemt: heldere keuzes maken en daarbij blijven. Dat heeft Servatus zowel gedaan als het gaat om het beleggingsbeleid — alleen indextrackers, geen vastgoed — als om de uitsluiting van advies. 'Onze adviesvergunning hebben we een paar jaar na de start ingeleverd na een interne discussie. Een grote prospect wilde kiezen voor advies, terwijl wij die dienst in de praktijk eigenlijk niet aanboden. Moesten



VIJF VAN DE ZES MANNEN VAN SERVATUS MET PETER VAN GALEN ALS TWEEDE VAN LINKS.

we het tóch doen, of laten gaan? We besloten het niet te doen en hebben direct de vergunning ingeleverd. Hoefden we die discussie ook niet meer te voeren. Beter dat wat je doet, goed doen, dan dingen erbij doen alleen maar omdat je er óók geld mee kunt verdienen. We bakken toch ook geen friet voor de studenten die hier massaal voorbijlopen omdat we op de onderwijsboulevard gevestigd zijn?’

Roosendaal, van Auréus Vermogen, voegt toe dat zodra je stagneert, je de blik naar buiten moet richten. In het geval van de Limburgse onderneming betekende dat na drie jaar van groei, uitbreiden in omgeving Nijmegen, Zuidoost-Brabant en België. Onlangs kwam daar een kantoor in Heerlen bij.

Auréus begon in 2010 enkel in Venlo, waar de start vliegend was dankzij de verhuizing van Van Lanschot in die periode. ‘Veel klanten hadden geen trek in Den Bosch. Daarvan konden wij profiteren.’

Inmiddels heeft Auréus een belegd vermogen van richting de €300 mln, en een klantenbestand dat er-

gens tussen de 300 en 400 ligt. Het team van het kantoor bestaat uit drie partners, drie ondersteuners en zes verbonden agenten. Een structuur waar het kantoor bewust voor heeft gekozen, om door te kunnen groeien zonder nieuwe beleidsbepalers te hoeven toevoegen.

Blokpoel, van PerspeXo, klinkt instemmend bij het horen van de groei-ingrediënten van de twee vermogensbeheerders. Vooral de focus op een specifieke doelgroep vindt ze belangrijk, met een daarbij passend beleggingsbeleid. De vervolgstap is er eentje die veel vermogensbeheerders volgens haar echter vergeten: het uitdragen daarvan.

DE JUISTE NIEUWE COLLEGA IS NIET ZOMAAR GEVONDEN

‘De financiële sector vindt het moeilijk zijn vak zo uit te leggen dat mensen het begrijpen zonder valse verwachtingen te krijgen. En bescheidenheid en voorzichtigheid spelen ook een rol. Ik zou zeggen, volg eens een salestraining. Als je moet wachten op klanten, ga je waarschijnlijk niet hard groeien.’ Volgens Blokpoel mogen vermogensbeheerders ook best wat proactiever zijn. ‘Als je in de krant leest dat iemand zijn bedrijf verkoopt en dus flink gaat cashen, bel hem dan eens op. Mogelijk kun je hem helpen bij het beleggen van dat vrijgekomen vermogen.’

Toekomst

Roosendaal en Van Galen zijn tevreden met waar ze staan. Roosendaal denkt dat Auréus door kan groeien, al is het op een gegeven moment ook wel mooi geweest. ‘Wij streven niet naar een organisatie met vijftig man, dan ben ik meer een personeelsmanager dan een uitvoerder van mijn vak. Bovendien ambiëren we geen vermogen onder beheer van een miljard. Dan ga je misschien aan het klantbelang tornen.’

Van Galen voorziet na jaren van groei, wél stagnatie wanneer hij er niet in slaagt geschikte uitbreiding te vinden. Zijn kantoor zit aan de top van zijn huidige kunnen, met 120 klanten verdeeld over zes beheerders. Hij wil blijven openstaan voor nieuwe klanten, maar een nieuwe collega is niet zomaar gevonden. ‘We zijn nu met vier partners, met ieder zo’n €100 mln aan assets onder beheer. Een vijfde partner krijgt niet zo makkelijk die hoeveelheid opgebouwd, waarmee gelijkwaardig partnerschap lastig wordt.’ ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

LANGER EN GEZONDER LEVEN ALS BELEGGINGSTHEMA



SHUTTERSTOCK

De trends die ervoor zorgen dat we steeds ouder worden en langer gezond blijven, kunnen ook de beleggingsportefeuille in **topconditie** houden.

Een baby die vandaag geboren wordt, heeft een levensverwachting van bijna 72 jaar. Dat is de helft meer van de 48 jaar uit 1950. In Nederland is de huidige levensverwachting zelfs 81,5 jaar. Sommige wetenschappers voorspellen al dat meer dan de helft van de meisjes die nu geboren worden in Noordwest-Europa, uiteindelijk ouder worden dan honderd jaar.

Er zijn verschillende redenen waarom we steeds ouder kunnen worden. Bijna overal ter wereld neemt de kwaliteit van de gezondheidszorg toe. Dankzij de ontwikkeling van nieuwe medicijnen kunnen we allerlei ziektes genezen die enkele decennia geleden dodelijk waren. Ook op het vlak van medische apparatuur en hulpmiddelen worden er belangrijke doorbraken gemaakt. Een andere oorzaak van de toe-

nemende levensverwachting is dat we ons steeds beter bewust zijn van de invloed die allerlei zaken op onze gezondheid kunnen hebben. In het verleden is er in dit opzicht veel aandacht geweest voor de negatieve gevolgen van roken. Tegenwoordig wordt er steeds meer bekend over de impact die voeding kan hebben op onze gezondheid. Met name in de ontwikkelde wereld leggen consumenten meer de nadruk op gezonde voeding, door bijvoorbeeld te kiezen voor biologische ingrediënten en via het vermijden van kunstmatige toevoegingen.

Duurzaamheid speelt hierbij een belangrijkere rol. Mensen en bedrijven hebben steeds meer aandacht voor de vraag of de maaltijd van vandaag niet de bron vormt voor voedselschaarste of toekomstige milieuproblemen. De ontwikkelingen die

schuilgaan achter de groeiende levensverwachting zetten allerlei veranderingen in gang. Juist in gebieden waar de verandering het snelst gaat, liggen gebruikelijk goede kansen voor bedrijven om de omzet snel te laten groeien.

LANGER EN GEZONDER LEVEN

De themastrategieën van Pictet Asset Management zetten u op weg. De thematische beleggingsteams van Pictet Asset Management zijn gespecialiseerd in de identificatie van de sterkste bedrijven, die een belangrijke rol spelen bij het verbeteren van onze gezondheid en het verder opstuwen van de levensverwachting.

Het thema **Biotech** richt zich op bedrijven die op basis van de snelgroeiende kennis van ons DNA een nieuwe generatie medicijnen ontwikkelen tegen allerlei ziektes. Biotechbedrijven werken hard aan middelen die in de toekomst ervoor zorgen dat kanker een chronische aandoening wordt in plaats van een dodelijke ziekte, of die mogelijk de ziekte van Alzheimer of Parkinson

voorkomen of genezen.

Binnen het thema **Nutrition** staat de vraag centraal hoe we een wereldbevolking gaan voeden die groeit van 7,5 miljard mensen nu naar bijna 10 miljard in 2050, terwijl klimaatverandering een toenemende bedreiging vormt voor de landbouwproductie. Er wordt belegd binnen de hele voedselketen: van gewaszaadje tot diepvriesmaaltijden in de supermarkten.

Milieubescherming is het belangrijkste thema van onze strategie **Global Environmental Opportunities**. Ongezonde leefmilieus veroorzaken wereldwijd bijna een kwart van alle sterfgevallen, waarbij vooral ziekten die verband houden met luchtvervuiling een bijzonder zware tol eisen, stelt de Wereldgezondheidsorganisatie. Bedrijven met oplossingen om natuurlijke hulpbronnen te beschermen en vervuiling te verminderen hebben mooie groeivoorzichten. 

Meer informatie over themabeleggen bij Pictet Asset Management vindt u op assetmanagement.pictet

NIEMAND IS IMMUN VOOR EEN CRISIS

'STEEK HAND IN EIGEN BOEZEM EN HOUD ZELF DE REGIE'

Het mag gerust de nachtmerrie van elke ondernemer heten: een inval door de Fiod wegens een verdenking van fraude. Hoe houd je de reputatieschade in dat geval zo klein mogelijk?

TEKST LENNEKE ARTS

Finles was bijzonder verrast over de doorzoeking van de Fiod', klonk het begin januari in een persbericht. De van fraude met dividendbelasting verdachte beleggingsinstelling schreef dat men de uitslag van het OM-onderzoek met vertrouwen tegemoetzag, maar vroeg nog geen maand later surseance van betaling aan.

Box Consultants werd op zijn beurt in 2015 geconfronteerd met een strafrechtelijk onderzoek. Lange tijd bleef het onder de pet, tot Het Financieele Dagblad in januari publiceerde over de inval.

Kunnen vermogensbeheerders een crisis als deze te boven komen? En maakt de manier van aanpak daarbij een verschil? Charles Huijskens meent van wel. Met zijn bedrijf Huijskens-Bickerton staat hij bedrijven bij als het gaat om reputatiemanagement.

Een situatie zoals bij Finles of Box Consultants heeft hij van dichtbij meegemaakt, al wil hij niet zeggen om welk bedrijf dit ging. Wel dat die ervaring

hem heeft geleerd dat het beter is zelf de regie te houden.

En dat is precies waar volgens hem de schoen wringt bij Box Consultants. De keuze om in de periode tussen de inval en de FD-publicatie te zwijgen, past bij een defensieve strategie. Huijskens: 'Dan ga je per definitie niet winnen.'

Natuurlijk had alles over kunnen waaien, beaamt de adviseur. Maar juist het door Box gestuurde persbericht sterkt hem in de overtuiging dat dat haast onmogelijk was. 'Tussen de regels door lees je dat een haatdragende ex-werknemer uit de school is geklapt. Zolang die los rondloopt, weet je: dit wordt lastig.'

'PRAAT JE KLANTEN DIRECT BIJ ALS ER IETS NIET IN DE HAAK IS'

Beter kun je in actie komen en transparant zijn, meent Huijskens. 'Ook als er géén ontevreden collega rondloopt, trouwens. Deze sector draait om vertrouwen. Is er iets niet in de haak, praat je klanten dan direct bij over de gevolgen en geef ook naar buiten toe openheid van zaken.'

Finles heeft het volgens de adviseur beter aangepakt. Hier ging het persbericht al een dag na de inval de deur uit. De uitleg van de beleggingsinstelling is bovendien uitgebreider. Wel merkt Huijskens op dat wederom de schuld wordt gelegd bij een externe partij, met de opmerking dat 'Finles zelf geen expert in (internationaal) belastingrecht' is. 'Daar schrik ik een beetje van. Van een bedrijf dat de vermogens van tientallen klanten beheert, verwacht je kennis van zaken.'

Jos Leeser van beoordelingsorganisatie Vermogensbeheer.nl heeft in zijn rol als klachtenafhandelaar geen klachten over Finles of Box Consultants gehad. 'Omdat het in het eerste geval om een beleggingsinstelling – een fondshuis en niet om een vermogensbeheerder – gaat en in het tweede geval om een beheerder voor de happy few. Wel



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

durft hij de vergelijking aan met andere gevallen in de beleggingsindustrie waar een grote crisis speelt of heeft gespeeld.

Bij De Veste, dat weliswaar geen vermogensbeheerder maar een fondsbeheerder is, zijn volgens Leeser bijvoorbeeld klanten vertrokken nadat een groepje particuliere beleggers een claim had neergelegd bij het kantoor wegens een halvering van hun inleg in twee jaar tijd. De gebeurtenis heeft verdere groei van de speler beperkt, vermoedt Leeser.

Ceo Jack van Oosterbosch stelt in een reactie echter dat de media-aandacht rond de claim De Veste nauwelijks heeft geraakt, al vindt hij het wel 'vervelend dat het steeds weer opgerakeld wordt'. Ook omdat volgens hem de situatie complexer is dan deze in de media is geschetst.

Uiteindelijk zijn volgens Van Oosterbosch drie tot vier klanten uit het fonds gestapt vanwege de negatieve media-aandacht. Moeilijker is het om aan te geven hoeveel potentiële investeerders het heeft weggehouden. 'Je weet niet hoeveel er op het punt stonden om deel te nemen, maar de groei-curve van het klantenbestand is niet omgebogen.'

Een ander voorbeeld is Today's Tomorrow, dat eind 2016 op last van de

AFM zijn GFH-paraplufonds moest sluiten. Leeser voorspelt moeilijke tijden voor het fondshuis, en ook voor de vermogensbeheertak Today's Vermogensbeheer. 'Een misstand waarbij een toezichthouder optreedt is vrij ernstig. Dat leidt tot beweging: klanten zijn snel op de hoogte dat er iets speelt rondom hun beheerder.'

Cees Smit van Today's Tomorrow beaamt dat enkele klanten uit het fonds zijn gestapt toen het eind 2017 weer gedeeltelijk openging, maar zegt dat de €3 mln aan uitstroom is goedge maakt door ongeveer eenzelfde bedrag aan instroom. Wel zijn enkele servicedesk-medewerkers in de tussentijd vertrokken omdat ze de dagelijkse confrontatie met negatieve uitingen van klanten niet volhielden.

Hoewel de gebeurtenis enkel de fondsenkant betrof, heeft de – geheel losstaande – vermogensbeheertak van Today's het meest geleden onder de gebeurtenis. Volgens Smit doordat het communicatiebeleid gericht was op de fondsklanten, omdat de vermogensbeheerder er niks mee te maken had. Toch gingen juist die klanten ineens twijfelen of hun geld nog wel veilig was. 'De AFM had een stille curator bij het fondshuis Today's Tomorrow aange-

steld. Hoewel een stille curator iets anders is dan een echte curator, wordt dat toch geassocieerd met faillissement.' Uiteindelijk zijn enkele klanten vertrokken bij Today's Vermogensbeheer, goed voor een vermogen van vijf ton.

In de luwte blijven

In sommige gevallen kan tijd de wonden helen, meent Leeser, wijzend op Wijs en van Oostveen die pijn hebben gehad na het aanbieden van gestructureerde producten van Lehman. 'Zij zijn er doorheen gekomen, al hebben ze zich daarna minder geprofileerd.'

Huijskens kan zich wel vinden in een periode in de luwte. Intussen moet een kantoor alle zeilen bijzetten om de klant bij te praten. 'Ik mag toch hopen dat de kantoren uit deze casus zich nu elke dag volledig richten op hun klanten. Nu komt het erop aan: is de band sterk genoeg?'

Wat rest is de werkelijke intentie van het kantoor. Handelt het wel echt in het belang van de klant? Volgens Leeser zijn er nog altijd spelers die het vertrouwen in het systeem ondermijnen, zonder dat dat aan het licht komt. Als voorbeeld noemt hij de klacht van een klant die in de kredietcrisis zijn portefeuille zag halveren, mogelijk door te weinig spreiding van de beleggingen van zijn vermogensbeheerder. 'Juridisch had een klant eerder moeten klagen, dus de kans is groot dat dit niet tot een zaak komt.' Publicitaire aandacht ligt daarmee niet voor de hand. Leeser: 'Zeker als zo'n speler te pas en te onpas roept op beperking van verliezen, vind ik dat wij eigenlijk met een tegengeluid moeten komen. Hoe, dat weet ik nog niet.'

Box Consultants en Finles is de mogelijkheid gegeven te reageren. Beide gingen daar niet op in. ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

VLUCHTEN KAN NIET MEER

PRIVACYVERORDENING: THE DEVIL IS IN THE DETAILS

De EU wil haar burgers beschermen tegen datamisbruik. Accent van de verordening ligt op de uitersten, wat uitvoering bijna onmogelijk maakt.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

De Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG) is de spreekwoordelijke 'Pain in the ...' van het Europese bedrijfsleven die 25 mei van kracht wordt. 'Je mag geen persoonsgegevens verwerken, tenzij', zo luidt de grondslag van de verordening. Het is een poging van Brussel om ervoor te zorgen dat burgers, in hun hoedanigheid van consument, enige controle houden over hun persoonsgegevens. 'Het idee is goed, maar de praktijk is dat de AVG ook is gemaakt voor uiterste gevallen. Dat betekent dat alles onder een heel strenge norm valt, waardoor de wet in de praktijk heel moeilijk uit te voeren is', zegt Elze 't Hart, privacyadvocaat van Van Benthem & Keulen.

In de financiële sector speelt de weerbarstige uitvoerbaarheid niet meer dan elders in het bedrijfsleven, maar de complexiteit van de werking van de AVG is wel extra groot. Denk aan de uitwisseling van persoonsgegevens tussen verzekeraars en hun intermediair. Haar (half)broer Frank 't Hart, gespecialiseerd in financieel recht, maakt aan de hand van een voorbeeld duidelijk waar rechtsge-

bieden tegen elkaar aan schuren. Hij noemt het voorbeeld van een beleggingsonderneming die onder EU-richtlijn Mifid II verantwoordelijk is een klantgesprek te tapen. Stel dat de beleggingsonderneming en de klant telefonisch met elkaar bespreken of in bepaalde risicovolle producten belegd zal worden. De beleggingsonderneming raadt de klant dat af gelet op zijn risicoprofiel. De klant wil toch in deze producten beleggen en geeft opdracht om – tegen het advies in – de effectenorders door te voeren. Ook vertelt de klant tijdens dat gesprek dat hij midden in een 'dure' echtscheiding zit.

Volgens privacyadvocaat Elze 't Hart dient vooraf een duidelijk doel te worden vastgesteld voor het opnemen van het gesprek: 'Als privé-informatie wordt opgenomen ter uitvoering van een wettelijke verplichting is dat toegestaan. Het privégedeelte van

het gesprek mag door de beleggingsonderneming niet zomaar voor een ander doeleinde worden gebruikt. Maar volgens Frank 't Hart kan daar mogelijk aanleiding voor zijn. 'De informatie die hij terloops krijgt, zou de beleggingsonderneming er juist toe verplichten om de klant te waarschuwen. Als deze informatie hiervoor niet gebruikt wordt, dan kan de beleggingsonderneming doelwit zijn van een civiele claim. Het feit dat sprake is van een echtscheiding met financiële consequenties, is relevant voor de dienstverlening (zorgplicht)'. Het is in de praktijk niet altijd duidelijk of privé-informatie relevant is of niet.

De werking van de AVG is nog erg onduidelijk, maar organisaties durven meestal niet te procederen tegen de Autoriteit Persoonsgegevens. Zij zijn als de dood dat je dan te boek komt te staan als een bedrijf dat zijn privacy niet op orde heeft. Dat is een slechte zaak, want hierdoor bepaalt uiteindelijk niet de rechter maar de Autoriteit de norm', zegt Elze 't Hart. In de praktijk beperkt de Autoriteit zich vaak tot een publicatie dat je je niet aan de AVG houdt. Tegen enkel die constatering kan je volgens haar geen bezwaar aantekenen. 'De AVG is heel streng en als iedereen zich er volledig aan zou houden, zou de samenleving niet meer kunnen functioneren', stelt Elze 't Hart. ■

**'ALS IEDEREEN
ZICH AAN DE
AVG HOUDT,
DAN LOOPT
ALLES VAST'**

VERKOPER WIL HOGERE PRIJS DAN KOPER BIEDT

EN AL STA JE SAMEN STERKER, ALLEEN IS OOK WEL FIJN

Er is best interesse van vermogensbeheerders voor het overnemen van branchegenoten, maar koper en verkoper hebben vaak een andere perceptie van de waarde van het over te nemen bedrijf, concludeert KPMG.

TEKST LENNEKE ARTS

De consolidatie in de vermogensbeheermarkt is een veelbesproken onderwerp in de sector. Eerst omdat velen voorspelden dat er een fusiegolf op gang zou komen. Later vanwege het uitblijven ervan. Directieleden Astrid Ton en Ronald van Barneveld van depotbank voor zelfstandige vermogensbeheerders InsingerGilissen Services denken dat de vertraging vooral is opgelopen doordat de markten het de afgelopen jaren zo goed hebben gedaan. Vermogensbeheerders voelden daardoor niet de druk om een fusie door te zetten.

Toch merken ze dat er links en rechts wat lijkt te veranderen. Er zijn méér gesprekken gaande en partijen die met elkaar spreken, blijven langer in gesprek. Tenminste, dat is wat Ton en Van Barneveld terughoren van vermogensbeheerders. En de noodzaak voelen ondernemers ook wel, denken ze. Omdat voldoen aan de nieuwe wet- en regelgeving tijdrovend is en kostbaar. Daar komt bij dat een aantal van de hui-

dige vermogensbeheerders tegen zijn pensioen aanloopt en iemand zoekt die de zaak kan overnemen.

Intussen zijn er ook partijen die denken dat de consolidatieslag er vooralsnog niet komt. KPMG verwacht dat er pas beweging komt als er iets gebeurt waardoor de fees plotseling omlaag gaan. Aan het woord zijn Marcel Groenendijk en Stefan Agterberg, die vanuit het adviesbureau transacties begeleiden bij fusies en overnames onder private banks en vermogensbeheerders.

Trek in groei

Hun conclusie volgt op onderzoek onder een twintigtal zelfstandige vermogensbeheerders, naar aanleiding van diverse door hen begeleide deals. Aan

de koperskant ontmoetten ze volop interesse. 'Als je weer zoiets hebt, weet je ons te vinden', klonk het keer op keer. De vermogensbeheerders hadden de afgelopen jaren veel geïnvesteerd in hun backoffice, personeelsbestand en software, en hadden wel trek in groei en extra assets, merkten de twee adviseurs.

Echter, aan de verkopende kant kwamen amper vermogensbeheerders bij de transactieafdeling van KPMG aan de deur. Groenendijk: 'Missen we een stukje van de markt, vroegen we ons af. Waarna de ronde langs vermogensbeheerders volgde om een antwoord te krijgen op die vraag.'

Er waren heus wel partijen die wilden verkopen, maar het daadwerkelijke probleem bleek een andere: een mismatch tussen koper en verkoper. Groenendijk legt uit dat de waarde van een bedrijf op verschillende manieren berekend kan worden. Door een percentage van het beheerde vermogen te nemen, vaak 1 tot 1,5%, óf door de winst met een factor te vermenigvuldigen. Twee verschillende formules, waarvan de uitkomst een andere is. Daartussen zitten namelijk nog fee-inkomsten over het beheerde vermogen, en kosten.

'VELEN WILLEN NIET TERUG NAAR ALLE LIJSTJES EN PROTOCOLLEN'

En precies daar wringt het. Volgens Groenendijk rekenen kopers in de vermogensbeheermarkt meestal met de eerste formule bij het vaststellen van de waarde van een bedrijf, terwijl verkopers juist wat terug willen zien voor de winst die ze de afgelopen tijd hebben behaald. Krijgen ze dat niet, dan gaan ze liever nog een paar jaar zelf door, zodat ze die winst kunnen opstrijken, weten de adviseurs uit de vorig jaar gevoerde gesprekken.

KPMG ziet de mismatch als een van de belangrijkste oorzaken voor het uitblijven van een consolidatieslag, naast wat het adviesbureau het 'niet-financiële argument' noemt: het feit dat veel vermogensbeheerders na hun carrière bij een grootbank nu genieten van de vrijheid die ze hebben als zelfstandige.

Agterberg: 'Ze willen niet terug naar – oneerbiedig gezegd – lijstjes en protocollen. An sich erkennen veel partijen wel de voordelen van een fusie, maar dan in de overnemende rol.'

Chiel Beaumont van vermogensbeheerder Beaumont Capital heeft een achtergrond in het bankwezen, net zoals zijn partner Wynand van der Zandt. Hij voelt zich als een vis in het water als ondernemer en peinst niet over een fusie. Sterker nog, hij heeft net de papieren rond voor een scheiding van zijn voormalig zakenpartner Dijkstra, met wie hij tot 1 februari ruim twaalf jaar Dijkstra Beaumont Wealth Management vormde. Dat betekent globaal een halvering van zijn klantenbestand, maar Beaumont vertrouwt erop dat dat weer aangroeit. Hij ziet de nieuwe re-

gelgeving bovendien niet als een probleem. 'We ervaren geen structureel hogere kosten en hebben de aanpassingslag niet als lastig ervaren.' Naar zijn weten heeft de hele industrie dat wel voor elkaar.

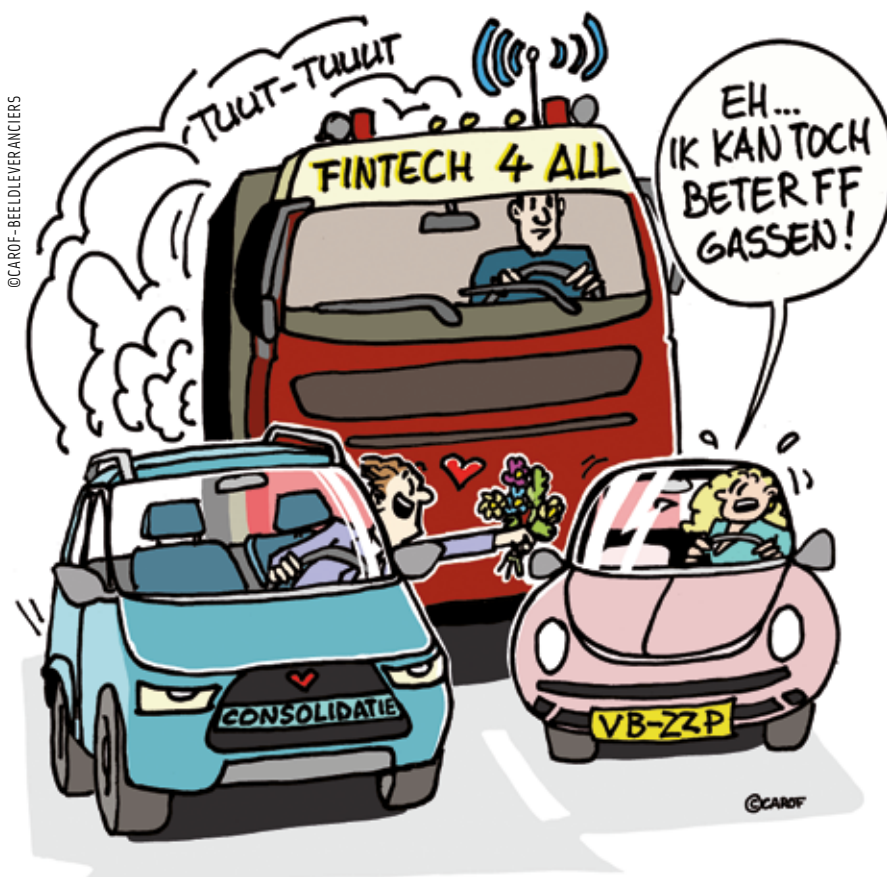
Fintechs

Kortom, Beaumont ziet de sector niet zomaar in een consolidatieslag belanden. Het uitblijven daarvan hoeft volgens KPMG helemaal geen problemen op te leveren. Groenendijk en Agterberg zien in toenemende mate het gebruik van fintechs. Zelfstandige vermogensbeheerders kunnen de software van dat soort partijen gebruiken voor hun middenbackoffice en op die manier samenwerken met anderen zonder dat ze hun eigen onafhankelijkheid verliezen.

Ton van InsingerGilissen Services ziet die ontwikkeling niet zomaar voor zich. 'Je moet schaalgroottes hebben wil je een fintech kunnen inzetten. Het is niet gratis. Daarbij: waarvoor zouden beheerders een fintech moeten inzetten? Ik kan het me voorstellen voor iets als record keeping, maar dat vormt maar een heel klein deel van de werkzaamheden van een vermogensbeheerder.'

Is het überhaupt gewenst, een consolidatie? Ton en collega Van Barneveld zeggen het jammer te vinden als veel kantoren met een eigen signatuur verloren gaan. De verscheidenheid aan nichepartijen wordt dan kleiner.

Een zegsman van AFM zegt dat het wat ver gaat te zeggen dat de toezichthouder fusies stimuleert. 'Maar wij zien wel dat verschillende ontwikkelingen maken dat kleinere vermogensbeheerders kwetsbaarder kunnen zijn dan een jaar of vijf geleden. Meer vermogen onder beheer kan een hoger inkomen betekenen en daarmee leiden tot een betere financiële positie van de onderneming.'



NEW KIDS ON THE BLOCK

BEAUMONT EN DIJKSTRA GINGEN ELK HUN EIGEN WEG

Tien partijen kregen vorig jaar nieuwe vermogensbeheer- of adviesvergunningen. Sommige zijn helemaal nieuw, andere oude bekenden

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Zeker tien spelers hebben in 2017 nieuwe vergunningen gekregen voor het runnen van een beleggingsonderneming. In vier gevallen gaat het om een kantoor enkel en alleen in beleggingsadvies, in zes gevallen om een onderneming in vermogensbeheer of een combinatie van advies en beheer.

Dat blijkt uit onderzoek van Fondsnieuws. Nieuwe vermogensbeheervergunningen waren er voor Beaumont Capital, Invest Vermogensregie en TradersOnly. BeSmart, Dijkstra & Partners en DVR Vermogensregisseurs kregen zowel een nieuwe vergunning voor beheer als voor advies, al laat Dijkstra weten de vergunning voor advies alweer te hebben ingeleverd, onder meer vanwege de aanvullende eisen uit Mifid II. Bovendien had het bedrijf toch niet veel adviesklanten.

Beaumont Capital en Dijkstra & Partners zijn voortgekomen uit een splitsing van Dijkstra Beaumont Wealth Management. Navraag leert dat er geen sprake is van een zakelijk conflict tussen Chiel Beaumont en Ad Dijkstra. De twee zijn om per-

NIEUWE VERGUNNINGEN IN 2017

	BEHEER	ADVIES
BEAUMONT CAPITAL	X	
BE SMART	X	X
DIJKSTRA & PARTNERS WEALTH MANAGEMENT	X	X
DVR VERMOGENSREGISSEURS	X	X
INVEST VERMOGENSREGIE	X	
TRADERS ONLY	X	
HIP CAPITAL		X
NVESTIBLE		X
BELEGGINGSADVIESCENTRUM		X
VOF FINDEX VERMOGENSADVIES		X

soonlijke redenen ieder hun eigen weg gegaan.

BeSmart, van huis uit een beleggingsadviesservice, heeft afgelopen jaar zijn nationaal regimevergunning ingeruild voor nieuwe vergunningen, waardoor nu ook vermogensbeheer mag worden aangeboden. 'Beheer geeft meer flexibiliteit', voert directeur Ralf op de Weegh aan als reden voor de wisseling.

DVR Vermogensregisseurs is inmiddels al bijna een jaar aan de slag. De speler uit Capelle aan den IJssel heeft in maart vorig jaar nieuwe vergunningen gekregen. Drie oud-bankiers van ING private banking stonden aan de wieg van de nieuwe onderneming, al is een van hen alweer gevlogen: Peter Leentvaar is momenteel docent binnen de makelaardij, blijktens zijn LinkedIn-profiel.

Zelfstandig verder

Dan zijn er nog Peter Roos, Gregor Pak en Tom Spaan. De mannen achter Vermogen in Balans, die eerder opereerden onder de vleugels van Meer Vermogen, zijn zelfstandig verder gegaan. Per eind 2017 hebben ze een eigen vergunning voor vermogensbeheer verkregen onder de naam Invest Vermogensregie.

Een andere nieuwe speler is een bekende naam in de industrie: TradersOnly. Directeur Roel Jansen liet eerder dit jaar weten 'nog geen concrete plannen' met de vergunning te hebben. Hij werkt gedurende 2018 aan de invulling ervan.

Aan de advieszijde zijn onder meer HIP Capital, nVestible, Beleggingsadviescentrum en VOF Findex Vermogensadvies van start gegaan in 2017. ■

Mifid II: Het wordt steeds gekker en ingewikkelder

WOUTER WEIJAND: VAN ZOVEEL EXTRA BUREAUCRATIE WORD JE HEUS GEEN BETERE BEHEERDER

COLUMN

Zoals vrijwel iedereen hebben ook wij ons manmoedig door Mifid II heengeslagen. Het is een rijstebrijberg aan documenten, procedures en voorschriften geworden. Maar goed, je doet wat van je verwacht wordt en je compliance officer helpt je over die finishstreep. Maar ben je nu, onder aan de streep, een betere vermogensbeheerder geworden? Of sterker nog, ben je onafhankelijker geworden? Op beide vragen luidt het antwoord: nee. We hadden al geen eigen fondsen, dus stonden nimmer in de verleiding om geld van cliënten 'geheel onafhankelijk' in die eigen fondsen te beleggen. En van zoveel extra bureaucratie word je heus geen betere vermogensbeheerder. De cliënt rekent je immers af op het behaalde resultaat en hoeveel risico je daarbij genomen hebt. Onze administratieve rompslomp interesseert hem of haar niet, en terecht. Met verregaande vragen over de herkomst van het vermogen, tot meerdere generaties terug, vallen we die cliënt immers al genoeg lastig.

Vooraf bezig met vastleggen

Ronduit indrukwekkend is het nieuwe transactieproces, waarbij digitale formulieren met 65 verplicht in te vullen velden over een transactie, binnen 24 uur bij de toezichthouder moeten worden ingeleverd. Deze last is vooral bij de banken terechtgekomen, want via hen lopen de transacties nog steeds. Al met al zijn alle betrokkenen meer bezig vast te leggen wat zij gaan doen en hebben gedaan, dan dat zij daadwerkelijk iets voor de cliënt doen. Feitelijk zet je eerst twee ferme administratieve stappen achteruit, voordat je je, met windkracht 5 oostenwind en een niet zo chill-factor -10, heel langzaam naar voren beweegt.



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Enkele andere voorbeelden:

- Een geschiktheidsverklaring bij elk advies: een forse klus, als je die aan alle eisen wilt laten voldoen.
- Een jaarlijkse geschiktheidsverklaring bij vermogensbeheer (waarvan je het nut mag betwijfelen).
- Extreem gedetailleerde kosten transparantie, zoals de berekening van impliciete transactiekosten, dit is hetgeen je als klant meer betaalt dan de mid-price.
- Specifieke vastlegging van de doelgroep per fonds/instrument dat je distribueert (ook bij vermogensbeheer), en dit behoor je vervolgens jaarlijks te evalueren/hertoetsen.
- Het maken/vastleggen van een kosten-batenanalyse bij doorvoeren van een switch in de portefeuille bij vermogensbeheercliënten.

Het wordt dus steeds gekker en ingewikkelder. En ondertussen zijn we steeds afhankelijker van elkaar geworden. We zoeken naar de vertrouwde personen binnen de diverse financiële instellingen. Die wel doorzetten, die net zo goed weten hoe veel lastiger het is geworden, maar die de klus ook graag geklaard willen zien. De samenwerking wordt dus intensiever. We worden afhankelijker van elkaar, maar wel -2.0. Niet omdat het zo koud is terwijl ik dit schrijf, maar omdat alles twee stapjes trager gaat. Mifid-versie -2.0 dus.

Misschien is het allemaal nog zorgvuldiger geworden, laat ik het positief proberen te zien. Maar tegelijk zijn we wellicht vergeten waar het ook al weer over ging? O ja, het beheren van iemands vermogen... Ja, nou je het zegt....

WOUTER WEIJAND IS CHIEF INVESTMENT OFFICER BIJ FAMILY OFFICE PROVIDENCE CAPITAL UIT BUSSUM.





○ Het aantal vissen in een vijver verdubbelt elke dag. Als het 24 dagen duurt om de hele vijver met vis te vullen, **hoe lang duurt het dan om de vijver half te vullen?**

De meeste mensen zeggen 12. Als u instinct gebruikt in plaats van analyse ziet uw onbewuste brein soms dingen over het hoofd. Schroders is van mening dat inzicht in de werking van het eigen brein, kan helpen betere beleggingsbeslissingen te nemen. En, weet u het nu? Het juiste antwoord is **23**.

Leer uzelf kennen. Doe de investIQ test.

schroders.nl/investIQ