

OKTOBER 2012

WWW.FONDSNIEUWS.NL

## OP ZOEK NAAR RENDEMENT

Dividendaandelen versus bedrijfsobligaties



- Zwitserland bloedt leeg PAGINA 20
- Euro Stoxx goedkoper, ook aantrekkelijker? PAGINA 22
- Thema: Fondsevent in teken van VS PAGINA 25





Brazilië

# Rendement op het ritme van de samba?

**Ja.** Met de **Emerging Markets Debt (EMD)** strategieën profiteert u van de beleggingskansen die opkomende markten bieden. Zoals in Brazilië. Een ervaren team van beleggers en een gedegen risicospreiding zijn de basis voor de bijzondere prestaties van de EMD fondsen. Gun uw portefeuille de kans op extra rendement uit opkomende markten.

Vind uw ritme op [www.emdfondsen.nl](http://www.emdfondsen.nl)

INVESTMENT MANAGEMENT



[WWW.INGIM.COM](http://WWW.INGIM.COM)

Deze uiting is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een beleggingsinstrument te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie. ING Investment Management (Europe) B.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot ING Groep, noch een van haar functionarissen, haar directeuren of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie of mogelijke aanbevelingen. Geen aansprakelijkheid zal worden aanvaard voor schade die door de lezers wordt geleden als het gevolg van het gebruik van of het zich baseren op deze uiting. De fondsen binnen de EMD strategie zijn gevestigd te Luxemburg en beschikken over een vergunning van de Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) te Luxemburg. De fondsen zijn geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. Voor alle fondsen is tevens de Essentiële Beleggersinformatie opgesteld. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.



VOORWOORD

**D**e Amerikaanse presidentsverkiezingen van 6 november vinden plaats in een bittere ideologische strijd tussen Democraten en Republikeinen. De VS hebben een probleem en dat probleem heet overheid. Om een depressie te voorkomen, hebben de monetaire autoriteiten ongehoorde bedragen in de markten gepompt. Deze opkoopprogramma's hebben tot dusver beperkt effect op de vraag, de investeringen en de groei in de VS, maar een keuzemogelijkheid lijken de autoriteiten nauwelijks te hebben gehad - tenzij een zeer ernstige, jarendertig-achtige crisis als een alternatief wordt bestempeld. Gevreesd wordt dat in de periode tussen de verkiezingen en de beëdiging van de president in januari het zogenoemde 'schuldravijn' wordt bereikt en de overeengekomen automatische bezuinigingen van kracht worden. Aangezien Washington in deze periode een 'lame duck' is, wordt gevreesd dat de regering niet adequaat kan reageren als dat scenario zich voordoet en kredietbeoordelaars de status van de VS afwaarderen. In dat geval zouden de obligatiemarkten op drift kunnen raken, een scenario dat ook tijdens het Fondsevent 2012 ruimschoots aan de orde kwam en dat voor beleggingsstrategen reden was om hun gehoor van adviseurs te waarschuwen voorzichtig te zijn.

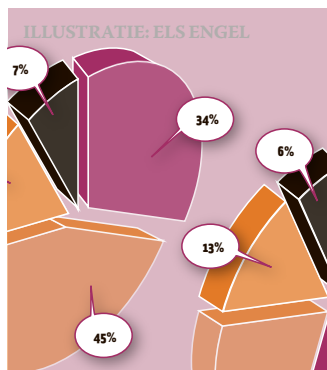
Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS  
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL

# OP ZOEK NAAR RENDEMENT

Dividendaandelen vs bedrijfsobligaties  
**PAGINA 4**

FOTO: ISTOCKPHOTO



## Assetallocatie: belegger krijgt weer zin in risico

Na de garantie van ECB-president Mario Draghi dat hij pal staat voor de euro en de gezamenlijke munt door de crisis wil loodsen, begint de risico-appetite van beleggers weer toe te nemen. De eerste banken raden hun beleggers weer een overweging in aandelen aan, maar dan wel bij een langer termijnperspectief

**PAGINA 8-9**



## Themadossier: USA (Un)limited

Het Fondsevent, de netwerk- en educatiebijeenkomst voor private bankers en beleggingsadviseurs, richtte zich in de vijfde editie op de Verenigde Staten. De grootste economie ter wereld staat met de presidentsverkiezingen voor een belangrijke ideologische keuze, maar wie er ook aan de macht komt: het opruimen van de schuldenberg heeft prioriteit.

**PAGINA 25-31**

EN VERDER

### Biotech wordt volwassen

Bij elke crisis werd biotech altijd overboord gezet. Dat is nu voorbij

**PAGINA 18-19**

### Europese aandelen

Goedkoop, maar ook aantrekkelijk? Europese vs Amerikaanse aandelen

**PAGINA 22-23**

RUBRIEKEN

PRODUCTPANEL ..... 7  
FAVORIETE GRAFIEKEN ..... 11

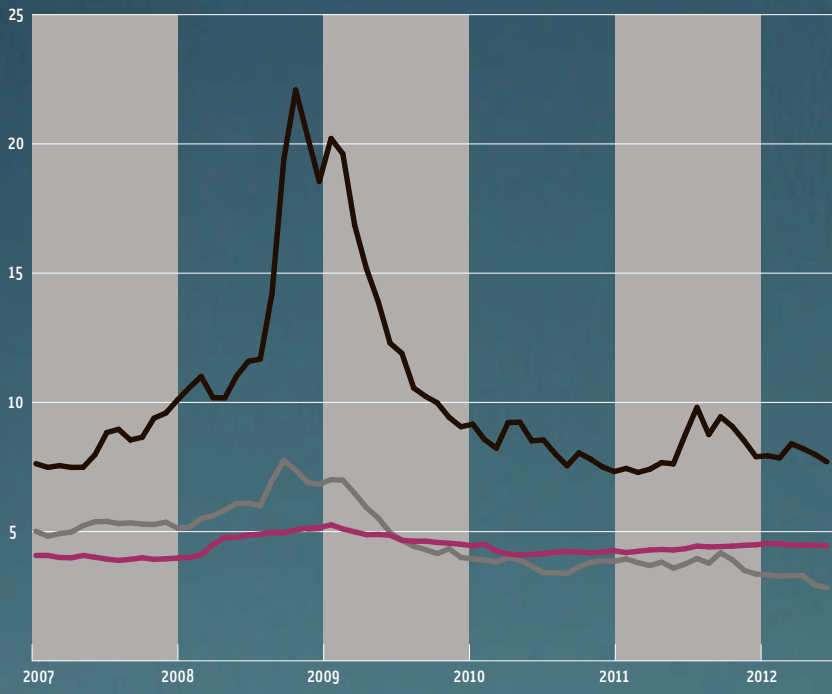
FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP DAT ZICH RICHT OP GESTANDAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE ENGELBRACHT BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, ELS ENGEL, RENSKA HEDDEMA, MARCEL DE KLEER, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, GERBEN VAN DER MAREL, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, CORINA RUHE, MIRANDA SCHOUTSEN SALES THIJS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL





**Yield op effecten**  
Percentage yield op effecten of zoiets

- Wereld high yield (yield)
- Wereld investment grade (yield)
- Bruto dividend uitkering S&P High Income Equity Index (yield)

Bron: Bloomberg





# OP ZOEK NAAR RENDEMENT

## DIVIDENDAANDELEN VS BEDRIJFSOBLIGATIES

- *Beleggers zoeken naar optimale risico-rendement*
- *Twijfel of deze asset classes overgewaardeerd zijn*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

DE WEDUWEN EN wezen zijn weer terug: de beleggers die zoeken naar aandelen die een bovengemiddeld koersrendement bieden en daarbovenop ook dividend uitkeren. Werd Koninklijke Olie pakweg een kwart eeuw geleden op de markten smalend 'het fonds voor weduwen en wezen' genoemd, inmiddels is het verlangen naar de veilige havens van Shell, Unilever en Nestlé weer helemaal terug. 'Beleggers zijn op zoek naar inkomen', zegt Edith Siermann, hoofd vastrentende waarden van Robeco. Ook anderen zien die trend: 'Met de huidige lage rentestanden zijn veel klanten geïnteresseerd in alternatieven die inkomen genereren', stelt directeur investment services Martijn Storsbergen van ABN Amro MeesPierson. 'Aandelen met een goed dividendrendement, maar ook bedrijfsobligaties, zijn zulke alternatieven.'

Siermann: 'Maar je ziet wel dat beleggers zich goed bewust zijn van de financiële risico's. Onze klanten gaan niet coûte que coûte voor het hoogste rendement.' Ze illustreert dit door te wijzen op de lage rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties. 'Beleggers willen ze blijkbaar ondanks de lage rente toch nog gewoon hebben, vanwege het lage risico.'

Uit cijfers van dataleverancier Lipper blijkt dat in Europa verkochte

obligatiefondsen in juli € 21,7 miljard aan nieuw kapitaal mochten verwelkomen., de grootste maandelijkse instroom in tien jaar. Onder de obligaties zijn hoogrentende bedrijfsobligaties, zogenoemde high yields, dit jaar het populairst.

Kijk je alleen naar de fondsen die in Nederland voor verkoop geregistreerd zijn, dan kwam volgens Lipper in wereldwijde high yieldfondsen tot en met eind juli ruim € 6 miljard aan nieuw geld binnen. Bij fondsen die wereldwijd beleggen in zogenoemde investment gradebedrijfsobligaties bedroeg de instroom € 1,23 miljard. De categorie wereldwijde obligatiefondsen, waaronder fondsen vallen die in staatsobligaties beleggen, maar ook fondsen die zowel in bedrijfs- als staatsobligaties beleggen, kwam dit jaar ruim € 3 miljard binnen.

Ook fondsen die beleggen in aandelen van bedrijven die een hoog dividend uitkeren, kunnen de laatste tijd rekenen op flinke instroom. Tot en met eind juli stroomde er in in Nederland verkrijgbare hoogdividendfondsen volgens Lipper € 1,58 miljard binnen. In heel 2010, een recordjaar voor deze vermogenscategorie, was dat bijna € 2 miljard.

### Voorspelbaar

Obligatiefondsen en dividendfondsen hebben gemeen dat ze beleggers inkomen verschaffen. 'Hierbij is het wel van belang je te realiseren dat er grote verschillen zijn tussen obliga-

tiebeleggingen en dividendbeleggen', zegt Storsbergen van ABN Amro. 'Het belangrijkste is dat bij obligaties de hoofdsom – onder normale omstandigheden – terugbetaald wordt. Daarnaast is het inkomen heel voorspelbaar omdat dit over het algemeen via vaste coupons van de obligaties wordt uitgekeerd. Bij aandelen zijn beide veel volatieler. De waarde van het aandeel is afhankelijk van veel factoren, waarbij de winstgevendheid en de verwachte winstontwikkelingen een belangrijke rol spelen. Dividend is sterk afhankelijk van de winstontwikkelingen en bij tegenvallende winsten of verlies kan de pay-out worden gestaakt. De risico's bij dividendbeleggen zijn dus groter dan bij obligatiebeleggen. Hier staat wel tegenover dat ook de verwachte rendementen hoger zijn. Dit rendement bestaat niet alleen uit dividenduitkeringen, maar ook uit vermogensgroei door stijging van de aandelenkoersen.'

Siermann benadrukt: 'Een dividenduitkering is een momentopname,

**Voor beleggers hebben assets die inkomen genereren nu de hoogste prioriteit**

de rente op obligaties staat vast gedurende een bepaalde looptijd. Dat is bij dividend niet zo. Daar moet je je heel goed afvragen of een bepaald dividend-rendement houdbaar is.'

Anders dan veel andere vermogensbeheerders gelooft Robeco niet in hoogdividend als een aparte beleggingsstrategie. De Rotterdamse vermogensbeheerder heeft daarom geen apart hoogdividendfonds. 'Wel hebben we aandelenfondsen die een hoog dividend uitkeren gegeven hun beleggingsuniversum', aldus Robeco. Dividendrendement wordt berekend door de waarde van het totale jaarlijkse dividend te delen door de huidige koers van het aandeel. Als gevolg hiervan levert een gelijk dividend bij een gedaalde koers een hoger dividendrendement op. Normaal gesproken is het dividend dat een bedrijf uitkeert lager dan de rente die het betaalt op zijn obligaties. Momenteel is dit bij sommige bedrijven echter omgekeerd.

### Safe haven

'Een goed voorbeeld is Nestlé. Het verwachte dividendrendement bedraagt 3,5%, terwijl de rente op een tienjaarslening nu zo'n 2% is', zegt Jorik van den Bos, hoofd dividendbeleggingen bij Kempen Capital Management. Dit zegt volgens hem iets over de onzekerheid op de aandelenmarkten. Een obligatiebelegger verliest immers niet als de markten dalen, een aandelenbelegger wel.

Volgens Alain van der Heijden, hoofd creditbeleggingen bij Kempen, worden obligaties van bedrijven als Nestlé en Unilever momenteel als 'safe haven' gezien. Het idee is dat mensen producten van deze bedrijven altijd zullen blijven kopen, ook in slechte tijden. 'Daarom is de spread nu ontzettend laag', aldus Van der Heijden.

Volgens Storsbergen is beleggen in hoogdividendaandelen als gevolg hiervan interessant in vergelijking met obligaties van dezelfde onderneming. Aandelen bieden een betere inflatiebescherming en een kans op een koersstijging, zegt hij. 'Een klant dient echter wel gewaarschuwd te worden dat een belegging in (dividenduitkerende) aandelen aanzienlijk risicovoller is dan in dezelfde bedrijfsobligatie. Buiten het feit dat het dividend jaarlijks kan worden aangepast, kan een aandeel door marktomstandigheden, winstwaarschuwingen,



## VERVOLG VAN PAGINA 5

sentiment et cetera ook fors in waarde dalen. De koersdaling kan in deze gevallen dan ook fors hoger zijn dan het dividendrendement.'

Wouter Weijand, hoofd van het dividendteam van BNP Paribas Investment Partners, ziet echter ook veel meer potentieel in dividendaandelen dan in bedrijfsobligaties. 'Vergelijk je dividendrendement met obligatierendement, dan zie je dat het dividendrendement momenteel wereldwijd op zo'n 4,4% ligt, en in Europa iets hoger op 4,7%. De rente op investment gradebedrijfsobligaties is momenteel zo'n 3,5%, die op high yields zo'n 7,2%. In deze vergelijking bezie je echter alleen nog maar wat obligaties en aandelen daadwerkelijk uitkeren, niet wat er onderliggend verdiend wordt. Bij obligaties wordt 100% van de verdiensten, puur de coupon dus, aan de belegger uitgekeerd. Bij aandelen, in elk geval bij dividendaandelen, wordt slechts ongeveer 50% van de verdiensten, de winst van het bedrijf dus, aan de belegger uitgekeerd. Met die overige 50% worden vaak overnames gedaan en ook die groei komt de aandeelhouders later nog toe. Een vergelijking die slechts rekening houdt met de zichtbare uitgekeerde beleggingsopbrengst gaat dus mank, maar zelfs dan al is de directe opbrengst op aandelen hoger dan de meeste andere beleggingscategorieën. Het vormt de weerslag van de vlucht in obligaties en de angst om geld te verliezen op aandelen. Twaalf jaar geleden was het precies omgekeerd.

Bovendien zegt Weijand kun je dividendaandelen kwalitatief niet met high yields vergelijken, maar eerder met investment gradebedrijfsobligaties. 'De credit ratings van bedrijven die een hoog dividend uitkeren, zijn

## 'De credit ratings van bedrijven die een hoog dividend uitkeren, zijn verreweg superieur'

verreweg superieur aan die van de high yieldobligaties.'

De grote vraag is echter of het huidige dividendniveau op peil blijft. Traditioneel betalen banken, telecom- en bouwbedrijven goede dividenden. Momenteel betalen banken en verzekeraars die staatssteun hebben gekregen echter geen dividend uit en heeft de bouwsector het moeilijk. In Nederland heeft telecombedrijf KPN aangekondigd zijn dividend te verlagen.

Storsbergen: 'Het dividend van aandelen blijft afhankelijk van de winst. Wij adviseren momenteel een overwogen positie in aandelen. Met andere woorden, we hebben de overtuiging dat aandelen het goed gaan doen. Let wel, dit geldt in termen van totaal rendement, dus dividend en koersstijging.'

Ook wie niet zozeer op zoek is naar dividend, maar 'gewoon' in aandelen wil beleggen, kan volgens Van den Bos van Kempen goed terecht bij dividendfondsen: dividenduitkerende bedrijven zijn over het algemeen de meer defensieve bedrijven. Volgens Van den Bos gaan ze bovendien beter met hun kapitaal om. Hierom presteren bedrijven die dividend uitkeren volgens hem 'gemiddeld genomen beter dan bedrijven die dat niet doen. Ze geven hun geld niet uit aan te dure overnames of te luxe kantoren.'

In de praktijk ziet Van de Bos wel

dat aandelen duurder worden vanwege de dividendhype. 'Sommige zijn al te duur.' Voor portfoliomanagers is het moeilijker geworden om de goede beleggingen te vinden. Aan de andere kant van het spectrum zie je dat, ondanks de lage rente, de koersen van sommige staatsobligaties flink aan het stijgen zijn. Toch is er volgens Siermann van Robeco geen bubbel in de maak. 'Ik spreek van een bubbel als ik niet kan verklaren waardoor koersen zijn gestegen. Dat is momenteel niet zo. De vraag naar bijvoorbeeld Duitse staatsobligaties neemt toe als gevolg van een zoektocht naar zekerheid.'

## Fundamentals

Storsbergen: 'Als de economische vooruitzichten verbeteren en de risico's afnemen, is het de verwachting dat deze obligaties in prijs dalen omdat beleggers meer de nadruk op toekomstig rendement in plaats van veiligheid leggen. Onze verwachting is dus dat vastrentende waarden niet de huidige hoge rendementen kunnen vasthouden en op termijn gematigd onderdruk komen te liggen. Wij kiezen dan ook voor een onderweging binnen onze assetverdeling in vastrentende waarden en binnen deze categorie voor een grote overweging in bedrijfsobligaties.' Deze laatste zijn volgens ABN nog niet overgewaardeerd.

Ook Siermann is positief over investment grade- en high yieldbedrijfsobligaties. 'Het rendement ligt flink boven staatsobligaties, terwijl de onderliggende fundamentals goed zijn. Het schuldenniveau van bedrijven is gunstig.' Ook binnen bedrijfsobligaties is er echter sprake van verschillende risico's. Hoogrentende bedrijfsobligaties, de high yields, zijn risicovoller dan investment gradebedrijfsobligaties. Siermann

## WELK FONDS?

**Bij het kiezen van het juiste beleggingsfonds is het volgens directeur investment services Martijn Storsbergen van ABN Amro MeesPierson relevant de juiste manager te kiezen en bij dividendfondsen ook te kijken naar de mogelijkheid dividendbelasting terug te vragen. 'Op dit gebied bieden fondsen die in Nederland gevestigd zijn voordelen ten opzichte van Luxemburgse fondsen.'**

vindt beide typen momenteel in zijn algemeenheid aantrekkelijk. 'Het ingeprijste aantal faillissementen ligt hoger, dan het werkelijke aantal, maar ook hier geldt dat je niet blindelings voor het hoogste rendement moet gaan.'

Volgens Van der Heijden van Kempen wordt de markt gedomineerd door verschillende soorten beleggers waarbij veel beleggers zich laten leiden door de rating. 'Als gevolg van de zoektocht naar inkomen van beleggers zijn de spreads van sommige credits met een hoge rating erg gedaald. Je ziet dit bijvoorbeeld bij sommige Duitse automerken, terwijl dit toch heel cyclische bedrijven zijn. Wij zien vooral kansen bij bedrijven waar op termijn sprake is van een verbetering in de fundamentals.'

Van der Heijden wijst er wel op dat, hoewel de spreads teruglopen, deze nog altijd hoger liggen dan het historisch gemiddelde. 'Dit terwijl de fundamentele kwaliteit van de meeste bedrijven aanzienlijk is verbeterd. Wij zien dus nog altijd waarde in creditbeleggen.'

**BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



EDITH SIERMANN



ALAIN VAN DER HEIJDEN



JORIS VAN DEN BOS



MARTIJN STORSBERGEN



WOUTER WEIJAND



FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

## DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

DE ACHT P'S	OMSCHRIJVING	SCORE FONDS
PORTFOLIO FIT	Strategische 'fit' in de portefeuille	⊗
PRICE	Kosten	✓ ⊗
PERFORMANCE	Trackrecord	⊗
PROCESS	Structurering van het beleggingsproces	✓
PEOPLE	Skills/ervaring van het team	✓
PRODUCT STRUCTURE	Liquiditeit, transparantie en structuur van het product	✓ ⊗
PARENT	Kwaliteit/structuur van de organisatie	✓ ⊗
PRODUCT SIZE	Vermogen onder beheer, niet te klein/niet te groot	✓



LEGENDA

- zeer slecht ⊗ ⊗
- slecht ⊗
- neutraal ✓ ⊗
- goed ✓
- zeer goed ✓ ✓

ANALYSE

# MOEILIJKE TIJDEN VOOR THEMABELEGGERS

*Het Fondsnieuws-productpanel beoordeelt beleggingsproducten. Dit keer wordt het AllianceBernstein Thematic Research Portfolio Fund doorgelicht.*

AANDELENBELEGGERS ZIJN ER in vele soorten en maten. Zo zijn er de koopjesjagers, beleggers die op zoek zijn naar groeibedrijven en beleggers die aandelen selecteren met behulp van een kwantitatief model. Deze keer nemen we een aandelenfonds met een thematische beleggingsstrategie onder de loep: het AllianceBernstein Thematic Research Portfolio Fund. We belichten hierbij twee onderdelen: het beleggingsproces en het rendement.

### Beleggingsproces

Het fonds bestaat uit een portefeuille van zestig tot tachtig aandelen die inspelen op vijf tot acht groeithema's. Voor deze thema's geldt dat ze baanbrekend moeten zijn. De manager noemt dit 'long duration growth themes'. Als gevolg van deze aanpak komt de nadruk in de portefeuille te liggen op (technologische) groeibedrijven. Het fonds streeft naar outperformance van de MSCI AC World Index met minimaal 4% per jaar.

De ervaren en gedreven fondsmanger Catherine Wood beschikt over een

groot researchapparaat om top-down de interessante thema's te identificeren en bottom-up hier de juiste aandelen bij te vinden. De thematische research is uitgebreid gedocumenteerd in lijvige white papers met ronkende namen als *The Genomic Age*, *Energy Transformation en The (Re) Emerging Middle Class*.

### Performance

Het fonds is nog niet zo lang voor Nederlandse beleggers beschikbaar (sinds november 2009), en is de wereldwijde variant van het AllianceBernstein US Thematic Research Fund, dat een lang en goed trackrecord heeft (sinds 2001 onder Catherine Wood). Het trackre-

**Uit onderzoek blijkt dat groeiaandelen het significant slechter doen dan waarde aandelen**

cord van het globale fonds valt echter tegen: sinds de introductie heeft het 5,6% verloren, terwijl de benchmark een positief rendement van 16,6% heeft behaald. De vraag dient zich aan hoe dat kan. De top-down themaselectie is niet goed uitgepakt. Groeithema's zoals 'big data' en 'cloud', de 'opkomst van de middenklasse in emerging markets' en 'new energy' klinken als aantrekkelijke beleggingsproposities, maar het identificeren van markten waar een hoge groei is, staat nog niet gelijk aan het behalen van een mooi beleggingsresultaat. Het probleem is dat vaak te veel voor groei wordt betaald en de uiteindelijke aandelenrendementen daarvoor tegenvallen.

Uit onderzoek van onder anderen Fama & French blijkt dat 'dure' groeiaandelen als groep het op de lange termijn significant slechter doen dan waarde aandelen. Een growth manager heeft het dus lastiger dan een value manager, want de eerste vist in de verkeerde vijver. Dit is echter geen afdoende verklaring voor de underperformance sinds 2009. Het US Fund

belegde immers ook al in groeiaandelen en toen ging het wel goed. Wat is er dan veranderd?

De manager geeft zelf als verklaring voor de underperformance dat de beleggingsstijl in deze markten niet goed lijkt te werken. Daar zit iets in. Sinds de kredietcrisis zijn de langetermijnvooruitzichten een stuk onzekerder geworden, met beleggers die de voorkeur geven aan aandelen van stabiele bedrijven met een hoog direct dividendrendement boven 'long duration growth stocks'. Het AllianceBernstein Thematic Research Portfolio Fund lijkt voorlopig dan ook geen interessante propositie, tenzij je gelooft dat markten op korte termijn een stuk rustiger zullen worden, beleggers opeens weer lang vooruit durven te kijken en bereid zijn om een hogere premie voor groeiaandelen te betalen. ■

DEZE PRODUCTANALYSE IS AFKOMSTIG VAN MARCEL VAN KLEER VAN DE ONAFHANKELIJKE VERMOGENSBEHEERDER WEALTH MANAGEMENT PARTNERS.





# 'TIJD RIJP OM ANGST VAN BELEGGINGSSTRATEGEN KRIJGEN WEER HONGER NAAR AANDELEN

*In de assetallocatie voor het vierde kwartaal worden de risico's nu lager ingeschat.*

TEKST: CORINA RUHE

'EINDELIJK LIJKEN DE enorme inspanningen die sinds de start van de schulden crisis zijn geleverd resultaat op te leveren', schrijft Didier Duret, chief investment officer bij ABN Amro private banking in zijn outlook voor het vierde kwartaal van 2012.

'De ECB zal alles doen om de euro te redden.' Deze magische woorden van Mario Draghi, president van de centrale bank, waren eind juli het startsein voor een hernieuwd vertrouwen in de financiële markten. Het positieve sentiment werd verder nog ondersteund door een pro-Europese uitspraak van het Constitutionele Hof in het Duitse Karlsruhe. Vervolgens kwam Ben Bernanke van de Federal Reserve ook nog met een nieuw, ongelimiteerd programma voor kwantitatieve verruiming in de Verenigde Staten.

Private banks zijn door al deze gebeurtenissen een stuk positiever geworden. ABN Amro zit sinds kort, voor het gemiddelde beleggingsprofiel, zelfs overwogen in aandelen. Dit ondanks de risico's die nog steeds boven de markt hangen, zoals de machtswisseling in China, de afnemende Chinese economische groei, de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten en de beruchte 'fiscal cliff', de alsmat oplopende staatsschuld in de VS. En, last but not least: de betoverende woorden van Draghi betekenen geenszins dat de schuldenproblematiek in Europa is opgelost.

'Toch is de tijd rijp om de angsten van ons af te schudden', schrijft Duret.



'2012 zou je kunnen zien als een keerpunt. In economisch opzicht voor de VS en in politiek opzicht voor Europa.' Volgens de cio zijn de meeste vertrouwensindicatoren dit jaar verzwakt. Maar in zowel de VS als Europa dalen de indices die het vertrouwen van de inkopers bij bedrijven weergeven niet langer. In sommige gevallen is zelfs alweer sprake van een stijging.

## Mario Draghi

Binnen aandelen hanteert ABN nu een overweging in Europese aandelen terwijl Amerikaanse aandelen juist onderwogen zijn. Sybren Brouwer, hoofd aandelenresearch schrijft in een toelichting: 'De VS heeft bijna twee jaar als een veilige haven gefungeerd. Nu handelen Amerikaanse aandelen boven het historisch gemiddelde. In de loop van de komende maanden kunnen de markten zich ten

gunste van Europa ontwikkelen, zowel ten aanzien van de waarderingen en de vooruitzichten voor de winstgevendheid.' Ten aanzien van opkomende markten verwacht Brouwer dat de markten weer wat grond onder de voeten zullen krijgen. 'De aandelen zijn relatief goedkoop.' Op de korte termijn zullen aandelen volgens hem last hebben van de wereldwijde economische terugval, maar op de middel- en lange termijn verwacht hij dat

**'Aandelen zijn relatief goedkoop. Het potentieel is op de langere termijn goed'**

het groeipotentieel aantrekkelijk is.

'In de week nadat Draghi zijn overduidelijke commitment aan de euro had uitgesproken, hebben wij onze positie in euro's gewijzigd', zegt Ivan Moen, chief investment officer bij de Amsterdamse vermogensbeheerder Optimix. Tot eind juli was ongeveer twee derde van de portefeuille niet in euro's genoteerd. De vermogensbeheerder, die door de overname van Friesland Bank vooralsnog voor 70% in handen is van Rabobank, had omvangrijke posities in de Amerikaanse dollar, de Singaporese dollar en in Noorse kronen. Na de uitspraak van Draghi is de positie in euro's vrij snel opgeschroefd naar circa 50 tot 60%.

Amerikaans en Duits staatspapier, tot voor kort nog de veilige havens waar beleggers wereldwijd hun toevlucht toe namen, lijken inmiddels te hebben afgedaan. 'Op dit moment zit daar eigenlijk alleen nog maar neerwaarts risico', zegt Rob van Veen, productmanager bij Deutsche Bank Nederland. Deutsche Bank en Optimix nemen nog steeds bescheiden posities in aandelen in. De voor september vastgestelde allocatie van Deutsche Bank bedraagt voor aandelen 34%. De bank gaat bij zijn beleggingsbeleid niet uit van een benchmark. Optimix heeft het belang in aandelen ongewijzigd gelaten op 33%.

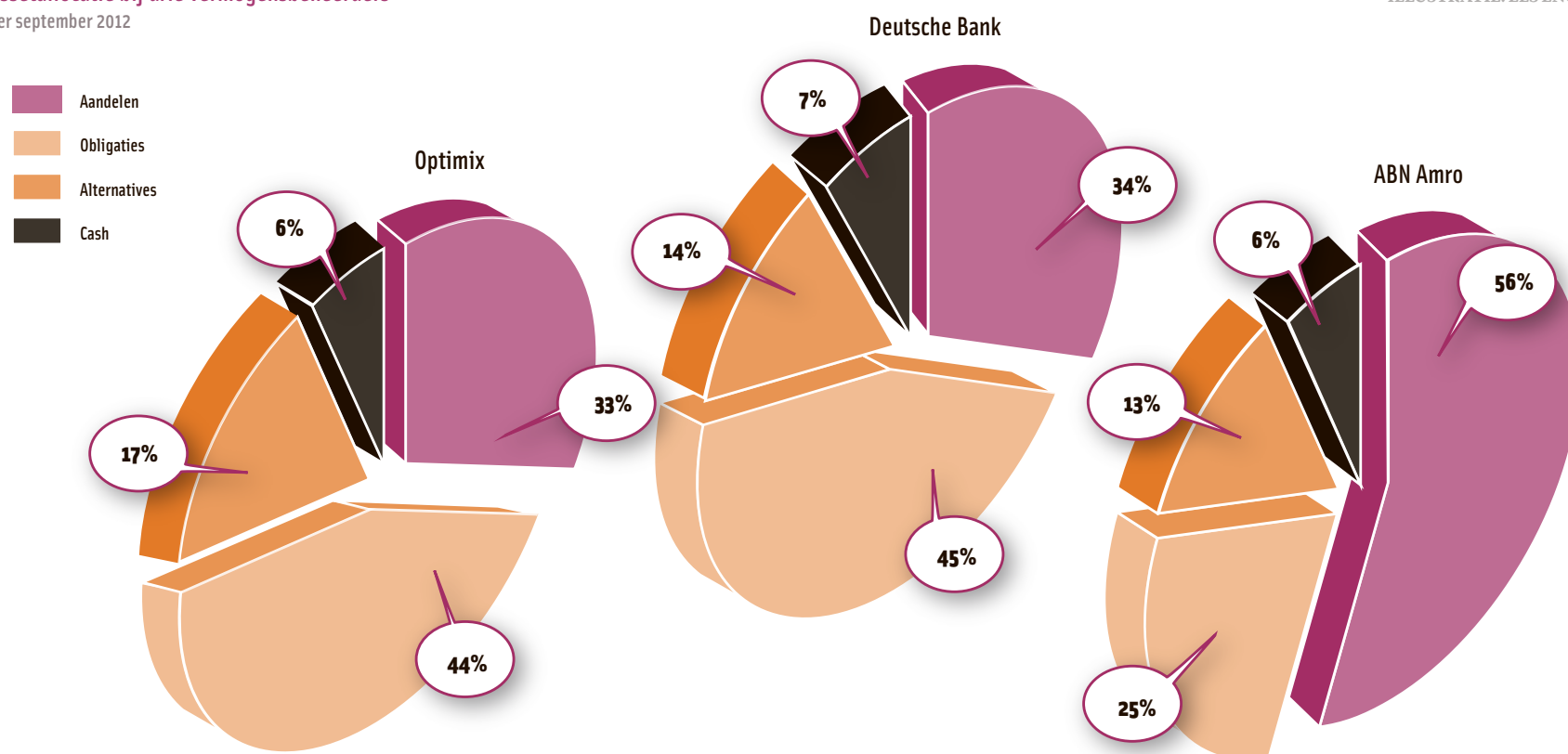
Van Veen ziet de beleggingskansen bij aandelen wel iets toenemen, maar is nog voorzichtig. Wat hem opvalt is dat het staartrisiko (het risico op een negatieve afloop) in de afgelopen weken is afgenomen. 'Ondanks de verslechterende macro-economische ontwikkelingen afgelopen zomer zijn

# ONS AF TE SCHUDDEN'

Assetallocatie bij drie vermogensbeheerders

Per september 2012

ILLUSTRATIE: ELS ENGEL



de aandelenmarkten fors gestegen', aldus Van Veen. ABN Amro spreekt van een reductie van het systeemrisico. Net als ABN Amro ziet Deutsche Bank nu niet veel ruimte meer voor koersstijgingen in de VS. 'Het doelrendement van de S&P 500 is inmiddels bereikt', aldus Van Veen. Over Duitse aandelen is de productmanager van Deutsche Bank enthousiaster. 'Maar we gaan er nu niet achteraan jagen. We wachten op een iets beter instapniveau. Het goede nieuws van de afgelopen weken is al in de koersen verwerkt.'

## Kwaliteitsaandelen

In tegenstelling tot ABN Amro verwacht Moen van Optimix dat het nog wel even aanmodderen blijft op aandelenmarkten. 'We proberen vooral onze returns te behalen in andere categorieën', aldus Moen. Optimix zoekt

het bij aandelen tevens in een specifieke groep kwaliteitsaandelen. Dat zijn aandelen van bedrijven die een stabiel dividend uitkeren, een stabiele cashflow hebben en niet zo veel schuld op de balans hebben staan. Daarnaast wil Optimix profiteren van de ontwikkelingen in Zuid-Europa. Begin dit jaar had de vermogensbeheerder al Italiaans schuldpapier gekocht. 'We hebben daar in enkele maanden tijd een mooi rendement op gemaakt', zegt

**'Als Fed en ECB geld in de economie blijven pompen, dan is dat goed voor goud'**

hij. 'Toen de positie in het voorjaar is gesloten was deze tussen de 15% en 20% meer waard.' Optimix heeft nu Spaans schuldpapier gekocht. 'Sinds het duidelijk is dat de ECB de euro zal ondersteunen, verwachten we ook dat Spanje in de euro blijft', zegt Moen. Verder is de positie in Emerging Markets Debt verhoogd van 2,5 naar 5%.

## Goud blijft goed

Deutsche Bank is eind augustus in Spaans staatspapier gestapt. 'Wij verwachten dat Spanje in een "bail-out" programma terechtkomt', verklaart Van Veen. Staatspapier van onder meer Duitsland en de VS heeft na de 'flight to safety' van de afgelopen jaren langzaam een beetje afgedaan. Beleggers zoeken nu hun toevlucht tot bedrijfsobligaties met een hoge rating. Het rendement ligt daar hoger. 'Bij high yield zien we nog wel ruimte in de

spreads', zegt Van Veen. Daarbij ziet hij nog wel kans op koersstijgingen. Deutsche Bank heeft de cashpositie in de afgelopen drie maanden met 9% teruggebracht en alles omgezet in vastrentende waarden.

Volgens Duitse Bank en Optimix is goud onder de huidige omstandigheden nog steeds een goede belegging. Optimix heeft al sinds september 2008 een belang van tussen de 5-10% in goud en heeft daar nog geen seconde spijt van gehad. Ook piekert Moen er niet over afscheid te nemen tegen de huidige waarderingen. 'Op het moment dat de ECB en de Fed geld in de economie blijven pompen, is dat ongunstig voor de inflatieverwachtingen. En dat is goed voor goud', zegt hij. Deutsche Bank heeft de beleggingen in goud onlangs met 1% verhoogd. ■

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.





## Inzetten op groei

Zoekt u een aandelenbelegging waarmee u inspeelt op de structureel sterke groei in de opkomende markten? Wilt u inspelen op demografie, groeiende middenklasse en consumptie en grote infrastructurele investeringen in de emerging markets?

Het FF Emerging Markets Fund biedt u een belegging met focus op kwaliteit en consistentie van de winst-groei. Neem voor beleggingsadvies meteen contact op met uw beleggingsadviseur of uw bank.

**Kijk op [www.fidelity.nl](http://www.fidelity.nl) voor meer informatie over onze producten en andere beleggingsinformatie.**



the currency of investing

Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity/Fidelity Worldwide Investment wordt gebruikt voor FIL Limited en haar dochterondernemingen. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Niets uit dit document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, het Fidelity Worldwide Investment logo en het 'F symbool' zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity Funds is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. Wij raden u aan uitgebreide informatie aan te vragen alvorens te besluiten tot enige belegging. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus/Essentiële Beleggersinformatie dat kosteloos verkrijgbaar is samen met het laatste jaarverslag en halfjaarverslag bij onze distributeurs, bij ons Europese Service Centre in Luxemburg, 2A rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg (tel. 0800 - 022 47 09) en in Nederland: FIL (Luxemburg) S.A., Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). Fidelity Funds is gerechtigd deelnemingsrechten aan te bieden in Nederland op grond van artikel 2:66 (3) jo. 2:71 en 2:72 Wet op het financieel toezicht. In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie voor de toekomstige ontwikkeling. De waarde van beleggingen en de gegenereerde inkomsten kunnen zowel stijgen als dalen. Het is mogelijk dat de belegger het geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgt. Fondsen die in buitenlandse markten beleggen, kunnen onderhevig zijn aan schommelingen van de valutakoersen. Valutatransacties kunnen worden uitgevoerd in een zakelijke, objectieve transactie door of via Fidelity-bedrijven, die uit deze transacties inkomsten kunnen genereren. Beleggingen in kleine en opkomende markten kunnen sterker schommelen dan beleggingen in ontwikkelde markten. Als gevolg van een gebrek aan liquiditeit in kleinere aandelenmarkten, kunnen sommige Country Select-fondsen volatiel zijn en kan het recht om deze effecten in te wisselen onder bepaalde omstandigheden beperkt zijn. In bepaalde landen en voor bepaalde typen beleggingen zijn de transactiekosten hoger en is de liquiditeit lager dan elders. Mogelijk zijn er ook beperkte kansen om alternatieve manieren te vinden om kasstromen te beheren, voornamelijk indien de nadruk voor beleggingen wordt gelegd op kleine en middelgrote ondernemingen. Voor fondsen die zich in dergelijke landen en beleggingstypen specialiseren, hebben transacties - vooral transacties van grotere omvang - waarschijnlijk een grotere impact op de kosten om een fonds te beheren dan vergelijkbare transacties in grotere fondsen. Toekomstige beleggers dienen dit voor ogen te houden wanneer zij fondsen selecteren. Holdings kunnen variëren van die van de vergelijkingsindex. Daarom wordt de vergelijkingsindex alleen als referentie gebruikt. Uitgegeven door FIL Luxemburg S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance de Secteur Financier). CL1209202/0213

# EMOTIES SCHEPPEN KANSEN

*Valentijn van Nieuwenhuijzen, hoofd assetallocatie van ING Investment Management, focust op zowel stemming als fundament.*

## BELEGGINGSSTRATEEG

### GEZICHT NAAR BUITEN

Valentijn van Nieuwenhuijzen heeft een lange staat van dienst bij ING Investment Management. Op dit moment is hij hoofd van het strategieteam, dat verantwoordelijk is voor de assetallocatie. Eerder hield hij zich bezig met de macro-economische outlook en was hij betrokken bij de tactische assetallocatie voor de fixed income-beleggingen. Hij heeft ook gewerkt bij ING Barings. Van Nieuwenhuijzen is een veelgevraagde studiogast, zowel bij CNBC en Bloomberg als bij RTL. Ook schrijft hij regelmatig bijdragen voor internationale kranten als de FT.



**'Essentieel is het om de richting van de wereldeconomie in te schatten'**

## Fundamentele waarde

DE WERELD IS erg veranderd en schommelingen in de conjunctuur zijn frequenter. Ook is de wereld veel meer verbonden geraakt en zijn het dus vaak mondiale trends die dominanter zijn dan regionale ontwikkelingen voor economische groei of marktdynamiek. Ondanks dat markten vaak door emotie gedreven worden en voor lange tijd kunnen afwijken van 'fundamentele' waarde blijft het belangrijk de richting van de wereldeconomie goed in te schatten. Het gaat dan meer om de verandering van de groei voor markten. Wij kijken naar de Oeso leading indicator en een variant, inclusief de zes grootste niet-Oeso landen.

## Volg het sentiment

VOOR ELKE BELEGGER is het cruciaal om te onderkennen hoe belangrijk emotie bij jezelf en in de markt is. Door jezelf te beschermen tegen bekende inconsistenties in het menselijk denk- en beslispatroon voorkom je dat je te weinig risico neemt, te lang op verliezen blijft zitten of te snel winst neemt. In de markt zelf speelt emotie ook een grote rol en creëert veel kansen. Probeer in te zien wie de spelers zijn, hoe ze zich gedragen en wanneer extreem of dominant gedrag de markt beïnvloedt. Daarvoor kijken we naar enquêtes over vertrouwen onder Amerikaanse beleggers en financieel adviseurs, de belangrijkste markt.

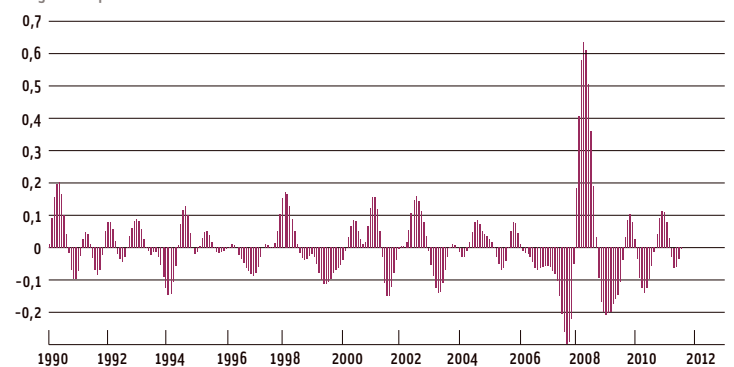
## Beleidsimpulsen

POLITIEK, ECONOMIE EN markten zijn meer dan ooit verweven. Wij proberen op een zo objectief mogelijk manier te kijken naar de onzekerheid en steun die er via beleidsimpulsen aan de economie en markten gegeven wordt. Vaak zeer lastig te kwantificeren, maar een index van beleidsonzekerheid van economen van de Universiteiten van Stanford en Chicago geeft daarin enige richting. ■

## Hoofdindicator OECD

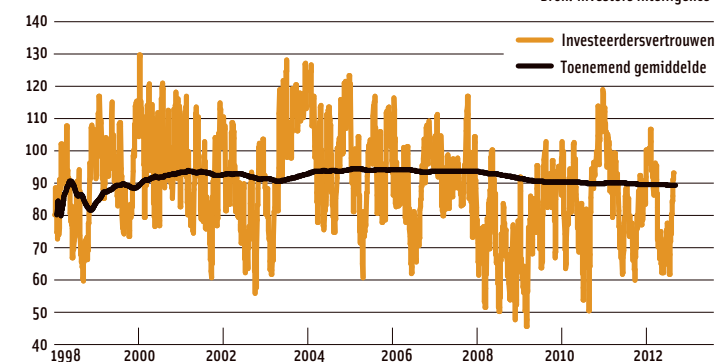
Cyclische puls van de wereldeconomie

Bron: OECD



## Investeerdersvertrouwen

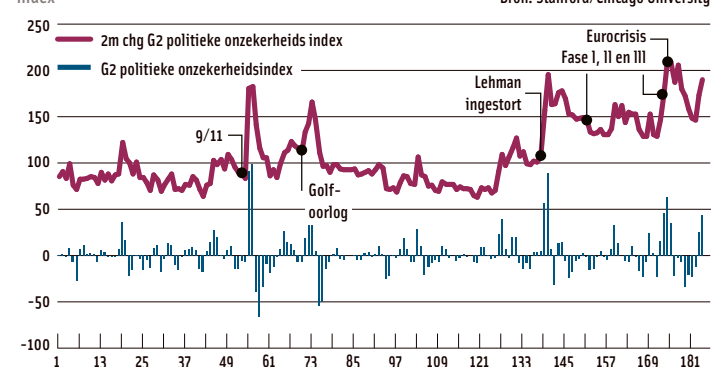
Bron: Investors Intelligence



## Politieke onzekerheid

Index

Bron: Stanford/Chicago University



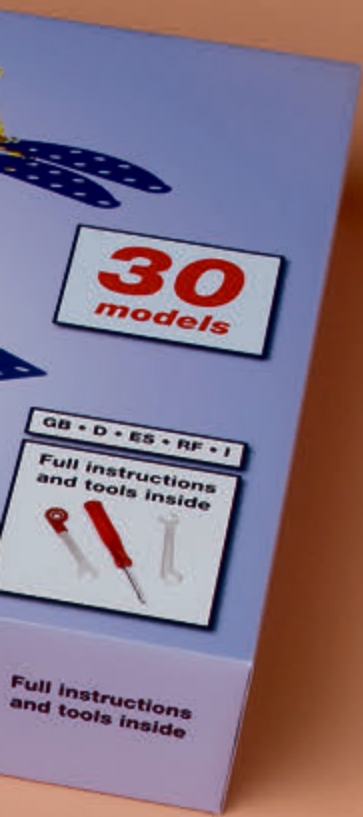


**WANNEER U INVESTEERT,  
KAN OVERMATIGE COMPLEXITEIT  
RAMPZALIGE GEVOLGEN HEBBEN.**



**STATE STREET**

De aandelen van de SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (**DIA**) zijn zo ontworpen dat ze continu de voortgang van de Dow Jones Industrial Average Index monitoren. DIA is een trust fonds **laten zich verhandelen als aandelen. Ze zijn onderhevig aan beleggingsrisico's en fluctueren in waarde. De waarde van de investering kan zowel omlaag als omhoog gaan** beleggingsdoel zal behalen. SPDR ETF's zullen soms niet beschikbaar of geschikt voor u zijn. Deze advertentie bevat geen beleggingsadvies, of een aanbod of een vraag om SPDR ETF's aan te wettelijke voorschriften. U dient een prospectus en vereenvoudigde prospectus over de SPDR ETF's, te verkrijgen en te lezen alvorens u gaat investeren. Meer informatie en de prospectus/vereenvoudigde prospectus over de karakteristieken, is een geregistreerd handelsmerk van Standard & Poor's Financial Services LLC ("**S&P**") en wordt in licentie gegeven door State Street Corporation. Geen enkel financieel product dat wordt aangeboden door State Street Corporation of deze producten te kopen, verkopen of aan te houden. © 2012 State Street Corporation – Alle rechten voorbehouden. IBGE-0442.



Investerings moeten niet onnodig omslachtig zijn. Ingewikkelde producten, met een veelvoud aan verborgen onderdelen, vergroten immers de faalkans.

Om een meer transparante portefeuille op te bouwen, zou u SPDR® ETFs kunnen overwegen. Deze zijn stuk voor stuk zo ontwikkeld om uw investeringen moeiteloos aan te laten sluiten bij de door u gekozen strategie.

Voor een weloverwogen investering, slaat u uw vleugels uit op [spdreftsinsights.com/nl/a/p](http://spdreftsinsights.com/nl/a/p)



*Precise in a world that isn't.*<sup>SM</sup>

DIA

geregistreerd onder New Yorkse wetgeving en ingeschreven bij de United States Securities Exchange Commission als een investeringsbedrijf onder de Investment Company Act van 1940, als beschreven. **ETFs en de ROI zal daarom wisselend zijn.** Veranderingen in wisselkoersen kunnen een negatief effect hebben op de waarde, prijs of inkomen van een investering. Bovendien is er geen garantie dat een ETF haar schaffen en is uitgegeven door State Street Global Advisors ("SSgA"). SPDR ETF's mogen alleen aangeboden en verkocht worden in de daarvoor geautoriseerde rechtsgebieden, in overeenstemming met de kosten en risico's van de SPDR ETF's is beschikbaar voor inwoners van landen waar het verhandelen van SPDR ETF's wettelijk is toegestaan op [www.spdreurope.com](http://www.spdreurope.com) en via uw lokale SSgA kantoor. "SPDR" haar partners wordt gesponsord, ondersteund, verkocht of gepromoot door S&P of haar partners. S&P en haar partners geven geen verklaringen, waarborgen of condities af of het raadzaam is units/aandelen in







# De visie

## om kansen te benutten

De obligatiemarkt verandert met elke fase van de cyclus. Hoe zorgt u ervoor dat u steeds in de juiste delen van de markt belegt?

**Schroder ISF Strategic Bond** is niet aan een benchmark of stijl gebonden en kan daarom beleggen in het hele obligatie-universum. Dankzij de ondersteuning van een wereldwijd geïntegreerd team van meer dan 100 obligatiespecialisten zijn wij in staat in te spelen op de aantrekkelijkste kansen, waar die zich ook voordoen.

De fondsresultaten bewijzen dat wij in alle fasen van de obligatiecyclus waarde toe kunnen voegen.\*

Rendement %	YTD	1 jaar	3 jaar	5 jaar	Sinds introductie
Fonds	4,0	3,0	13,7	21,2	35,9
Benchmark	0,3	0,5	1,1	6,5	21,0

Wie toegang wil krijgen tot de wereldwijde obligatiemarkten, richt zijn vizier op Schroder ISF Strategic Bond.

**Schroder ISF Strategic Bond**

[www.schroders.nl](http://www.schroders.nl)



**Schroders**

\*Bron: Schroders, per 31 augustus 2012. Het rendement heeft betrekking op A Acc aandelen in USD. Het rendement is gegeven op NAV to NAV basis, netto inkomsten herbelegd. Het fonds is niet aan een benchmark gebonden, maar ter vergelijking wordt het rendement afgezet tegen de LIBOR 3 Months Index. Schroder International Selection Fund wordt aangeduid als "Schroder ISF". Belangrijke informatie: Schroder International Selection Fund Strategic Bond (hierna het "Schroder ISF Strategic Bond") is een subfonds van Schroder ISF, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF en Schroder ISF Strategic Bond zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF en Schroder ISF [include sub-fund name] in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs of via [www.schroders.nl](http://www.schroders.nl). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Vrijgegeven voor publicatie door Schroders Investment Management Benelux N.V., World Trade Center, Tower a - Level 5, Strawinskylaan 521, 1077 XX Amsterdam. w42276

# BRITTEN PIONIEREN MET KICKBACKVRIJE FONDSEN

## BANKEN ZETTEN ER IN OP 'FUND OF FUNDS'

*Inspiratiebron voor Nederlandse financiële sector.*

TEKST: FRANK VAN ALPHEN

VERKOPERS VAN BELEGGINGSFONDSEN weten dat hun inkomsten vanaf 2014 scherp zullen dalen als gevolg van het verbod op de distributievergoeding. Bij beheer- en adviesklanten wordt dit verlies opgevangen door de klant een aparte vergoeding in rekening te brengen. Voor execution onlyklanten moeten banken nog een list bedenken. Wellicht komt de inspiratie uit Engeland.

Tal van private banks zijn aan het voorsorteren op de afschaffing van de kickbackfee. In het verleden was deze vergoeding, die grofweg varieert van 0,5 tot 1% per jaar van de fondswaarde, de onzichtbare betaling voor de dienstverlening van de bank. Bij advies- en beheerklanten, die doorgaans substantiële bedragen bij de bank stallen, ligt een alternatief verdienmodel voor de hand. Met name kleinere private banks zijn al overgestapt op een model waarbij de klant betaalt voor de dienstverlening.

Zo duidelijk als de situatie bij de advies- en beheerklanten is, zo onduidelijk is toekomst bij execution only, waar de bulk van het fondsvermogen zit. Miljoenen particulieren bezitten

**'Door de wetgeving moeten adviseurs er voldoen aan veel zwaardere opleidingseisen'**



KANTOOR TOEZICHTHOUDER FSA  
FOTO: BLOOMBERG

een handjevol beleggingsfondsen ter waarde van enkele tienduizenden euro's. Jaarlijks leveren deze klanten banken miljoenen aan inkomsten op waar ze weinig voor hoeven te doen.

### Brits voorbeeld

Banken en vermogensbeheerders zoals ING, Robeco, ASN, Binck en SNS willen nog weinig kwijt over de manier waarop ze deze dreigende inkomstendaling denken op te vangen. Een van de redenen is dat de details rond

de afschaffing van de kickbackfee nog niet bekend zijn.

Wellicht biedt de manier waarop Britse banken leren leven zonder verkoopcommissie aanknopingspunten. Groot-Brittannië loopt immers voor: daar werd de afschaffing al zes jaar geleden aangekondigd. Daar gaat onder de naam RDR ('retail distribution review') met ingang van volgend jaar al een streep door de distributievergoeding.

'Commissies worden over de hele linie vervangen door transparante

vergoedingen', zegt Peter Beckett, hoofd marketing continentaal Europa bij de Britse vermogensbeheerder Schroders. 'Een ander onderdeel van RDR is dat adviseurs aan strengere opleidingseisen moeten voldoen. Het doel is dat consumenten betere adviezen krijgen en er geen verborgen kosten meer zijn.'

Voor de makers van fondsen zijn de consequenties het minst groot. 'Wij en andere vermogensbeheerders moeten zorgen voor twee soorten fondsen: een zonder en een met commissie', zegt Beckett. 'Fondsen met commissie kunnen nog steeds worden verkocht, maar het is aan de verkopende partij de klant te melden dat een deel van zijn inleg naar de verkoper gaat.'

### Fund of funds

Fondsverkopers, zoals banken, internetbrokers en beleggingsadviseurs, krijgen het een stuk lastiger. De automatische inkomstenstroom uit de fondsen droogt langzaam maar zeker op. 'Veel distributeurs zijn er nog niet uit', zegt Beckett. 'Ik verwacht dat internetbrokers gaan concurreren op kosten en dienstverlening.'

Philip Warland, hoofd public policy bij de Fidelity Worldwide Investing in Londen, verwacht dat het doe-het-zelfdeel van de markt moet leren leven met veel lagere distributievergoedingen. Nu ontvangt een bank bij een aandelenfonds ten minste 50 basispunten per jaar voor zijn verkoopinspanning. 'Die vergoeding zal in de toekomst eerder in de orde van de 5 tot 10 basispunten liggen', zegt Warland. 'Andere partijen zullen een vast tarief rekenen voor toegang tot een handelsplatform.'

Britse banken, zoals Barclays, reageren op deze ontwikkeling door fondspakketten te ontwikkelen. 'Banken maken "fund of funds" die passen bij een bepaald beleggingsprofiel', zegt Warland. 'Die fondsen zijn bedoeld voor klanten die niet kunnen of willen betalen voor advies. Fondsmangers willen natuurlijk graag dat hun fonds in zo'n pakket terechtkomt. Bij de onderhandelingen daarover stellen banken eisen aan de fondsbeheerders. Die zullen in ruil voor een plekje in een fund of funds iets moeten doen aan hun eigen kosten.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.





## Schokdemping bij beleggen in opkomende markten

### ROBECO EMERGING CONSERVATIVE HIGH DIVIDEND EQUITIES

Ook in opkomende markten zijn beleggers eerder geneigd aandelen te kopen die 'hot' zijn. Aandelen buiten de spotlights zijn vaak goedkoper en hebben doorgaans minder last van grote koersschommelingen. Door zijn specifieke beleggingsaanpak kan het fonds Robeco Emerging Conservative High Dividend deze aandelen vroegtijdig identificeren. Zo kunt u naar verwachting zowel het marktrendement van opkomende markten realiseren alsook het hoge aandelenrisico van deze markten deels dempen. Daarnaast streeft het fonds naar een jaarlijkse dividenduitkering van 5%.

**Anders kijken,  
anders doen.**

Kijk voor meer informatie op [www.robeco.nl/emerging](http://www.robeco.nl/emerging)

Robeco Emerging Conservative High Dividend Equities is een subfonds van Robeco Capital Growth Funds SICAV, dat een vergunning heeft van de Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) te Luxemburg. Robeco Emerging Conservative High Dividend Equities is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten in Amsterdam. Voor Robeco Emerging Conservative High Dividend Equities is Essentiële beleggersinformatie en een prospectus opgesteld. Deze zijn kosteloos te verkrijgen via [www.robeco.nl](http://www.robeco.nl).

**ROBECO**  
The Investment Engineers

# Factorpremies maken het verschil

## ONTDEK WAT FACTOR INVESTING AAN UW PORTEFEUILLE KAN TOEVOEGEN

“Dat outperformance alleen kan worden behaald in inefficiënte markten kunt u beter vergeten. Het is een mythe die wetenschappelijk niet onderbouwd kan worden.” Zo start Joop Huij zijn presentatie op het vijfde Fondsevent in het World Forum in Den Haag.

Joop Huij werkt als Senior Researcher bij Robeco Investment Solutions & Research. Daarnaast is Huij verbonden aan de Rotterdam School of Management als Associate Professor of Finance.

Robeco heeft een grootschalig internationaal onderzoek uitgevoerd naar de toegevoegde waarde van actief vermogensbeheer. Huij vond grote verschillen in de toegevoegde waarde van actief beheer in verschillende markten. In sommige markten laten de best presterende fondsen een systematische outperformance zien van meer dan 6 procent per jaar, terwijl in andere markten zelfs de best presterende fondsen achterblijven bij hun benchmark.

Vaak wordt aangenomen dat de toegevoegde waarde van actief beheer voornamelijk gevonden kan worden in inefficiënte markten. Desondanks laat Huij zien dat hier totaal geen empirisch bewijs voor te vinden is. Huij noemt dit schokkend omdat modelportefeuilles vaak ingericht worden door actief risicobudget in te zetten in inefficiënte markten (zoals small caps en emerging markets), terwijl exposures naar ontwikkelde markten worden ingevuld met passieve producten als indexfondsen en trackers.

### Market breadth

Huij laat zien dat marktefficiëntie geen verklarende kracht heeft voor

outperformance, maar hij laat ook zien wat de verschillen in outperformance over markten nu wel verklaart: de market breadth, het aantal beleggingsmogelijkheden dat markten bieden aan beleggers. Het is makkelijker om waarde toe te voegen met actief vermogensbeheer in markten die meer beleggingsmogelijkheden bieden dan in markten met een lage breadth. Deze bevinding heeft vergaande gevolgen omdat juist ontwikkelde markten veel beleggingsmogelijkheden blijken te bieden. Huij pleit ervoor om juist in deze markten actief risicobudget in te zetten.

### Factorpremies maken het verschil

Huij gaat verder en laat ook zien waar de performance van de best presterende fondsen vandaan komt. “De performance van de best presterende fondsen kan voor een groot deel worden toegeschreven aan factorpremies als low volatility, small caps, value en momentum,” aldus Huij.

Huij verwijst naar een populair onderzoek van Ang, Goetzmann en Schaefer, die in 2009 de performance van het Noorse petroleumfonds hebben geëvalueerd. Dit Noorse staatsfonds is met een beheerd vermogen van circa \$ 600 miljard een van de grootste ter wereld. Ook deze onderzoekers concludeerden dat een groot gedeelte van de toegevoegde waarde komt van de factorpremies.



Joop Huij

“Op zich is dit dus geen nieuwe bevinding. Het nieuwe en unieke zit in de aanbeveling om direct naar deze factoren alloceren; al in de strategische assetallocatie.”

Dus in plaats van een modelportefeuille in te richten langs regio's en sectoren, pleit Huij ervoor om de portefeuille in te richten langs de low volatility, value, en momentumpremies. Grote vooroplopende institutionele partijen volgen al een dergelijke benadering.

### Hoe kan ik hiervan profiteren?

Robeco biedt verschillende producten aan om te beleggen in factorpremies. Een van de mogelijkheden is om te beleggen in de Conservative fondsen van Robeco die beleggers toegang geven tot de low volatility premie. Voor meer informatie kijkt u op [www.robeco.nl/conservative](http://www.robeco.nl/conservative).

### Belangrijke informatie

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.



# BIOTECH IS EEN BLIJVERTJE

## CORRELATIE MET ECONOMISCH SENTIMENT IS FORS AFGENOMEN

*De als grillig bekendstaande biotechfondsen boeken sinds kort goede beursrendementen. Is er fundamenteel iets veranderd in de sector?*

TEKST: MIRANDA SCHOUTSEN

DE RECENTE BEURSPRESTATIES van de biotechsector springen behoorlijk in het oog. Veelgebruikte indices als de NASDAQ Biotechnology Index (NBI) en de MSCI World Biotechnology realiseerden dit jaar al een stijging van ruim 37%. En ook in het lastige aandeeljaar 2011, waarin alleen defensieve sectoren floreerden, wisten sommige biotechfondsen in het positieve territorium te blijven.

De belegger die wel gecharmeerd is van deze rendementen zal zich afvragen waar deze hun oorsprong vinden: This time it's different? Er zijn zeker zaken veranderd, meent Rudi van den Eynde, fondsmanager van het Dexia Biotechnology Equity Fund. 'De sector is geëvolueerd, en belangrijker nog, qua beleggerspubliek volwassener geworden. Tot een aantal jaren geleden gingen bij de minste onzekerheid op de beurs meteen alle biotechnologieaandelen onderuit. Beleggers die nu in biotech zitten hebben hun huiswerk goed gedaan. Onrust op de beurs is geen reden meer om biotech meteen weg

**'Dankzij doorbraak in het onderzoek naar het menselijk DNA is biotech nu een groeisector'**

te doen. De correlatie met het economische sentiment is tegenwoordig een stuk lager.'

Biotechbedrijven richten zich vaak op moeilijk behandelbare ziekten zoals diverse kankersoorten, auto-immuunziekten en multiple sclerose. 'Op deze gebieden is de laatste tijd veel vooruitgang geboekt', vindt Walter Niemöller, beleggingsanalist Healthcare bij ING Investment Office. De goede performance is volgens hem te danken aan een beter dan verwachte omzettingontwikkeling en tekenen van verbetering in de productenpijplijn.

'Het is een groeisector die veel voorspelbaarder is geworden', zegt Edith Thouin, analist farmacie en biotech bij ABN Amro Private Banking. Het jaar 2002, waarin na jarenlang onderzoek het menselijk DNA volledig in kaart was gebracht, zorgde volgens haar voor een belangrijk draaipunt. 'Alle nieuwe elementen die daaruit voortkwamen, hebben onderzoekers geholpen om veel gerichtere oplossingen te kunnen zoeken.'

### Acceptatie bij grote publiek

De geneesmiddelen die in de jaren daarna werden ontwikkeld, zijn op biologische basis. Zij zijn gebaseerd op kennis van het DNA en de mutaties die bepaalde ziektebeelden veroorzaken, legt Thouin uit. 'Dat heeft als bijkomend voordeel dat ook de veiligheidsprofielen veel beter zijn.' De research is veel doelgerichter, de werking van medicijnen is veel beter voorspelbaar en onderzoeken hoeven veel minder vaak afgebroken te worden.

'Het is ook niet meer zo moeilijk voor biotechbedrijven om aan kapitaal te komen. Het risicokapitaal in de biotechsector is daardoor veel minder voornaam', meent de biotechnanalist. 'Steeds meer andere partijen zijn bereid om te investeren.'

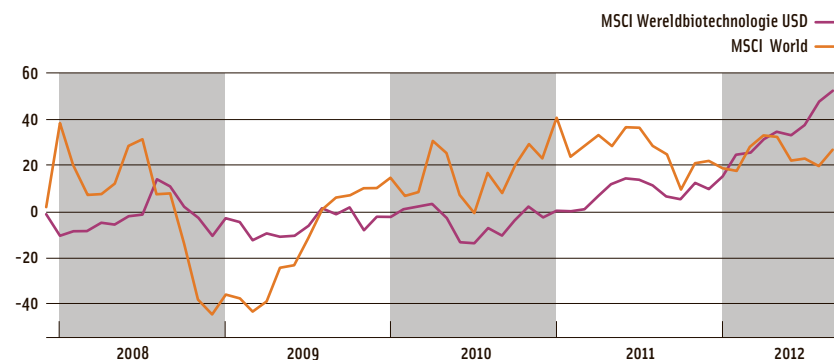
Volgens Van den Eynde heeft ook de verbeterde informatievoorziening bijgedragen aan de acceptatie bij een groter beleggerspubliek. Er zijn veel meer data beschikbaar gekomen, via dataleveranciers als IMS en Wolters Kluwer, over medicijnen die reeds omzet genereren. 'Daardoor hebben professionele beleggers veel beter zicht op wat er gebeurt', vertelt Van den Eynde van Dexia.

Recente overnames van biotechbedrijven door grote farmaceutische concerns, die versterking van hun productenpijplijn zochten, hebben uiteraard bijgedragen aan de koersontwikkeling, voegt Niemöller toe. 'Voorbeelden zijn

onder andere de overname van Genzyme door Sanofi-Aventis en Human Genome Sciences door GlaxoSmithKline.' Die overnames hangen overigens samen met het feit dat de farmaceutische concerns, waarvan de waarderingen volgens Niemöller niet al te hoog zijn, in de periode 2011 tot 2015 veel patenten verliezen. Er komen steeds meer goedkope alternatieven voor de dure merkmedicijnen beschikbaar.

'Agressieve marketing en kopieën van producten konden de omzet nog een tijd overeind houden', verklaart Thouin. 'Maar bij de oude stijl farmabedrijven is de afgelopen jaren het besef doorgedrongen dat de opvolgers van de aflopende patenten uit de biologische kant moesten komen', voegt zij daaraan toe. En daar hadden deze concerns niet in geïnvesteerd. 'Deze bedrijven beschikken over heel veel kapitaal en aflopende patenten. En dat wordt nu in biotech geïnvesteerd.'

Biotechnologie-index vs MSCI World



ILLUSTRATIE: ELS ENGEL

Bron: Bloomberg



Volgens Van den Eynde is de pijn van effectieve medicijnen voor de komende jaren nog goed gevuld. 'En als deze medicijnen worden goedgekeurd, dan ligt de prijszetting ervan op niveaus die voor biotechnologie nog zeer rendabel zijn. Het kan gaan om ernstige ziektebeelden en daardoor soms over relatief lage aantallen patiënten, maar de prijs per patiënt kan hoog liggen.'

Maar met de recente koersstijgingen van tientallen procenten zouden deze positieve ontwikkelingen ook zomaar al in de koersen verwerkt kunnen zijn. Van den Eynde denkt van niet. 'De huidige niveaus weerspiegelen goede fundamenten op basis van degelijke medische data.'

Niemöller van ING is terughoudend en noemt een directe belegging in kleinere biotechaandelen 'vrij risicovol'. De waarderingen van grote biotechbedrijven hebben volgens hem de bovenkant van historische bandbreedtes bereikt. Dat maakt hem voorzichtig, 'te meer daar biotechbedrijven geen of nauwelijks dividendrendement bieden'. Bij de huidige onzekere economische omstandigheden blijft ING daarom een relatieve beleggingsvoorkeur houden voor de farmaceutische sector.

Terwijl biotech vorig jaar profiteerde van de draai van aandelenbeurzen naar defensieve sectoren, blijft deze subsector volgens Niemöller toch zeer gevoelig voor tegenvallers in de productontwikkeling. 'En biotech heeft nog altijd een hoog afbreukrisico als het gaat om schadeclaims wegens nadelige bijwerkingen van producten.'

### Complex vakgebied

Ondanks de naar zijn mening positieve ontwikkeling van de sector zou ook Van den Eynde van Dexia particuliere beleggers ontraden om direct in individuele aandelen te beleggen. 'Het blijft natuurlijk een niche. Je moet zeer goed op de hoogte zijn van de ziektes en de werking van medicijnen. In het klinische stadium kan alsnog blijken dat medicijnen het niet halen vanwege bijwerkingen bij patiënt nummer zoveel.'

## 'Let op: het verschil tussen de winnaars en de verliezers in deze sector is nog altijd zeer groot'

Maar beleggingen in een goed gediversifieerd mandje met biotechaandelen zijn volgens Van den Eynde relatief defensief van karakter geworden. 'In het lastige beleggersjaar 2011 hebben sommige biotechfondsen toch licht positief gescoord.'

'Natuurlijk zijn er altijd van die fases dat iedereen heel enthousiast wordt over een subsector', geeft Thouin aan. 'Hoewel ik denk dat het een terechte inschatting is van de omzet die verwacht wordt. Dit is wel een erkenning van de successen die geboekt worden.' Volgens haar bevindt de sector zich eerder in een beginfase dan in een eindfase. 'Steeds meer professionele beleggers stappen in en daarnaast zijn er de farmabedrijven die hun kapitaal heralloceren richting biotech.' De ABN Amro-analist vindt het niet meer dan begrijpelijk dat de particuliere belegger nog wat aarzelt. 'Het is geen eenvoudig te doorgronden vakgebied. Het kost wat tijd voor de doorsnee belegger om hier vertrouwd mee te raken.'

Er zijn voor de particulier verschillende manieren om blootstelling aan deze sector te verkrijgen. 'Aan de ene kant hebben we bij ABN Amro flink veel beleggers die er de voorkeur aan geven via beleggingsfondsen in te stappen', zegt Thouin. 'Ook vanwege

de spreidingsmogelijkheden. Wij bieden onder andere de fondsen van UBS en Pictet aan.' Het voordeel is dat de belegger dan ook blootstelling heeft aan de wat kleinere, meer experimentele bedrijven. Maar zij vindt de risico's van een directe aandelenbelegging in de grote farmaconcerns zeker overzienbaar voor de particuliere belegger. 'Wij hebben ook op individuele namen sterke koopaanbevelingen. Aandelen als Amgen en GileadSciences vinden wij zeer interessant. Die laatste komt binnenkort met nieuwe medicijnen tegen hepatitis-C en aids.'

Naast beleggingsfondsen en aandelen zijn er diverse indextrackers op de markt die inspelen op biotech. Deze laatste producten bieden ook de voordelen van een gediversifieerd mandje aandelen. Maar volgens Van den Eynde zijn deze producten voor de biotechsector niet de beste optie. 'Het verschil tussen de winnaars en de verliezers is in deze sector te groot.' Ook bestaat er de mogelijkheid om via warrants, turbo's of andere gestructureerde producten in biotech te stappen. De meeste zijn ook verkrijgbaar via online brokers als bijvoorbeeld BinckBank. ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# DE ZWITSERSE BERGSTAAT SMELT

*De economische crisis en de jacht op belastingontduikers tasten de pijlers onder Zwitserland financieel centrum aan. Het bankgeheim dreigt verloren te gaan, buitenlandse banken trekken weg.*

TEKST: RENSKHE HEDDEMA

DE ONTVANGSTBALIE VAN Credit Suisse aan de Paradeplatz ademt discretie. Datzelfde geldt voor de balies van UBS, Julius Bär en Vontobel, even verderop. Onberispelijk geklede Zwitserse balie-medewerkers verbasteren de namen van hun Nederlandse relatiemanagers en cliënten. Het geeft niet. Sterker nog, het scheidt vertrouwen. Eenmaal boven wordt de bezoeker door een aantal sluisen, wachtkamers en gangen naar een spreekkamer geleid. Hier wordt kapitaal beheerd ver van de 'ons kent ons'-atmosfeer en de fiscale banden van het thuisland. Hier is privacy nog steeds het uiterste gebod.

Privacy, zeggen Nederlandse bankiers en fiscalisten in Zürich, blijft het onderscheidende kenmerk waarom Nederlandse ondernemers en 'privatiërs' hun kapitaal in Zwitserland stallen. Nu het parkeren van ongedeclareerde vermogens voorbij is, blijft de kwaliteit van de dienstverlening, de discretie en de veiligheid van 'Finanzplatz Schweiz' de reden om in Zwitserland te blijven bankieren. In het vermogensbeheer voor buitenlandse klanten is Zwitserland nog steeds nummer één. Zwitserse banken hadden eind vorig jaar \$ 3100 miljard onder beheer,

wat neerkomt op een wereldwijd marktaandeel van 27%.

Maar de sector bloedt. Amerikaanse en Europese overheden willen hun niet-gedeclareerde belastinggeld terug. Eind vorig jaar werkten er zo'n 143.000 mensen in de financiële wereld tussen Zürich en Genève. Dat wordt snel minder. UBS en CS zijn bezig samen zo'n 7000 mensen te ontslaan. 15% van de banken is al verdwenen, kleine huizen worden opgeslokt. De duizenden onafhankelijke vermogensbeheerders, die vaak nog ongedeclareerd geld beheren, zullen door toenemende complianceregels van de markt worden gedrukt. Oud-UBS-ceo Oswald Grubel voorspelt een banenverlies van 50.000 voor de hele sector in Zwitserland. Zijn UBS-collega, directeur vermogensbeheer Jürg Zeltner, heeft het over honderden miljarden euro's verlies in de komende jaren.

## Bankgeheim erodeert

'Altlasten' – onopgeruimd zwart vermogen in de boeken – blijft de sector plagen. Sinds de Amerikanen in 2007 UBS de eerste klap toebrachten, heeft de erosie van het bankgeheim zich snel uitgebreid. Met een boete van \$ 780 miljoen en het openleggen van 5000 bankrekeningen kocht UBS zijn medeplichtigheid aan belastingfraude af. In

drie jaar haalden klanten zo'n \$ 250 miljard van de bank. Wat even leek op een cyclische teruggang, bleek een structureel probleem. Gecodeerde lijsten met bankrekeningen en relatiemanagers zijn door de Zwitserse overheid overgedragen aan de Amerikaanse justitie. Er worden nog steeds miljoenenboetes aan de VS betaald; tegen andere Zwitserse banken lopen nog procedures. Klokkenluider Bradley Birkenfeld, die zijn oud-werkgever UBS had aangegeven bij de Amerikaanse overheid, kreeg in september de duizelingwekkende schadevergoeding van \$ 104 miljoen toebedeeld.

De signaalwerking is onmiskenbaar. Zwitserse banken zijn Amerikaanse klanten dan ook liever kwijt dan rijk. Alleen een bank als Vontobel is in deze niche gesprongen en specialiseert zich in dit segment.

Van de EU-landen is Zwitserland

ook nog niet af. 'Bundesländer' als Noordrijn-Westfalen maken gretig gebruik van gestolen cd's met bankrekeningen van Duitse burgers in Zwitserland. Duitsland liet zelfs belastinginspecteurs onderzoek doen op Zwitsers grondgebied. Het belastingverdrag dat de regeringen in 2011 hebben gesloten, dreigt door tegenstand in beide landen te stranden. De regering in Berlijn zou de 10 tot 12 miljard ontdoken belastinggeld in één keer willen incasseren, maar de Bundesländer willen meer terugzien van de € 150 miljard aan ongedeclareerd Duits vermogen dat vermoed wordt op Zwitserse banken.

De Franse autoriteiten deden vorige week een inval bij het hoofdkantoor van UBS in Parijs. Bovendien wil de regering-Hollande Franse burgers in Zwitserland voortaan Franse erfbelasting laten betalen. De compensatiebelasting ('Abgeltungssteuer') over oude banktegoeden is alleen met Engeland en Oostenrijk geregeld. Maar die verdragen kan het Zwitserse volk nog torpederen in een referendum.

In dit rauwe klimaat konden de meeste Nederlandse banken de risico's van rommelkapitaal in hun boeken niet meer aan. In 2010 werd ING Bank Switzerland ingelijfd door Julius Bär, mede gedwongen door de EU. Bang

**'Nederlandse banken konden het risico van rommelkapitaal niet meer aan'**



ZÜRICH  
FOTO: ISTOCKPHOTO

om zijn triple A-status te verliezen, deed Rabo zijn portfolio die bij Sarasin in Basel was ondergebracht over aan de Braziliaanse familiebank Safran. In 2011 kon UBP uit Genève de Zwitserse private bank van ABN Amro overnemen, volgens ingewijden voor een appel en een ei. Hoeveel ongedeclareerd vermogen de portefeuilles bevatten, blijft de vraag. Maar zeker een bank met staatsondersteuning als ABN Amro kan het zich niet veroorloven geassocieerd te worden met 'ongekend vermogen', zoals het eufemisme binnen de branche luidt. Bij het verlies van het verdienmodel 'bankgeheim' zijn de kosten van een omslag eenvoudig te hoog, de schaal van de Nederlandse private banken te klein.

Tegenover deze sterfhuisconstructie staan banken die hun kans grijpen. Eén Nederlandse bank – Van Lanschot – sluit zijn kantoren in Luxemburg en Curaçao en concentreert al zijn buitenlandse activiteiten in Zwitserland. Van hieruit worden uitsluitend Nederlandse en Belgische vermogende cliënten bediend. De boeken, waarin cliëntengegevens anoniem zijn weergegeven, worden gecontroleerd door de Nederlandse Bank, in nauwe samenwerking met de Zwitserse toezichthouder Finma. Ongedeclareerd vermogen is er niet meer bij, het herschikken van kapitaal, het anonimiseren van vermogen wordt een kerntaak. Zwitsers private banking voor West-Europese klanten is steeds meer een kwestie van fiscale optimalisatie.

Een bank in Zwitserland mag duurder zijn, in een periode dat een toenemend aantal Nederlandse directeuren-eigenaren van bedrijven met pensioen gaat, blijft het nieuwe

productenpalet aantrekkelijk. Gepensioneerde vermogenden vestigen zich metterwoon in Zwitserland, waar ze in veel kantons mooie regelingen met de fiscus kunnen treffen. Of ze stichten elders een vennootschap en creëren een trust in Zwitserland. De sterke frank is een welkome alternatieve valuta bij een aanhoudend onzekere euro. De rente staat in Zwitserland dramatisch laag, wat mogelijkheden voor goedkoop krediet biedt.

### Ondernemende bankiers

Ook bij Credit Suisse zit een geheel Nederlands team, dat zich op Nederlandse vermogenden specialiseert. De groep, die ABN Amro Zwitserland twee jaar geleden al verliet, trekt een nieuw type relatiemanager aan. De gesloten vermogensbeheerder die één keer per jaar met zijn cliënt kon gaan lunchen, heeft plaatsgemaakt voor een proactieve, ondernemende bankier. Met gedeclareerd vermogen moet

## Zwitserse banken verleggen de focus naar Azië, dat nu al een fors deel van de omzet genereert

hard gewerkt worden, met instrumenten die gaan van private equity, hedge funds tot 'global custody': het bewaren van assets die over de hele wereld kunnen worden beheerd. Er is ruimte in deze markt, er is potentieel. De verwachting is dan ook dat Nederlandse banken terug zullen komen als de kruitdampen tussen Zürich en Genève eenmaal zijn opgetrokken.

Inmiddels heeft de Zwitserse financiële industrie zijn focus verlegd. In Azië-Pacific, Oost-Europa en het nabije Oosten is de expansie enorm.

Ook een kleinere bank als Julius Bär heeft al een derde van zijn klantenbestand in Azië; de ambitie is om in 2015 de helft van de omzet daar te genereren. Met de recente acquisitie van het Amerikaans Merrill Lynch wordt de wereldwijde aanwezigheid versterkt. Klanten in opkomende markten worden thuis bediend: een reis naar Zürich of Genève is overbodig geworden. Nieuw kapitaal vloeit naar de banken toe, onder minder strenge complianceregels die in de opkomende markten gelden. De vergelijking met de sigarettenindustrie dringt zich op: het rookverbod in westerse landen wordt gecompenseerd door de opkomende markten.

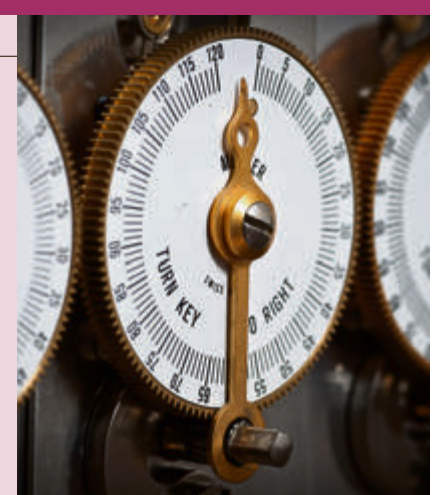
Een analist trekt een andere vergelijking. In de jaren tachtig was de Zwitserse horloge-industrie op sterven na dood. Via de massaproductie van goedkope plastic kwartshorloges bracht de firma Swatch de industrie terug op de kaart. Zo werd de vraag naar het dure mechanische uurwerk, 'made in Switzerland', opnieuw opgebouwd. Op dit moment is de Zwitserse horloge-industrie met aanhoudende winstmarges tot 20% de sterkste branche van het land. De financiële industrie zit onder de nullijn, samen met de boeren en de horeca. Maar de Zwitsers zijn zojuist weer uitgeroepen tot wereldkampioen innovatie. Er is geen reden aan te nemen dat deze innovatiekracht verdwijnt als het om hun banken gaat. ■

RENSEK HEDDEMA IS FREELANCE CORRESPONDENT IN ZWITSERLAND EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

### CAVALIERSDELIKT

## HET BANKGEHEIM

Banken stelden geen vragen bij het openen van een Zwitserse bankrekening en de Zwitserse autoriteiten gaven geen inlichtingen aan het buitenland over mogelijk zwart geld. Zo werd belastingontduiking de kurk waarop de bankensector dreef. Belastingontduiking geldt in Zwitserland als vergeetachtigheid, het is een zogenaamd 'Cavaliersdelikt'. Alleen als iemand ook crimineel is volgens de Zwitserse wet wordt juridische hulp aan buitenlandse autoriteiten verleend. De nieuwe koers is dat Zwitserland nu ook helpt bij het opsporen van belastingontduiking door buitenlandse rekeninghouders. Dat geldt niet alleen voor individuele verdenkingen, maar ook bij verdachte financiële patronen. Een bankrekening openen voor zwart geld is in Zwitserland vrijwel onmogelijk geworden. Maar het wetsartikel dat een Zwitserse bankier gevangenisstraf kan krijgen als hij over cliënten praat, geldt nog steeds.





# EUROPESE AANDELEN GOEDKOPER, MAAR OOK AANTREKKELIJKER?

## STIJGING VAN S&P 500-INDEX WAS SINDS 2009 SUPERIEUR

*Beleggers wachten het moment af dat de markt een definitieve wending neemt en de risico-aversie omslaat in risico-appetite.*

TEKST: HARM LUTTIKHEDDE

HET IS VOORJAAR 2009 als de aandelenbeurzen in Europa en de Verenigde Staten hun koerswinsten sinds het uiteenspatten van de internetbubbel aan het begin van het nieuwe millennium in recordtempo hebben verspeeld. De financiële crisis is zo ernstig dat sommigen waarschuwen voor een herhaling van de depressie zoals in de jaren dertig, mogelijk zelfs het einde van het kapitalistische tijdperk.

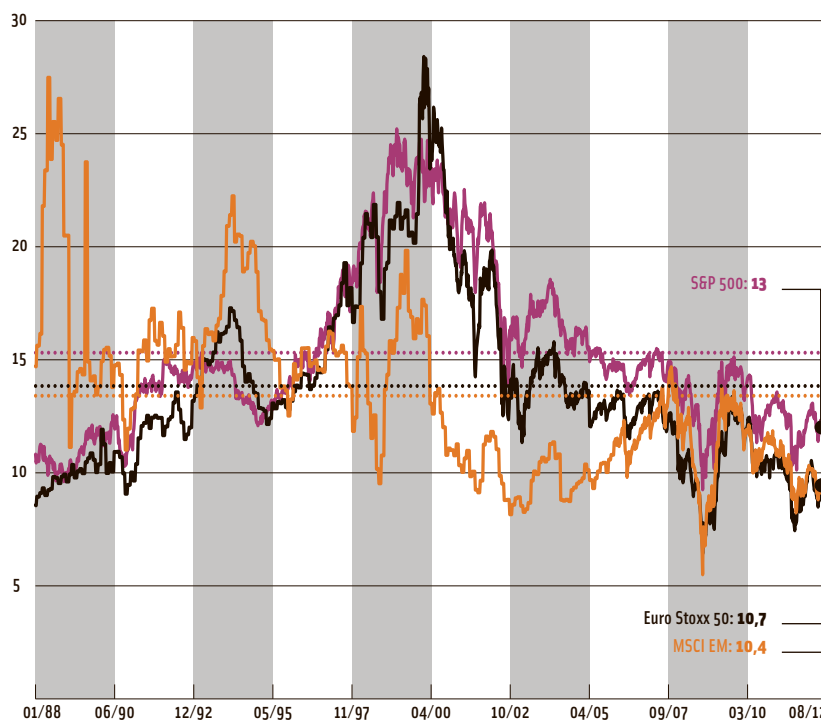
De optimistische belegger ziet echter dat het ergste leed is geleden en durft dan juist weer in aandelen te stappen. De vraag voor welke stukken hij zal gaan, is daarbij zelden zo gemakkelijk geweest. Elk bedrijf dat nog stevig overeind staat, Europees of Amerikaans, is koopwaardig. Vrijwel alles is goedkoop, of het nu ASML, Coca-Cola of Shell is. Alleen financials worden gemeden.

Herfst 2012 staat de vraag andermaal op de agenda: is het een goed moment om in aandelen te beleggen? Bank of America vindt van wel. Zij verwacht dat de S&P 500 volgend jaar naar een recordhoogte zal stijgen, ter-

### Ramingen aandelen relatief aantrekkelijk

Geschatte jaarlijkse K/W

- ..... Gemiddelde K/W S&P 500
- ..... Gemiddelde K/W Euro Stoxx 50
- ..... Gemiddelde K/W Opkomende markten



GRAFIEK: ELS ENGEL

wijl Goldman Sachs juist adviseert om onmiddellijk uit Amerikaanse aandelen te stappen.

‘De belangrijkste vraag die wij ons in dit verband stellen is: waar staan we op dit moment in de economische cyclus? Daar besteden wij veel tijd aan’, zegt Didier Saint-Georges, member beleggingscomité van de Franse vermogensbeheerder Carmignac Gestion. Het antwoord op zijn vraag heeft hij echter niet. ‘Dat komt omdat centrale banken en overheden meer dan ooit tevoren invloed uitoefenen op de cyclus van de economieën in de verschillende regio’s.’

Portefeuillemanager Jeroen Bresser van Sparinvest Value Team beaamt dat. ‘Stimuleringsmaatregelen, harde bezuinigingen, “quantitative easing”, noodfondsen en de dreiging van een harde landing in China, het domineerde de afgelopen periode de krantenkoppen.’

Maar in tegenstelling tot enkele jaren geleden zal de belegger die nu instapt voor minder gemakkelijke keuzes staan. Bijvoorbeeld die tussen Europa en Amerika, de twee belangrijkste regio’s in vrijwel elke portefeuille. Gelet op de koersontwikkeling van de

belangrijkste indices lijken Europese aandelen goedkoper dan Amerikaanse. Zo is de breed samengestelde S&P 500-index ten opzichte van het dieptepunt in maart 2009 met 108% gestegen, terwijl de Europese tegenhanger, de Stoxx Europe 600, tot nu toe is blijven steken op 73%.

## Europa aantrekkelijk

Ook op basis van waarderingen komen Europese aandelen als goedkoper uit de bus. 'De verhouding tussen de koers en de voor de komende twaalf maanden verwachte winst per aandeel (12 months forward P/E) voor de MSCI Europe Index was in augustus 9,4 en voor de MSCI USA Index 11,6. Beide zijn onder hun langetermijngemiddelden', aldus Matthias Hoppe, portfoliomanager bij Franklin Templeton Multi-Asset Strategies.

'Kijk je naar de voor cyclische patronen aangepaste koers-winstverhouding (CAPE), door de gemiddelde winst over tien jaar te nemen, dan lijken Europese aandelen naar onze mening zelfs nog aantrekkelijker. De MSCI Europe ex UK Index heeft een CAPE van 12 vergeleken met een historisch gemiddelde van 20. In de VS staat deze ratio op 18,4 vergeleken met een langetermijngemiddelde van 19,3.'

Toch verkiest hij op de korte termijn Amerikaanse aandelen boven Europese, vanwege de hogere winstverwachtingen voor Amerikaanse bedrijven. 'De winsten in Europa zullen waarschijnlijk onder aanzienlijke druk blijven staan in de komende maanden als gevolg van de economische recessie in die regio en de slechts beperkte groei in de rest van de wereld.'

'Afgaande op de koers-winstverhouding, de boekwaarde en het dividendrendement zijn aandelen in Europa inderdaad goedkoper dan in de VS, hoewel het verschil door de recente rally op de Europese aandelenbeurzen is gekrompen', zegt Jeroen Bresser.

De beleggingsstrategie van de

**'De verschillen in waardering tussen cyclische en niet-cyclische bedrijven zijn overtrokken'**



RYDER CUP: EUROPA BINDT STRIJD AAN MET DE VS

FOTO: CORBIS

Deense vermogensbeheerder is gebaseerd op 'value investing', naar het idee van de Amerikaanse econoom Benjamin Graham uit de jaren '30. Graham was degene die superbelegger Warren Buffett het vak leerde. Bij waardebeleggen staat het beleggen in ondergevalueerde bedrijven centraal.

'Circa 28% van het totale aantal Europese bedrijven met een marktkapitalisatie van ten minste € 1 miljard handelt beneden tien keer de verwachte winst, in vergelijking met 16% voor Noord-Amerika. Dit is wat wij onze "opportunity set" noemen. Dus ook voor ons geldt dat Europa nu relatief gezien aantrekkelijker is.'

Maar de in Kopenhagen werkzame Nederlander kijkt ook naar andere maatstaven voor de waardering van een aandeel, zoals de schuldpositie, de balans en de kasstroom. 'Wij vinden het bijvoorbeeld belangrijk dat een bedrijf een sterke kasstroom genereert. De kasstroom is namelijk een indicator voor het vermogen om dividend uit te keren en overnames te doen. In dat opzicht tonen Amerikaanse bedrijven zich weer beter dan Europese. Dat is deels te verklaren doordat Amerikaanse bedrijven over het algemeen minder

kapitaalintensief zijn, oftewel minder in machines hoeven te investeren.'

Didier Saint-Georges van Carmignac zegt dat het opwaartse potentieel van Europese aandelen ontegenzeggelijk groter is, maar ook hij benadrukt dat dit tijdens de zomermaanden afgenomen is. 'Terwijl de koers van aandelen afgelopen maanden steeg, stelden analisten de winstverwachtingen naar beneden bij. Voor de EuroStoxx50 steeg de koers-winstverhouding daardoor van 9 naar 12, vergeleken met een historisch gemiddelde van 14.'

## Bubbelachtige vormen

De nog resterende 'discount' van Europese aandelen vindt Saint-Georges vooralsnog gerechtvaardigd, vanwege de zwak presterende economie en de existentiële crisis in de Europese Unie. Met betrekking tot dat laatste ziet hij wel lichtpuntjes: 'Na de toezegging van Europese Centrale Bank-voorzitter Mario Draghi om de euro te redden en de serieuze bezuinigingen van Spanje geloven we dat er een "fair amount" risico uit de markt is genomen. Hierdoor hebben we bijvoorbeeld voor het eerst in twee jaar weer Europese banken opgenomen in onze portefeuilles.'

Veel Europese investeerders wachten nu op het moment dat de markt een definitieve wending neemt, waarbij risico-aversie omslaat in 'risk-appetite', aldus Saint-Georges. 'Dat zou het signaal zijn om de exposure naar met name cyclische bedrijven te vergroten. En dan kan het hard gaan, omdat grote hoeveelheden liquiditeiten staan geparkeerd in geldmarktfondsen of Duitse staatsobligaties.'

De huidige waarderingverschillen tussen cyclische bedrijven en niet-cyclische bedrijven, met voorspelbare winsten als Heineken en Nestlé, zijn overtrokken, vindt Jeroen Bresser. 'De verschillen zijn in meer dan tien jaar niet zo groot geweest. Beleggers zijn op dit moment bereid hoge multiples te betalen voor aandelen met een voorspelbare winstontwikkeling. Vergelijkbare verschillen zie je ook terug tussen lage en hoge volatiliteitsaandelen en de koersontwikkeling van groei- en waarde aandelen. Deze verschillen nemen bijna bubbelachtige vormen aan.'

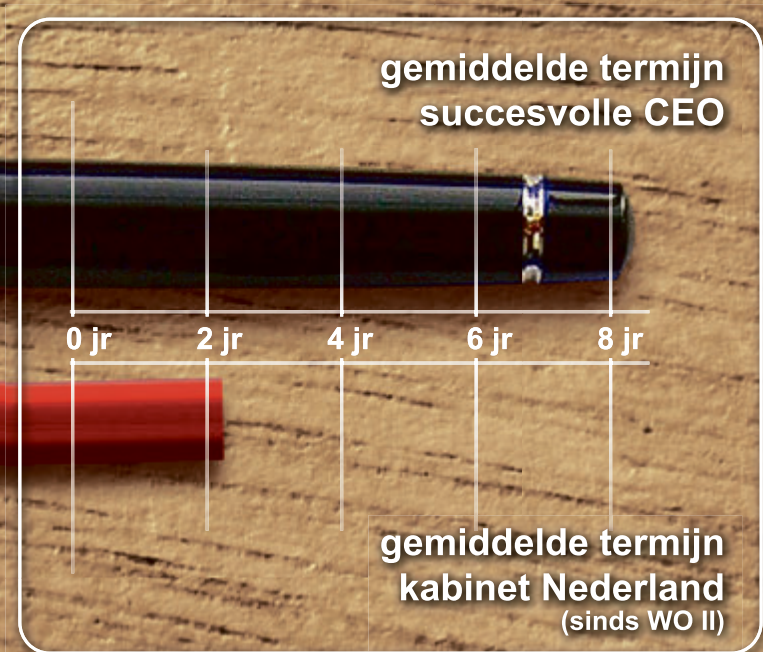
Sparinvest heeft vanuit zijn beleggingsfilosofie een hoge exposure naar cyclische bedrijven in sectoren als de industrie en consumentengoederen. Dat cyclische bedrijven op de beurs zo achtergebleven zijn, vindt Bresser onterecht. 'Er wordt vaak gezegd dat beleggen in cyclische bedrijven meer risico met zich meebrengt. Het klopt dat de winstontwikkeling minder voorspelbaar is, maar cyclisch betekent niet automatisch lagere kwaliteit. Beleggers vergeten veelal dat cyclische bedrijven hun kostenbasis momenteel sterk verlagen en over het algemeen heel conservatief gefinancierd zijn. Maar dit komt niet tot uitdrukking in de waardering multiples.'

Het belangrijkste voor een herstel van cyclische aandelen is een verbetering van de economische groeiverwachtingen, en met name in China, stelt onderzoeker Dominic Wilson van Goldman Sachs. Een volledige 'reversal' acht hij echter onwaarschijnlijk vanwege de hoge correlatie tussen de waardering van defensieve aandelen en de rente op staatsobligaties. 'Zolang de yield op staatsobligaties relatief laag is, zullen defensieve aandelen naar verwachting een hogere waardering houden dan normaal.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# Krijgt het komende kabinet ditmaal wat meer tijd?



## Kritisch beleggen in obligaties

Wat is het belang van een lange tijdshorizon voor een regering? Dit soort kritische vragen stellen onze fondsmanagers om betere beleggingsbeslissingen te maken. Zij krijgen meer inzicht door bijvoorbeeld de gemiddelde regeringsduur van verschillende landen te vergelijken met de gemiddelde termijn van een succesvolle CEO. U ziet, kritisch denken loont.

Op onze website geven verschillende kritische denkers hun perspectief op deze en andere vragen over Nederland. Kijkt u eens op [www.deltalloyd.nl/kritischbeleggen](http://www.deltalloyd.nl/kritischbeleggen).

*Kritisch op het juiste moment* **delta lloyd**

De Delta Lloyd beleggingsfondsen zijn als beleggingsinstelling opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten.



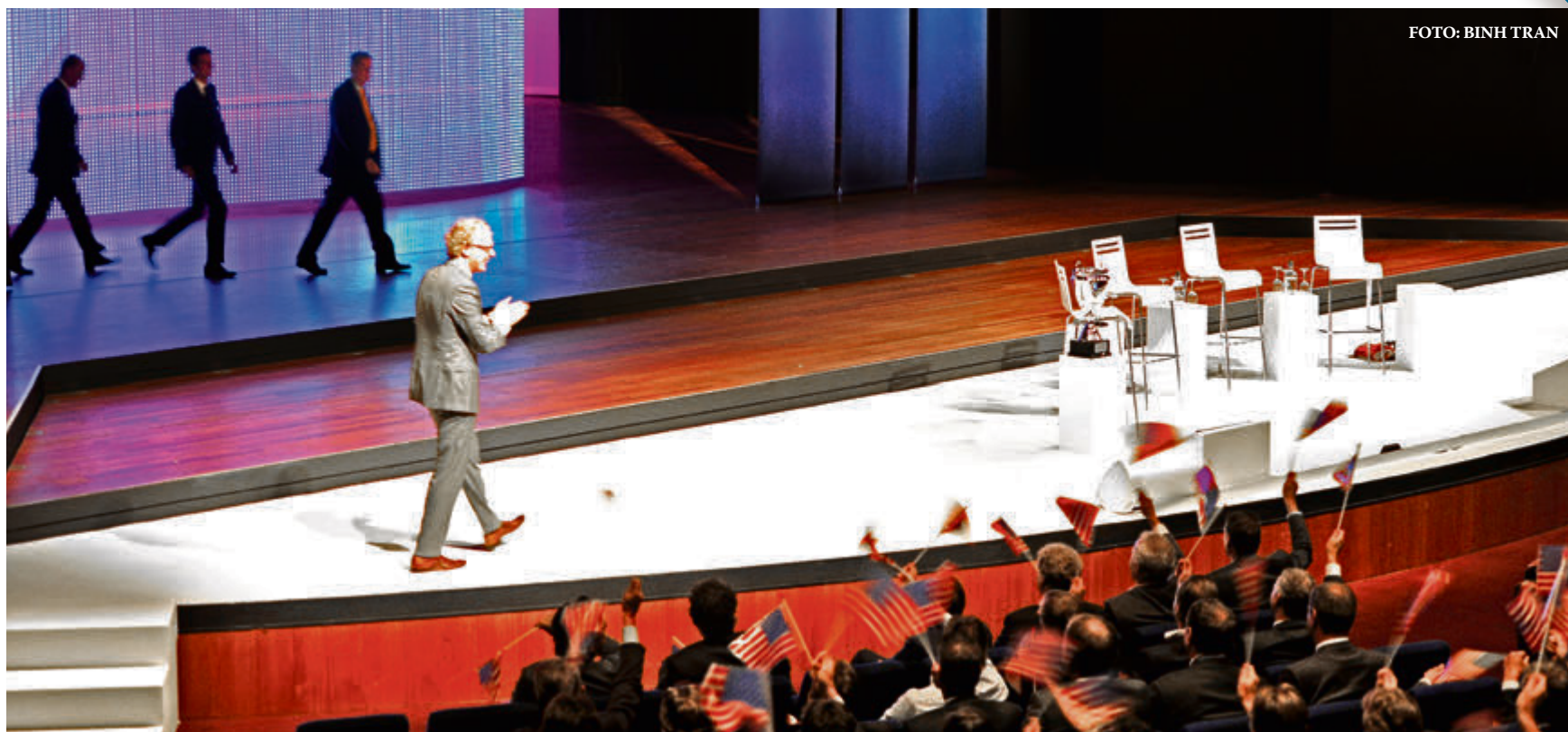


FOTO: BINH TRAN

# VERKIEZINGEN VS IN TEKEN VAN HET SCHULDRAVIJN

## BELEGGERS OP FONDSEVENT PREDIKEN BEHOEDZAAMHEID

*Wie de volgende president ook wordt, Obama of Romney, de opdracht zal het terugdringen van de nu \$ 16.000 mrd hoge staatsschuld zijn.*

TEKST: CORINA RUHE

DE VERENIGDE STATEN stevenen af op een diep schuldravijn. Wie op 6 november gekozen wordt tot nieuwe president heeft een allesbepalende rol in de toekomst van het land. Tijdens het Fondsevent 2012 sprak dagvoorzitter Rens de Jong met drie beleggingsexperts over hun visie op de VS en hun beleggingsstrategie: François Mouté, fondsmanager van het BNP Paribas USA Opportunities Fund, Valentijn van Nieuwenhuijzen, hoofd strategie bij ING Investment Management, en Aran Gordon, obligatiespecialist bij Fidelity Investments.

Mouté denkt dat het niet zo veel uitmaakt welke president zal worden

gekozen. De enorme staatsschuld is een feit en beide kandidaten zullen iets aan de schuldpiloot moeten doen. 'De overheid zal hoe dan ook geld moeten bijdrukken, of Barack Obama of Mitt Romney nu de nieuwe president wordt', aldus Mouté.

De beleggingsexperts zijn het erover eens dat de VS wel de flexibiliteit hebben om de problemen te overwinnen. 'Maar', zegt Van Nieuwenhuijzen, daarvoor moet het land weten terug te keren naar een periode van groei.

### Inflatie gewenst

Beleggers zijn beducht voor een sterk oplopende inflatie in de VS als gevolg van de miljarden en miljarden dollars die de Federale Reserve de afgelopen jaren in de economie heeft gepompt.

Volgens Van Nieuwenhuijzen wil dat niet zeggen dat er ook werkelijk inflatie komt. Hij stelt dat de inflatie drie jaar geleden door veel beleggingsexperts al werd aangekondigd, maar dat de autoriteiten dat onder de duim weten te houden. 'Kijk naar Japan, daar stimuleert de overheid al jaren de economie, maar het heeft niet tot inflatie

**Mouté: 'Het bbp moet groeien om uit de schulden te komen. Hoe creëer je inflatie?'**

geleid.' Volgens Mouté zal het bruto binnenlands product in nominale termen hard moeten toenemen om uit de schuldpiloot te groeien. 'We hebben juist inflatie nodig om dat probleem op te lossen', zegt hij. 'Het probleem is juist: hoe creëren we inflatie?'

Van Nieuwenhuijzen raadt beleggers aan behoedzaam te zijn en vooral ook een kortetermijnstrategie aan te houden. 'Ik durf nu geen aanbevelingen te doen voor twaalf maanden. Maar op korte termijn zou ik risico nemen: aandelen, bedrijfsobligaties en vastgoed.' Mouté raadt beleggers vooral aan om voorzichtig te zijn. Zelf zit hij voor zo'n 30% in goud. De tip van Gordon: 'Beleg conservatief en blij flexibel.'

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# ADVISEUR GEADVISEERD

## MASTERCLASSES: ACCENT OP KANSEN, KENNIS EN KUNDE

- *De statisch verankerde portefeuille heeft zijn beste tijd gehad*
- *Bedrijfsobligaties, dividend en factorpremies blijven relevant*

TEKST: REDACTIE FONDSNIEUWS

### RICHT JE OP DE FACTORPREMIES

Een belegger die gebruikmaakt van factorpremies als smallcap-, value-, low risk-, en momentumstrategieën kan alpha behalen, zelfs in efficiënte markten. Wie deze factorpremies combineert, realiseert diversificatie en drukt de volatiliteit. Dat stelt Joop Huij, als onderzoeker verbonden aan Robeco, in zijn masterclass. De klassieke opvatting in de beleggingsindustrie dat het actieve risicobudget vooral naar inefficiënte markten moet worden gealloceerd, wordt volgens Huij niet door onderzoek onderbouwd. Een voorbeeld van een efficiënte markt waar veel rendement te behalen is, is de Amerikaanse midcapmarkt, die de Russell 2000 als index heeft. De strategie van de risicopremies wordt door Huij het 'Noorse model' genoemd. Aanleiding daarvoor is een onderzoek dat het Noorse staats(olie)fonds heeft laten doen naar de toegevoegde waarde van het fonds. Daaruit kwam de aanbeveling naar voren om vermogen vooral naar de factorpremies te alloceren. 'Het zijn allemaal rituelen. Men praat elkaar na. Het probleem is namelijk dat vrijwel alle onderzoeken naar fondsrendementen zich richten op fondsen die beleggen in Amerikaanse aandelen. Want daar zijn de meest uitgebreide historische data van beschikbaar.'

### HIGH YIELDS EN DE RISICO'S

Hoogrentende bedrijfsobligaties zijn minder riskant om in te beleggen dan aandelen, al zal de komende periode bepaald geen 'free ride' worden. Dat zegt obligatiespecialist Aran

Gordon van Fidelity, die een masterclass over high yield beleggen verzorgde. 'Het historisch rendement op high yield obligaties is vergelijkbaar met dat op aandelen, zo'n 7%. Maar de markt voor hoogrentende obligaties is de helft minder volatiel! Op dit moment bedraagt het renteverval met de tienjarige Treasury zo'n 630 basispunten. Nog altijd boven het langjarig gemiddelde van 550 basispunten, maar de spread wordt wel kleiner', zegt Gordon. Hoe groter de spread, hoe hoger de markt het risico van de obligatie waardeert. 'Zet deze lijn door, dan zouden beleggers kunnen overwegen hun positie in high yield te verlagen van overwogen naar neutraal.' Ook loopt het percentage wanbetalingen, de 'default rate', licht op, al bevindt dat zich nog altijd onder de 3%, waar het langetermijngemiddelde 4,5% is. 'Dat is een geruststellend teken, evenals het niveau van "distressed debt", ofwel van obligaties die verhandeld worden tegen een spread van meer dan 1000 basispunten, wat laag is. Dat is een goede indicator voor toekomstige wanbetalingen.'

### FYSIEKE TRACKER IS ZO SIMPEL NIET

'Bij het maken van een fysieke tracker komt veel kijken. Je moet in principe alle stukken uit de index kopen. Bij liquide aandelen is dat niet zo'n punt, maar bij minder liquide wel. Die liquiditeit is namelijk van groot belang voor de verhandelbaarheid van een tracker. Bovendien kan het bij indices die uit veel stukken bestaan transactiekosten schelen als je niet alle stukken koopt', zegt Gertjan Verhagen van BlackRock iShares. Hij gaf de masterclass 'De uitdaging die bèta heet'. Hij geeft een voorbeeld: 'De MSCI World Index bestaat uit ruim 1600 aandelen. Wij kijken dan wat het scheidt als je de

laatste 200 weglaat. Voor dit verschil proberen we vervolgens te optimaliseren door andere posities uit de benchmark op te hogen die dezelfde risicoeigenschappen hebben.' Hierdoor kan echter een trackingverschil ontstaan. 'In de regel proberen we dit zo klein mogelijk te houden.' Bij de ETF's van iShares is dat gemiddeld 0,10 en 0,50%. Een uitdaging is volgens hem ook het innen van dividend. 'Het uitkeren ervan doen wij in ons AEX-fonds bijvoorbeeld vier keer per jaar. Maar omdat niet alle dividenden op hetzelfde moment worden uitgekeerd, is het gevolg hiervan dat er binnen het fonds een cashpositie ontstaat. In neergaande markten kan dit verlies schelen, maar in opgaande markten mis je hierdoor opgaand potentieel, omdat je niet volledig belegt bent.'

### NIEUWE GOLF IN TECHNOLOGIE NABIJ

Er is sprake van een nieuwe technologiegolf, die met geweldige innovatie en een snelle marktpenetratie gepaard gaat. Een autonoom proces dat vrijwel losstaat van de macro-economische ontwikkeling. Dat zegt Gregg Luttrell, fondsmanager van JP Morgan, dat een masterclass gaf over 'social media: rage of revolutie'. JP Morgan kijkt bij de selectie van bedrijven sterk naar de ontwikkeling van de marktpenetratie. 'Als een bedrijf met een product uitkomt op een marktaandeel boven de 25%, dan weet je dat er nog jarenlang sprake zal zijn van exponentiële groei', zegt Luttrell. De recente voorbeelden zijn Facebook, maar vooral ook Apple. De technologiegolven die Luttrell ziet, duren veelal tien tot vijftien jaar. Pakweg veertig jaar geleden kwamen de mainframes op, daarna volgden de vaste computers (pc's) en laptops en nu is het mobiel internet dat de klok slaat. De volgende fase zal volgens hem

worden bepaald door maximale opslag en gebruik van data op mobiele telefoons. Luttrell denkt dat er door patentzaken als tussen Apple en Samsung gaandeweg een schisma op de markt ontstaat: de bedrijven met veel intellectuele eigendom gaan samenwerken en geven elkaar licenties, terwijl de bedrijven met minder intellectuele eigendom royalty's moeten gaan betalen. Dat geeft hun een groot kostennadeel, stelt hij.

### ONWERKELIJKE STABILITEIT IN VS

'Veel beleggers zijn te veel gefocust op kwartaalcijfers. Kijk naar de fundamentals en denk strategisch over welke markten op de langere termijn groeimarkten zijn. Er is bijvoorbeeld een enorme vraag naar olie en gas terwijl het steeds moeilijker wordt dit te produceren. Hetzelfde geldt voor goud. Dat zegt François Mouté, manager van het BNP Paribas USA Opportuniteits Fund. Heb je de juiste trends en de daarbij behorende goede bedrijven gevonden, dan moet je grote posities innemen en vasthouden, ook als ze tijdelijk tot een underperformance leiden. Zo houdt Mouté op dit moment 30% van zijn vermogen in goud gerelateerde aandelen aan. Dat veroorzaakt een tijdelijke underperformance, maar de langere termijn zegt hem dat hij met goud goed zit als een hedge tegen inflatie. Financials mijdt hij. 'Er is sprake van een proces van schuldafbouw en dan is er voor banken nog maar weinig te verdienen.' Mouté weet dat hij hierdoor wel tussentijdse rally's mist, maar over een langere termijn heeft het in 2006 genomen besluit uit financials te stappen hem veel opgeleverd. 'Wij denken dat het financiële systeem nog steeds veel gevaren kent. De huidige stabiliteit is bijna onwerkelijk gezien de ernst van de problemen.'

MASTERCLASS FONDSEVENT 2012

FOTO: BINH TRAN



Mouté: 'De centrale banken pompen grote sommen geld in de markten. Gevaarlijk, omdat er dan te veel geld in omloop komt in verhouding tot de lage groei. Dit leidt tot inflatie, hoewel het nu wordt ingezet om deflatie te voorkomen.'

## WAT EUROPA VAN DE VS KAN LEREN

De euro wankelt. Europa wordt gebrek aan visie, daadkracht en eenheid verweten. Critici wijzen vaak naar de Verenigde Staten, waar wel sprake is van eenheid en daadkracht. Moeten beleggers zich echt zo veel zorgen maken over de toekomst van de euro? Sandor Steverink en Arnold Gast, respectievelijk hoofd rente en hoofd credits bij Delta Lloyd, denken van niet. Zij vergelijken vanuit economisch, historisch en politiek perspectief de vooruitzichten van de Europese Monetaire Unie met de ontwikkelingen van de VS en zijn hoopvol. 'Een monetaire unie is noodzakelijk voor verder economische groei. Uit de ervaringen in de VS is gebleken dat een goed werkende monetaire unie in staat is om snel schokken op te vangen', aldus Steverink. Steverink en Gast stellen dat een valutagebied optimaal werkt als sprake is van een efficiënte kapitaalmarkt, als er een zekere balans is ten

### FONDSEVENT

Het Fondsevent is het jaarlijkse educatieve en netwerkevent waar fondshuizen en private bankers en beleggingsadviseurs elkaar treffen rond een thema. Dit jaar was dat de VS. Het thema wordt uitgediept in plenaire sessies en masterclasses met beleggingsexperts.

aanzien van de hoeveelheid grondstoffen en er fiscale harmonisatie is. Daar valt volgens hen nog veel te winnen. Historisch gezien gaat de Europese eenwording volgens de beleggingsdeskundigen behoorlijk voorspoedig. 'De VS hebben er 150 jaar over gedaan om een politieke en monetaire unie te worden. Europa bestaat als eenheid eigenlijk pas sinds 1948. En ook de dollar heeft in de afgelopen 150 jaar crises doorgemaakt.'

## 'AANDELENBELEGERS ZIJN NOG ONZEKER'

Bedrijfsobligaties en dividendaandelen kunnen in een portefeuille heel goed naast elkaar worden ingezet. Dat stellen obligatiebelegger Alain van der Heijden en dividendbelegger Jorik van den Bos, beiden van Kempen Capital Management, in hun bijdrage aan het Fondsevent. 'Het wezenlijke verschil blijft dat het twee verschillende asset classes zijn', zegt Van den Bos. Zo kijken ze naar verschillende bedrijfsspecifieke factoren. Gechargeerd kun je zeggen dat een obligatiebelegger vooral wil dat een bedrijf geen dividend uitkeert, geen aandelen inkoopt, maar schuld afbouwt, zegt Van der Heijden. Van den Bos staat daar niet afwijzend tegenover: 'Wij willen een stabiele dividenduitkering en daarom een lage schuld. We zitten ook niet te wachten op een verdubbeling van het dividend! Het dividendrendement is nu hoger dan het obligatierendement van hetzelfde bedrijf. Bij Nestlé bijvoorbeeld 3,5% tegen zo'n 2% op een tienjarige lening. Dat zegt volgens Van den Bos iets over de onzekerheid op de aandelenmarkten, waarvoor beleggers gecompenseerd willen worden. Door de sterke vraag naar beide asset classes is het rendement gedaald. Het is moeilijker geworden goede beleggingen te vinden, zegt hij.

## ONAFHANKELIJKE ADVISEUR KOMT OP

Er is een toekomst voor beleggingsadviseurs, maar dan vooral voor onafhankelijke adviseurs die over meer adviseren dan beleggingen alleen, voor financiële planners dus. Dat stelt San Lie, hoofd research van Morningstar. Hij verwijst naar de Amerikaanse praktijk. 'Daar lopen ze toch zo'n twintig jaar voor op ons', zegt hij. 'De gemiddelde Amerikaan is zich veel bewuster van zijn financiële toekomst. Als gevolg van de daar gangbare pensioenoplossingen is hij natuurlijk ook veel meer zelf verantwoordelijk voor zijn financiële toekomst. Maar dan nog valt op dat hij veel meer zelf aan de knoppen wil zitten, dan de gemiddelde Nederlander.' Lie: 'De adviesmarkt is in Amerika ook heel anders dan hier. Wordt in Nederland 80% van het beleggingsadvies gegeven door adviseurs in dienst van een van de grootbanken, in Amerika heb je weliswaar ook "wealth management"-afdelingen van de grootbanken, "wirehouses" genoemd, maar daarnaast hebben de onafhankelijke adviseurs een relatief groot marktaandeel en is het online beleggen groter dan hier.' Doordat de wirehouses nog veel eigen producten adviseren en met rebates werken, zie je volgens Lie een verschuiving richting de onafhankelijken. 'Deze onafhankelijken kijken veelal naar het bredere financiële plaatje. Ze kijken niet alleen naar je beleggingen, maar ook naar je hypotheek en je verzekeringen. In Nederland gaat het ook deze kant op. Ik verwacht dat Nederlanders zich meer bewust gaan worden van hun financiële toekomst en dat er meer behoefte komt aan dit soort onafhankelijke financiële planners.'

## 'HET IS TIJD VOOR PARADIGMASHIFT'

De huidige onzekere omstandigheden vragen om een andere benadering ten aanzien van het inrichten van een beleggingsportefeuille. Het is tijd voor een paradigma-verschuiving', zegt Valentijn van Nieuwenhuijzen, hoofd strategie van ING Investment Management. Zijn masterclass ging over flexibel alloceren. Centraal stond de vraag: hoe moeten beleggers omgaan met een nieuwe realiteit van aanhoudende onzekerheid op de financiële markten? Dat een statisch verankerde portefeuille lagere rendementen zal behalen dan in het verleden komt door de lage renteomgeving en de lage economische groei. Zowel bij aandelen als bij obligaties staat het rendement onder druk. 'Beleggers zullen moeten wennen aan hogere risicopremies.' Om in de toekomst toch een optimale combinatie van risico en rendement te vinden, moet flexibiliteit centraal komen te staan bij de samenstelling van een portefeuille. De belangrijkste strategische keuze is de balans tussen wat Van Nieuwenhuijzen 'veilige' en 'minder veilige' beleggingen noemt. Veilige beleggingen zijn volgens hem Duitse en Amerikaanse staatsobligaties en goud. Deze beleggingen dienen als 'shock absorber' tegen een onverwachte gebeurtenis die grote impact kan hebben. De minder veilige beleggingen moeten voor rendement zorgen. Deze worden volledig 'benchmark unaware' gedaan. 'Zijn aandelen een poosje niet interessant, dan moet de portfoliomanager de vrijheid hebben om niet een beetje, maar volledig uit deze asset class te kunnen stappen.'

DIT IS EEN COMPILATIE VAN INTERVIEWS MET DE EXPERTS DIE DE MASTERCLASSES GAVEN. ZIE FONDSNIEUWS.NL/THEMAS/FONDSEVENT-2012.





**BNP PARIBAS**  
INVESTMENT PARTNERS

De vermogensbeheerder voor een wereld in beweging

[bnpparibas-ip.nl](http://bnpparibas-ip.nl)

Betrouwbare  
beleggingservaring  
toegesneden

## PARTNER VOOR SUCCES

op uw lokale  
behoefte



### **BNP Paribas Investment Partners**

Ons netwerk van beleggingsexperts opent niet alleen kansen voor u, maar biedt u ook de broodnodige kritische inzichten om die kansen ten volle te benutten. Laten we dus nu en in de toekomst samen nieuwe doelstellingen blijven nastreven.

BNP Paribas Investment Partners is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheeractiviteiten van de BNP Paribas Groep.

# 'HET SYSTEEM FUNCTIONEERT NIET'

## STAGNATIE BEPERKT DE SLAGKRACHT VAN VS

*In gesprek met Michael Mandelbaum, hoogleraar en een van de meest invloedrijke Amerika-watchers.*

TEKST: GERBEN VAN DER MAREL

**BUITENLANDS BELEID LIJKT geen issue in de presidentsverkiezingen. Is buitenlands beleid voor het Amerikaanse publiek niet van belang meer in aanloop naar 6 november en wat betekent dat voor de relaties met Europa?**

'Binnenlandse kwesties domineren de verkiezingen van 2012. Buitenlands beleid is inderdaad niet van belang, tenzij het Amerikaanse publiek ergens direct door wordt geraakt. Dit speelt alleen wanneer we in een oorlog zijn verwickeld. De Amerikaanse troepen hebben Irak verlaten en zijn op weg uit Afghanistan. Voor de betrekkingen tussen de VS en Europa betekent dit dat incidenten, onverwachte gebeurtenissen, zoals het lot van de euro, de relaties bepalen.'

**Een jaar geleden verlaagde kredietbeoordelaar Standard & Poor's de rating voor de VS. Moody's zegt te volgen als het Congres de olopende staatsschuld ongemoeid houdt en de twee partijen een doorbraak blijven blokkeren. Verwacht u een akkoord?**

'De Amerikaanse economie zal zware schade oplopen als de Republikeinen en Democraten niet eensgezind tot een oplossing komen voor de reeks problemen die wordt aangeduid als het "begrotingsravijn". Het is daarom redelijk te verwachten dat ze in 2013 een soort van overeenkomst zullen sluiten. Maar het

Amerikaanse politieke systeem functioneert al tijden niet naar behoren. We kunnen er dus helaas zeker niet van uitgaan dat die deal er komt.'

**De laatste acht presidenten beweerden dat ze de VS energie-onafhankelijk wilden maken. De Republikeinse presidentskandidaat Mitt Romney zegt dit tegen het einde van zijn tweede termijn in 2020 verwezenlijkt te hebben. Is dat realistisch?**

'Nieuwe technologieën maken een veel hogere aardgasproductie mogelijk. Met de ontdekking van voorheen onbekende of niet beschikbare olievelden in het Noorden komen de VS komend decennium zeker dicht bij zelfvoorziening in energie. Maar zelfs dan zijn de Europese en Aziatische bondgenoten nog steeds afhankelijk van ingevoerde energie, in het bijzonder olie. Dat betekent dat de mondiale energiemarkt altijd een Amerikaanse zorg zal blijven. Toch zullen we veel beter af zijn als het Westen voor energie minder afhankelijk wordt van landen als Irak, Iran, Saoedi-Arabië, Rusland en Venezuela.'

**In *The Frugal Superpower* (2008) en *Wat is er mis met Amerika?* (2011) schrijft u dat de slagkracht van de VS afneemt door economische stagnatie. Is uw perspectief gewijzigd na de problemen van Griekenland, Spanje, Italië en de euro? Zaaide u niet voortijdig paniek over de VS?**

'De economische problemen van Europa maken de VS relatief sterker,

dat klopt. Maar dit is eigenlijk ook een tegenslag voor Amerika. Wij zijn namelijk niet in concurrentie met Europa. Wij hebben er juist belang bij dat Europa ook sterk is. Het verval in Europa gecombineerd met de begrotingsproblematiek in de VS levert – helaas – het bewijs voor de stellingen in de twee boeken.'

**De Amerikaanse economie vormt ondanks de zorgen toch een lichtpuntje. Het heeft de dollar als veilige haven geen slecht gedaan.**

'De zwakte van de Europese eenheidsmunt heeft de VS inderdaad wat tijd gegeven om het huis op orde te brengen. Toch ben ik er niet gerust op. Of we verstandig gebruik zullen maken van deze tijd valt nog te bezien. We kunnen alleen maar hopen op een respectabele economische groei. De echte sprongen zullen worden gemaakt in opkomende landen als China, India en Brazilië.'

**'Europa is een economische reus, een politieke dwerg en een militaire**

**'Ik zou Europa nu niet langer als een economische reus durven te omschrijven'**



**worm.' Hoe zou u Europa omschrijven na alle turbulentie van de afgelopen twee jaar?**

'De eurocrisis heeft een zware impact op de mondiale macht en de invloed van Europa op het wereldtoneel. Ik zou Europa op dit moment niet langer als een economische reus durven te omschrijven. Deze vermindering van de status is slecht voor Europa, slecht voor Amerika, en slecht voor de wereld. Dat is een van de vele redenen waarom we moeten hopen dat de crisis kan worden opgelost.'

**Tien jaar geleden waarschuwde u dat de echte test voor de euro zou komen als de verschillende nationale economieën verschillende richtingen zouden uitslaan. Dat moment is aangebroken. Waar gaat het naartoe met de euro?**

'Er zijn twee opties. De eerste is dat de munt roemloos ten onder gaat. Optie twee is dat de eurolanden, waarschijnlijk sneller dan ze zouden willen, de unie op monetair terrein en op het terrein van begrotingspolitiek zullen verdiepen. Nederland heeft een grote invloed op het lot van de euro. Het is een van de oorspronkelijke ondertekenaars van het Verdrag van Rome. Uw land is geloofwaardig en heeft een belangrijke stem in Europese zaken. Als Nederland instemt met verdergaande Europese integratie zal dit andere landen helpen overtuigen mee te doen. Maar als Nederland gedesillusioneerd raakt over de euro zal het zeker ook invloed hebben op Duitsland, het sleutelland in het geheel.'

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD IN NEW YORK. EEN LANGERE VERSIE VAN DIT ARTIKEL STAAT OP FONDSNIEUWS.NL.





# DE ROL VAN OBLIGATIES IS VERANDERD. DAT VRAAGT OM EEN NIEUW PERSPECTIEF.

STREEF NAAR  
HOGER RENDEMENT  
MET iSHARES FIXED-  
INCOME ETF'S.

BEDRIJFSOBLIGATIES

HIGH YIELD

OPKOMENDE  
MARKTEN

De traditionele obligatiemarkt is fundamenteel veranderd. Enerzijds zijn vertrouwde bronnen van inkomsten minder zeker, anderzijds zijn er tegenwoordig meer mogelijkheden om rendement te vinden.

**De Fixed-Income ETF's van iShares bieden u de mogelijkheid efficiënt en nauwkeurig in te spelen op de markt van vandaag.**

- Met 131 ETF's wereldwijd heeft iShares het breedste aanbod van Fixed-Income ETF's, om u te helpen zelfs in moeilijk te bereiken sectoren rendement te vinden.
- De Fixed-Income ETF's van iShares bieden met één transactie efficiënt en tegen lage kosten toegang tot een specifiek segment van de obligatiemarkt.
- iShares ETF's zijn van nature liquide, zodat u uw portefeuille wanneer dat nodig is snel kunt aanpassen.
- iShares ETF's zijn transparant, zodat u exact weet in welke obligaties u belegt.

**Ontdek het verschil van iShares.**

**Ga voor meer informatie naar [iShares.nl/FI-ETFs](http://iShares.nl/FI-ETFs) of bel 0800 - 0233 466.**

Beleggen gaat altijd gepaard met een zekere mate van risico. De waarde van uw belegging en de gegenereerde inkomsten kunnen schommelen en het is niet zeker dat u uw oorspronkelijke inleg terugontvangt. Streven naar een hoger rendement door te beleggen in bedrijfsobligaties, emittenten met een lagere rating of opkomende markten kan betekenen dat u rekening dient te houden met een hoger risico van vermogensverlies.



BLACKROCK®

# 'ADVISEUR WORDT HUISARTS VAN VERMOGENSBEHEER'

## TRENDWATCHER EN INNOVATOR JASPAR ROOS OVER TOEKOMST VAK

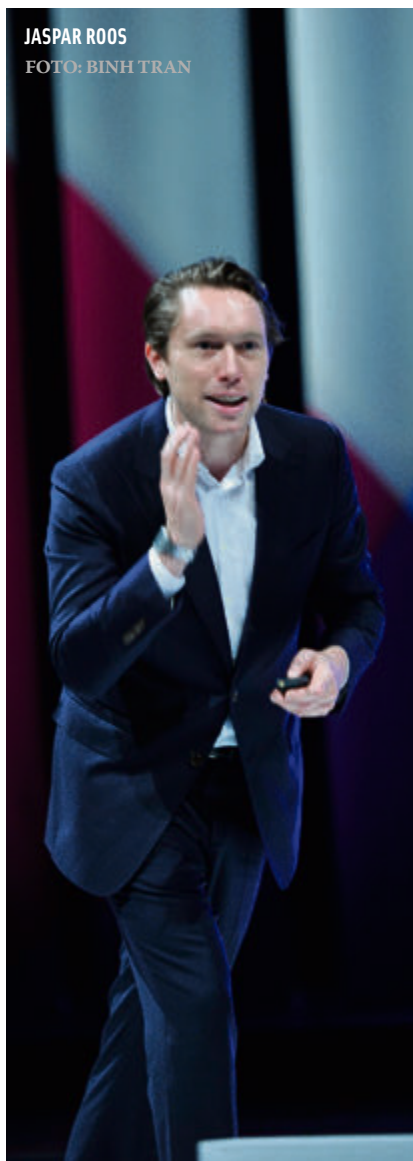
*Door terugtrekkende overheid en eigen verantwoordelijkheid voor financiële huishouding en pensioen neemt vraag naar advies juist toe.*

TEKST: HARM LUTTIKHEDDE  
EN BARBARA NIEUWENHUIJSEN

BELEGGINGSADVISEURS MOETEN NIET alleen naar zichzelf en hun directe concurrenten kijken. De echte concurrentie zou best eens uit onverwachte hoek kunnen komen. Dit was de boodschap van Jaspas Roos, 'chief inspiration officer' van Incubator Dialogues, tijdens het Fondsevent 2012.

Voor machtige internetbedrijven als Google, Facebook en Apple, om enkele welbekende voorbeelden te noemen, is het volgens hem nog maar een kleine stap om financiële activiteiten te ontplooiën. Zij beschikken over uitgebreide profielen van hun gebruikers en een goede reputatie. Google heeft al verschillende banklicenties, betalen met je iPhone is technisch al mogelijk en voor Facebook zou een toekomst in de financiële dienstverlening 'zeer interessant' zijn.

Vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs moeten deze ontwikkeling niet als een bedreiging zien, maar zich er juist door laten inspireren. Neem een voorbeeld aan hoe deze bedrijven hun klanten betrekken bij de ontwikkeling van nieuwe producten, zei Roos. 'Maak bètaversies van nieuwe producten, dat vinden klanten interessant en kunnen ze erg waarderen.' Het devies van Roos is om te innoveren en de klant zelf over de producten te laten oordelen in plaats van dat de bank of adviseur dat voor hen doet. 'Durf je



JASPAR ROOS  
FOTO: BINH TRAN

kop boven het maaiveld uit te steken.'

Hij wees erop dat de rol van de adviseur niet alleen zal veranderen doordat het huidige verdienmodel wordt vervangen door een adviesfee, maar ook doordat klanten zelf meer informatie vergaren via het internet. 'De expert zal meer dienen als wegwijzer in een overvloed aan informatie. Zo levert hij toegevoegde waarde.'

'Vergelijk het bijvoorbeeld met de huisarts. Waar vroeger de huisarts de rol van allesweter had, heeft internet patiënten een informatievoorsprong gegeven. De huisarts heeft zich hervonden in de rol van poortwachter en duider van de signalen.'

'De huisarts kan daardoor beter omgaan met de overvloed aan (soms contraire) signalen. Dit gaan we ook terugzien bij de beleggingsadviseur. Deze meer persoonlijke relatie zal daarmee belangrijker worden en zo kan er meer aan innovatie aan het front van de adviseurs gedaan worden. De hoofdkantoren zullen hiermee ook meer vrijheden moeten toestaan aan de voorkant. De beleggingsadviseur wordt daardoor weer belangrijker.'

**'Maak bètaversies van nieuwe producten. Dat vinden klanten erg interessant'**

### Reactie banken

Karien van Gennip, directeur private banking bij ING Bank, zei in een reactie zich goed te realiseren dat de concurrentie van buiten de industrie kan komen. Ze zei dat banken daarom al goed bezig zijn met nieuwe technologie en wees erop dat veel banken bijvoorbeeld een app hebben. Ook noemde ze het voorbeeld van Ikano Bank, de bank van de oprichters van Ikea die onlangs toetrad tot de Nederlandse markt. 'Maar dan denk ik: bankieren is ook een vak.' Van Gennip wees er op zes jaar geleden ook al presentaties gehoord te hebben over de mogelijkheid dat Google een bank zou beginnen 'Maar het is nog niet gebeurd.'

Bert van den Broek, hoofd beleggingen competence bij Rabobank, zei dat er met de komst van de adviesfee een bepaalde groep zal zijn die deze niet zal willen betalen. Zij zullen dus misschien zelf alles op internet willen regelen. Anderen zullen op internet volgens hem bijvoorbeeld voorwerk verrichten, waarover ze later het gesprek aangaan met hun adviseur. Maar uiteindelijk zullen er volgens Van den Broek niet minder maar meer adviseurs komen nu burgers steeds meer de eigen verantwoordelijkheid voor pensioen en zorg te dragen krijgen. ■

HARM LUTTIKHEDDE EN BARBARA NIEUWENHUIJSEN ZIJN REDACTEURS VAN FONDSNIEUWS.





## DWS – Europa's eerste keus voor wereldwijd dividendbeleggen.\*

Hoog dividendaandelen staan weer volop in de schijnwerpers. Dat komt omdat dividenden zorgen voor een buffer in volatiele markten en goed zijn voor de helft van het totale aandelenrendement over de afgelopen 20 jaar. DWS Top Dividende richt zich op bedrijven die niet alleen een hoger dan gemiddelde dividenduitkering hebben, maar ook een interessante dividendgroei en houdbare pay-out ratio's. DWS Top Dividende: het aandelenfonds met regelmatige inkomsten.

### DWS TOP DIVIDENDE \*\*\*\*\*: kwartiel ranking

Periode	1 jaar	3 jaren	5 jaren
Kwartiel	1	1	1

\*Bron: Morningstar, Inc. per: eind april 2012

» [www.DWS.nl](http://www.DWS.nl)

1<sup>ST</sup> CHOICE FOR YOUR MONEY.



#### Belangrijke informatie

In Nederland worden de producten van DWS Investments u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DWS Investments maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. Deze is te vinden op [dws.nl](http://dws.nl). De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.

© [2012] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen („Informatie“) hierin (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld (3), vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden (5), zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdig en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden geheel op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.