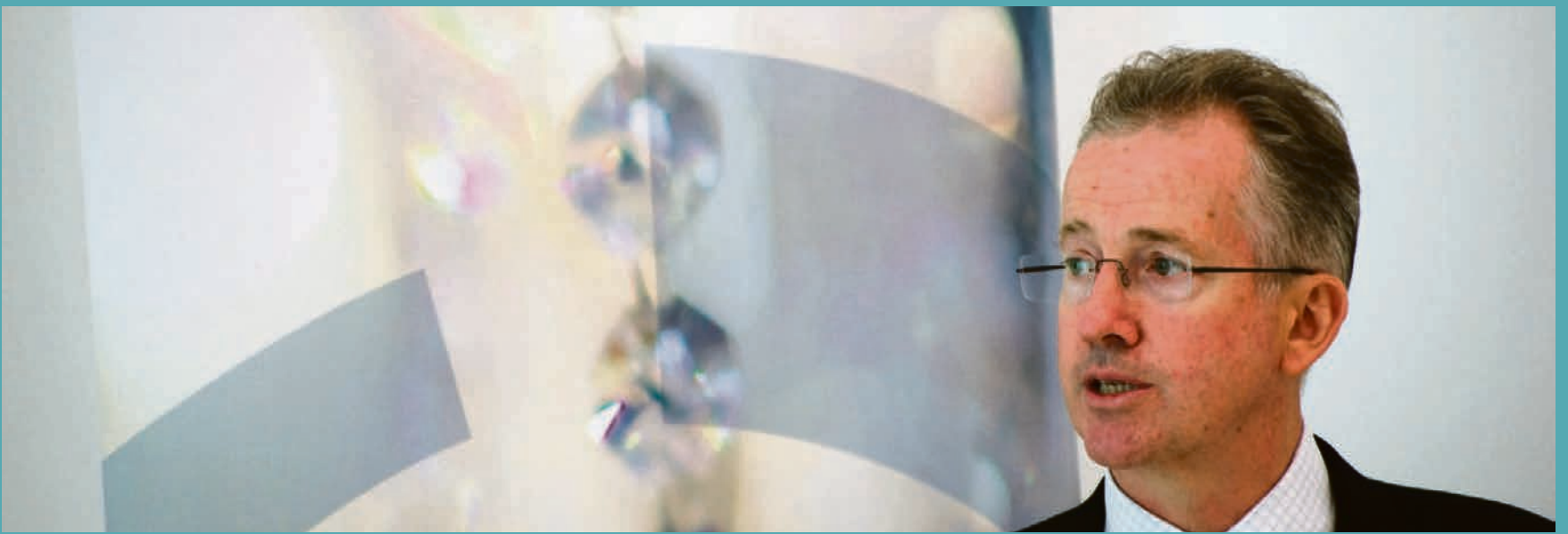


## RISICO WORDT DE MAAT

Financiële crisis zet aan tot paradigmawisseling

- Europa ziet vooralsnog af van kickback **PAGINA 14**
- Vlucht naar veilige havens: opkomende landen **PAGINA 12**
- Thema: Connectivity **PAGINA 21-31**





# Beleggen op basis van dividend blijft aantrekkelijk

## Dividenden zijn belangrijk...

Wij zijn van mening dat dividenden een teken zijn van de kwaliteit van de winst van een onderneming, dat zij over het algemeen minder volatiel zijn dan die winst en dat zij het management dwingen tot een gedisciplineerd financieel management.

## ... maar worden niet altijd op waarde geschat

Sommige analisten vinden het uitkeren van dividend een teken dat groei-mogelijkheden ontbreken of verkiezen de aanwending van de winst van een onderneming voor de inkoop van eigen aandelen in de veronderstelling dat dit het rendement op het vermogen verbetert.

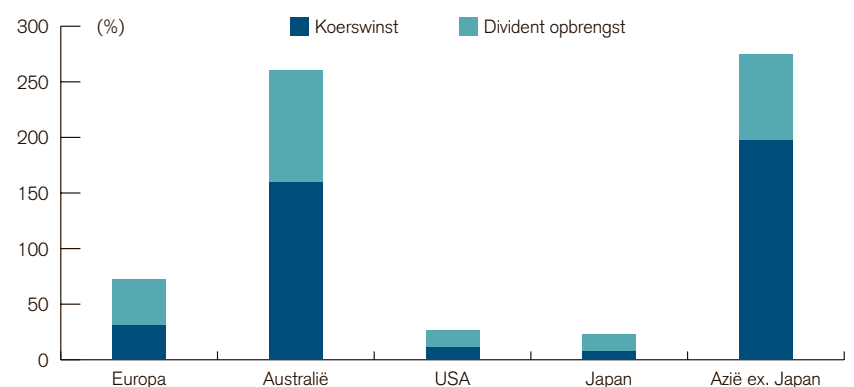
## Dividend bepaalt voor een belangrijk deel het rendement op aandelen

De opbrengsten uit beleggingen bestaan uit koerswinsten en dividend-opbrengsten. In alle regio's maken dividendopbrengsten een significant deel daarvan uit.

## Vergrijzing kan de vraag naar dividend uitkerende beleggingsstrategieën stimuleren

Een vergrijzende bevolking heeft behoefte aan (pensioen-) inkomen uit beleggingen. Een aandelenstrategie gebaseerd op dividend kan daarvoor een aantrekkelijke oplossing zijn.

Verdeling beleggingsopbrengsten over de periode september 2001 tot september 2011:



Source: CLSA September 2011, Figs in USD

## Conclusie:

Dividendaandelen van hoge kwaliteit zullen naar verwachting op de middellange termijn goed presteren, waarbij het aantal risico's naar onze mening lager zal zijn dan de markt momenteel veronderstelt.

Wilt u meer weten over de Hoogdividend fondsen van BNP Paribas Investment Partners? Kijk op:

<http://tiny.cc/l6xdq>

Dit document dient enkel ter informatie en is 1) geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven en 2) geen beleggingsadvies.

Voordat u investeert in enig product van BNP Paribas Investment Partners\* dient u zich te informeren over de (financiële) risico's die verbonden zijn aan een belegging in dit product en mogelijke restricties die u en uw beleggingsactiviteiten als gevolg van de op u van toepassing zijnde wet- en regelgeving ondervinden. Indien u na het lezen van deze advertentie een belegging in dit product overweegt, wordt u dan ook geadviseerd om een zodanige belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur en na te gaan of dit product - gezien de daarmee verbonden risico's - past binnen uw beleggingsactiviteiten.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat.

BNP Paribas Investment Partners\* heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie en opinies kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP Paribas Investment Partners is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

\* "BNP Paribas Investment Partners" is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep. Dit document is uitgegeven door BNP Paribas Investment Partners Netherlands N.V. (adres: Burgerweeshuispad 201, 1076 GR Amsterdam) dat deel uitmaakt van de BNP Paribas groep.



**BNP PARIBAS**  
**INVESTMENT PARTNERS**

TRUSTED HERITAGE ADVANCED THINKING



## Glanzende kans

**Schroder AS\* Gold and Precious Metals Fund** beoogt te profiteren van de aanhoudende stijging van de goudprijs. Het fonds benut de kansen die ontstaan door het actief beheren van de allocatie naar goud en goudgerelateerde aandelen.

Bent u in het huidige onzekere marktklimaat op zoek naar een strategische uitbreiding van uw portefeuille met perspectief op lange termijn, dan is dit een glanzende kans.

Schroder AS Gold and Precious Metals Fund

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



Schroders

\* Schroder Alternative Solutions wordt in dit document aangeduid als Schroder AS. Alleen voor professionele beleggers en adviseurs.

**Belangrijke informatie:** Schroder Alternative Solutions Gold and Precious Metals Fund (hierna het "Fonds") is een sub-fonds van het paraplu-fonds Schroder Alternative Solutions (SICAV) (hierna de "Vennootschap"), een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. De Vennootschap en het Fonds 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 is de Vennootschap gerechtigd het Fonds in Nederland aan te bieden. Raadpleeg het volledige prospectus indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met de Vennootschap worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus en de jaar- en halfjaarverslagen van de Vennootschap kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., R.C.S. Luxemburg: B37 799, 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor de toekomstige resultaten. 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. 0911/w40546/NL0911

VOORWOORD

**D**e financiële crisis is in een nieuwe fase beland, één waarvan de uitkomst hoogst ongewis is. Zal de eurozone overleven en een nieuwe vlucht naar voren maken, zoals Europa in het verleden vaker heeft gedaan, of is het ondenkbare denkbaar: een muntunie die uit elkaar valt? Het voorspellen daarvan heeft geen zin, betoogde voormalig DNB-directeur Lex Hoogduin recentelijk op het mede door Fondsnieuws georganiseerde Fondsevent. Beter is het om in scenario's te denken om je als belegger voor te bereiden op het ondenkbare. Dat doe je volgens Hoogduin door continu te analyseren en te beoordelen of het basisscenario nog steeds het juiste is of dat het tijd wordt op een ander scenario over te stappen. Maar hoe deze fase van de financiële crisis ook afloopt, zeker is dat er iets permanents verloren is gegaan en dat het Westen - door zijn hoge schulden, lagere groei en oplopende vergrijzing - iets structureel zal verliezen, zoals een IMF-econoom zijn gehoor recentelijk op een conferentie voorhield. Dat verlies aan groei en perspectief, laat beleggers niet onberoerd: er wordt sterker vanuit risico- dan vanuit rendement gedacht en dat komt ook terug in de beleggingen. Jaap van Duijn voorspelt dat oude waarden van financiële degelijkheid en conservatisme weer terugkeren.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS  
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



# RISICO WORDT DE MAAT

Paradigma beleggers door crisis op de schop  
**PAGINA 6**



JAN-KEES DE JAGER  
FOTO: HH

## Europa ziet voorlopig af van kickback-verbod

In de Europese ontwerp-richtlijn Mifid II lijkt de distributievergoeding - de zogenoemde kickback - wel verboden te worden voor beheerklanten, maar niet voor advies- en execution only-klanten. Dat opent de mogelijkheid dat minister De Jager eenzijdig een provisieverbod in Nederland zal afkondigen. Voor de banken staat bijna een half miljard euro aan inkomsten op het spel.

**PAGINA 14**



FOTO: BINH TRAM

## Themadossier: Connectivity

De samenhang tussen landen, economieën en markten neemt door de globalisering alsmat toe. De beweeglijkheid en de onzekerheid die daarmee gepaard gaat, is voor steeds meer fondshuizen en beleggers reden het accent te leggen op risicomanagement en eenvoudige beleggers-wijsheden, zo bleek onlangs op het Fondsevent dat 'Connectivity' als thema had.

**PAGINA 21-31**

EN VERDER

### Blik op Kondratieff

Robeco-bestuurder Jaap van Duijn over de dalende lange golf

**PAGINA 10**

### Vlucht naar veilige haven

Gevraagd: Emergeng market debt

**PAGINA 12**

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN ..... 11  
PRODUCTPANEL ..... 17

FONDSNIEUWS

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

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE ENGELBRACHT BEELDBEWERKING BINH TRAM AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE LARS DIJKSTRA, BAS DOMMERHOLT, HUIB KOEL, ROBERT LODEWIJS, CEES VAN LOTRINGEN, PAUL MOUWES, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, CORINA RUHE, MIRANDA SCHOUTSEN SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

# RISICO WORDT DE MAAT VAN ALLE DINGEN

**'VERLIEZEN VAN DEZE CRISIS ZIJN PERMANENT'**

- *Rendementperspectief wijkt voor dat van risico*
- *Beleggers wapenen zich tegen volatiliteit markten*

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

EEN 'VICTORIAANSE BADKUIP', zo betitelt IMF-directeur Arrigo Sadun de crisis waarin het Westen verkeert. De Italiaan laat een tekening zien waarop de hoofdsteun van de badkuip hoger is dan het voeteneinde. Vervolgens legt hij aan de hand van de lijnen uit hoe deze crisis zich ontwikkelt: de eerste lijn symboliseert een lange economische daling, dan volgt de lijn van de bodem die de stagnatie weergeeft en tot slot de lijn die het trage en waarschijnlijk ook relatieve herstel kenmerkt.

'Als we uit dit proces komen, dan zal duidelijk zijn dat het Westen permanente verliezen heeft geleden tegenover de beginsituatie', zegt Sadun tijdens een conferentie van de Amerikaanse assetmanager Pioneer in het schilderachtige Iseo, op anderhalf uur noordwaarts rijden van Milaan.

Sadun, die in het dagelijks bestuur zit van het Internationaal Monetair Fonds, zegt dat politici nog steeds doen alsof het om een eenvoudig double dip-scenario gaat, maar de problemen waarmee we nu worden geconfronteerd, zijn niet het gevolg van een recessie in een normale economische cyclus, maar van een ernstige financiële crisis, waarschuwt hij. Sadun zegt dat hij in deze context het woord 'crisis' graag mag gebruiken. 'Want dat is het. Crisis betekent letterlijk "breek". Dat betekent dat er iets definitiefs verloren zal gaan.' Volgens Sadun zijn 'permanente verliezen' ook echt permanent: zowel het uitgavenpatroon als het levenspeil moet in het Westen ten gevolge van lagere groei en stijgende schulden omlaag.

## Connected world

Die bittere boodschap zit bij het internationale gehoor van beleggers en distributeurs in Iseo allang tussen

**Het probleem is: 'Het vliegtuig moeten worden gerepareerd, terwijl het vliegt'**

de oren. Na bijna vier jaar van slecht nieuws, die zijn afgewisseld met tussenpozen van ogenschijnlijk herstel, is men zich ervan bewust dat er iets onmiskenbaar aan het veranderen is. Sadun zegt dat hij niet weet in welke fase van de crisis we ons bevinden. 'Het is onbekend terrein, ook voor ons als IMF', zegt hij verontschuldigend, wat de aanwezige Nobelprijswinnaar voor de economie, Robert Engle, aanzet tot de uitspraak dat 'het vliegtuig moet worden gerepareerd, terwijl het vliegt'.

De historische transitiefase die op dit



FOTO: BINH TRAN



moment in de wereld plaatsvindt, gaat gepaard met een sterke volatiliteit. Die beweeglijkheid is mede het gevolg van de zeer innige, en nog altijd groeiende interdependentie tussen markten en economieën. Na een periode van relatieve rust, tussen 2003 en 2007, met een volatiliteit in januari van dat jaar op 10,08, bereikte de Vix-index – die de beweeglijkheid op de markten meet – in oktober 2008 een record op 79,13. In mei 2010 werd een tussentijds record van 40,95 aangeraakt en in de afgelopen maand werd het hoogste niveau bereikt sinds de krach van 2008: 41,25.

Die beweeglijkheid is een groot risico voor beleggers, waarschuwt Engle, die in 2003 voor zijn wetenschappelijk onderzoek op dit terrein de Nobelprijs voor de economie kreeg.

‘Als de volatiliteit toeneemt, dalen indices als de S&P 500’, zegt hij. Om die beweeglijkheid goed in de gaten te houden, adviseert Engle om macro-economische informatie nauwlettend te volgen, alsmede de VaR. De ‘Value at Risk’ is een belangrijke maatstaf voor professionele beleggers om het risico in te schatten dat met bepaalde beleggingshandelingen wordt genomen. Wetenschappers als Engle denken dat je de VaR alleen goed kan inschatten als er dagelijkse berekeningen worden gemaakt van de volatiliteit.

### Volatiliteit

Vermogensbeheerder en adviseur Russell Investments komt in de onlangs gepubliceerde studie ‘Volatility responsive asset allocation’ tot een vergelijkbare conclusie en stelt dat beleggers hun strategie maandelijks zouden moeten aanpassen aan de volatiliteit op de effectenbeurzen. Daarmee kan volgens Russell het risico worden verminderd en kunnen meer voorspelbare, en dus ook stabielere rendementen worden behaald. Bij de berekening van de volatiliteit moet gekeken worden naar de koersbewegingen van de afgelopen zestig dagen. Als daaruit blijkt dat de volatiliteit tussen de 10,3 en 16,9 bedraagt, dan kan de standaardportefeuille ongewijzigd blijven. Zit het percentage eronder, dan moeten beleggers hun aandelenposities vergroten. Bedraagt de volatiliteit meer dan 16,9%, dan moet het aande-

## ‘Als de volatiliteit op de markten toeneemt, dalen de aandelenmarkten, zoals de S&P 500’

lengedeelte in de portefeuille worden afgebouwd. Volgens Russell levert een dergelijke dynamische strategie in tijden van koersdalingen substantieel minder verlies op en dus betere rendementen op de langere termijn. Russell stelt dat bij de grootste koersdalingen in een portefeuille die voor 50% uit aandelen bestond, het verlies tussen 1979 en juni 2001 27,25% was. Wie een op volatiliteit gerichte strategie volgde en zijn portefeuille tijdig aanpaste, beperkte de schade tot 14,48%. Nobelprijswinnaar Robert Engle ziet vier methoden om het risico in de portefeuille te managen: markttiming, het beschermen van de portefeuille door er opties onder te leggen, diversificeren en tot slot het hedgen van de portefeuille. De eerste twee vallen voor hem bij nadere beschouwing af, de laatste twee zijn het aantrekkelijkst. Een goede hedge vindt Engle op dit moment goud, de dollar, maar ook staats- en bedrijfsobligaties.

Engle raadt beleggers aan altijd waakzaam te zijn, ook als de volatiliteit laag is, zoals het geval was tussen 2003 en 2007. ‘Een lage volatiliteit wordt namelijk vaak geïnterpreteerd als een moment om het risico in de portefeuille op te hogen om zo meer rendement te behalen. Zo werden er na 2003 gestructureerde producten en CDO’s gelanceerd, die ogenschijnlijk een laag risicoprofiel hadden. Dat veranderde echter abrupt toen de volatiliteit in 2007 opliep en duidelijk werd dat zelfs de verzekeringen die men op deze producten had genomen niks waard bleken te zijn, omdat de verzekeraars ondergekapitaliseerd waren’, zegt Engle.

### Diversificatie

Bob Homan, die het investment office van ING Bank leidt, zegt dat hij volatiliteit niet gebruikt om portefeuilles tussentijds aan te passen, zoals Russell



## “Ik zoek naar regelmatige inkomsten met het potentieel van aandelen. Waar vind ik dit?”

### DWS TOP DIVIDENDE ★★★★★\*

Bouw met dividend een buffer in uw portefeuille.

In de huidige markten bieden een stabiele cashflow en een consistent dividend een hogere mate van vertrouwen. Dividenden zorgen in volatiele markten voor een buffer in uw portefeuille. DWS Top Dividende richt zich op bedrijven met hoger dan gemiddelde dividenduitkeringen. Hiernaast analyseert het fondsmanagement ook actief de dividendcover en dividendgroei. Dit biedt een goede focus op dividend via een multi-factor aanpak.

DWS Top Dividende is een wereldwijd beleggend hoog dividendfonds, hiermee bouwt u een buffer in uw portefeuille.

» Voor meer informatie over dividend en DWS, ga naar [www.DWS.nl](http://www.DWS.nl)

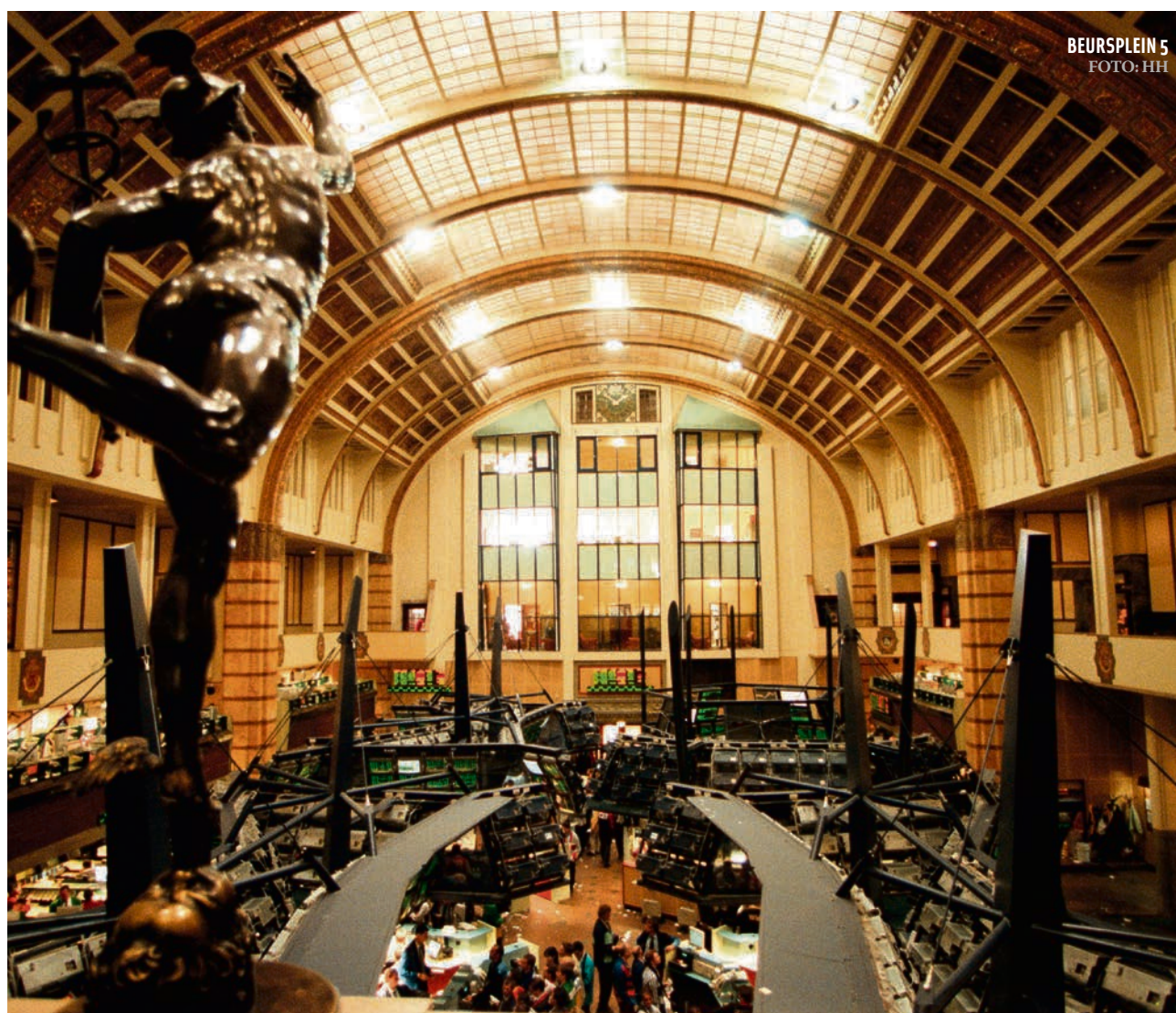
1<sup>ST</sup> CHOICE FOR YOUR MONEY.



\* De auteursrechten van de Morningstar Rating berusten bij Morningstar.

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 bovenstaande beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees het vereenvoudigd prospectus. 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.



BEURSPLEIN 5  
FOTO: HH

## VERVOLG VAN PAGINA 7

Investments adviseert. Hij vertrouwt liever op de oude wijsheid van diversificatie. 'Daarin zijn we succesvol. Als je de AEX als referentie-index neemt, dan is deze na de crash van augustus dit jaar met 20 tot 25% gedaald. Onze neutrale portefeuille beperkte de schade tot -4%.'

Homan zegt dat de verdeling van aandelen en obligaties in de portefeuille een gegeven is. 'Daarop volgt de tactische asset allocatie, wat je ook markt-timing zou kunnen noemen. Daarbij neem je de beslissing aandelen te onder- of overwegen. Wij hebben in mei van dit jaar besloten de aandelenexposure te verlagen. Dat heeft goed uitgepakt. De koersdalingen in augustus hebben we echter aangegre-

## 'Als politici de schulden crisis oplossen, neemt het obligatierisico per direct toe'

pen om aandelen bij te kopen, omdat we zwaar onderwogen waren en dat zijn we nu overigens nog. Want we moeten het niet donkerder maken dan het is. Wij houden met een recessie rekening, maar een depressie verwachten we niet. Een recessie is nu ook al verwerkt in de koersen, zodat aandelen volgens waarderingsmaatstaven goedkoop zijn.'

Ben Steinebach, hoofd beleggingsstrategie van ABN Amro MeesPierson, is het met hem eens. Ook hij vindt aandelen aantrekkelijk geprijsd en hoogt het aandelenpercentage in de portefeuille daarom langzaam op. 'Want als je het nu niet doet, wanneer dan wel?' zegt Steinebach. Hij verwacht geen recessie, omdat de voorraden in de afgelopen maanden grotendeels zijn afgebouwd en de overslag op luchthavens – als een vroege indicator – al weer aantrekt. 'Doorslaggevend voor de nabije toekomst is of er een oplossing komt voor de schulden crisis. Als het steunfonds voor Europa wordt opgehoogd, dan is al voldoende voor een terugkerend vertrouwen.'

Steinebach stelt dat als er een voorlopige, de markten tevreden stem-

mende oplossing voor de schuldenproblemen in Europa en de VS komt, het de obligatiemarkten zijn die in een ander daglicht komen te staan. 'Een rentevergoeding op tienjarige staatsobligaties van minder dan 2% bij een inflatie van meer dan 3% in de VS is een negatief rendement. Als de rust op de markten terugkeert, is dat een aanzienlijk risico.' Dat vindt ook Homan: 'De rente staat op een historisch laag niveau, met name in de VS. Vanaf dit niveau lijkt een rentestijging aannemelijk en dan worden er forse verliezen op obligaties geleden.'

### Opkomende markten

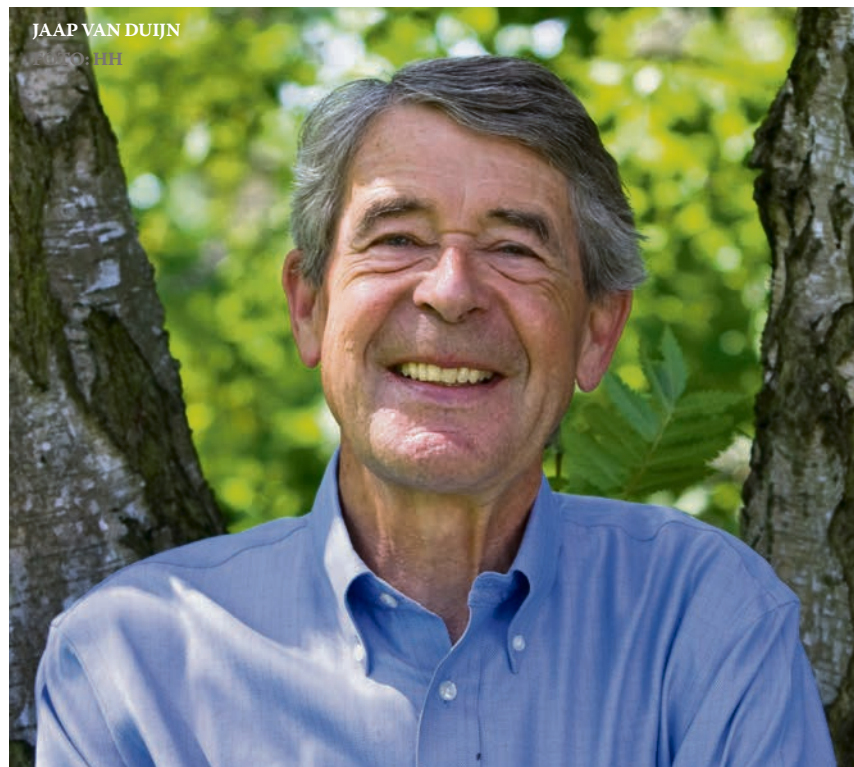
Steinebach en Homan zijn het erover eens dat er steeds minder veilige havens zijn voor beleggers. Goud is nu te duur en obligaties kunnen, vanaf dit niveau, getroffen worden door koersdalingen. Opkomende landen zijn volgens Steinebach het meest interessant, maar, zo werpt Homan tegen: 'De correlatie tussen de aandelenmarkten van Azië en het Westen is nog zeer groot, omdat de markten in opkomende landen vooral nog gefinancierd worden met westers geld. Pas als de afhankelijkheid van de export afneemt en deze landen hun binnenlandse economie en de particuliere consumptie weten te ontwikkelen, neemt die correlatie af.'

William de Vijlder, de beleggingsstrategus van BNP Paribas Investment Partners, stelt dat risico steeds meer als uitgangspunt wordt genomen van de asset allocatie en de samenstelling van de portefeuilles. 'Je wilt dat het stormvaste, seizoen-onafhankelijke portefeuilles zijn, met een zo laag mogelijke volatiliteit. Zo bieden we producten aan die het verlies beperken tot bijvoorbeeld maximaal 10%, wat het voordeel heeft dat de belegger de asset allocatie niet hoeft aan te passen. Extra rendement proberen we te halen in de tactische asset allocatie. Op dit moment vinden wij, na de sterke koersdalingen van de afgelopen weken, bij voorbeeld bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit weer interessant. Die bieden een rendement dat hoger kan zijn dan dat van aandelen op dit moment.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# LANGE GOLF

*Het Westen staat voor een terugval, stelt Jaap van Duijn die zich focust op golfbewegingen*



JAAP VAN DUIJN

TEKST: BAS DOMMERHOLT

'ER KOMT EEN tijdelijk herstel, maar de echte recessie komt pas in 2011.' Met die uitspraak had Jaap van Duijn in januari 2009 zijn gehoor op een beleggersbijeenkomst van Bureau Bosch aan zijn lippen hangen.

Inmiddels stellen beleggers zich op grote schaal de vraag of de schulden crisis en de beurscrash van augustus ook daadwerkelijk die gevreesde recessie zullen veroorzaken. De voormalige beleggingsstrategie van Robeco wil zich voor zijn voorspelling van 2009 niet op de borst kloppen. 'Het was destijds duidelijk dat de recessie van 2008-2009 te vroeg was, vanuit het perspectief van conjuncturele cycli bezien,' zegt Van Duijn. 'Maar cycli zijn niet zoals de loop der planeten, ze zijn afhankelijk van politieke en andere vrijwel niet te voorspellen schokken, zoals in 2008 het failliet van Lehman Brothers. Maar er zijn wel degelijk heel duidelijke cyclische patronen te herkennen. Zo was mijn voorspelling van de recessie in 2011 mede gebaseerd op de relatief korte voorraadcyclus.'

De voorraadcyclus is een door de economische wetenschap erkende cyclus van ongeveer 40 maanden die wordt aangedreven door optimisme en pessimisme in de verwachtingen en daarmee de voorraadopbouw. Overdreven optimisme leidt tot tegenvallers en vice versa. Ten tijde van optimisme en opbouw van de voorraden groeien de winstmarges en de investeringen en neemt de productie toe. Daarna, als het optimisme langzamerhand plaatsmaakt voor het pessimisme, volgt een recessie.

Van Duijn was buitengewoon hoogle-

raar aan de Universiteit van Amsterdam en heeft meerdere boeken geschreven, waaronder 'Trends en Cycli', een boek over de lange golfbewegingen in de economie, de zogenoemde Kondratieffgolven.

## Kondratieff

'Wat veel langetermijnbeleggers momenteel zorgen baart is de ommekeer in de vijftigjarige Kondratieff-golf. Dat zal in de komende vijf jaar plaatsvinden,' zegt de oud-bestuurder van Robeco. 'Daar discussier ik ook nog regelmatig over met collega-economen. Velen van hen menen dat we reeds in de neergaande fase zijn beland. Ikzelf denk dat het nog een paar jaar zal duren voordat het zover is. Het zwaartepunt van de huidige lange golf, die eind jaren '80 is ingezet, ligt nu in de opkomende markten en dan met name in China. Daar is nog altijd sprake van onstuimige groei.'

De lange golf werd ontdekt door de Russische econoom Kondratieff en de Amerikaanse econoom Joseph Schumpeter, bekend van het concept van 'creatieve destructie', bracht verdieping. Hij maakte vooral de koppeling van de golfbewegingen aan grote infrastructurele innovaties. Dergelijke vernieuwingen

**'Een aspect van de golfbeweging is dat de historie zich herhaalt en oude waarden terugkeren'**

zorgen voor een periode van groei. Als de nieuwe techniek volledig is verwerkt, ontstaat er stagnatie en terugval. Dat dwingt de economie tot nieuwe innovaties, zegt de theorie.

De eerst waarneembare golf van 1782 tot 1845 werd gedragen door de industriële revolutie. Van 1845 tot 1892 was het de stoommachine en van 1892 tot 1948 zorgden staal, elektriciteit en de verbrandingsmotor voor de golf. Van 1948 tot 1990 waren het de landbouwrevolutie en suburbanisatie en sinds 1990 zitten we in de golf die voornamelijk wordt aangedreven door de ontwikkelingen in de ict.

Volgens Van Duijn heeft de lange golf naast een dominante technologische innovatie ook telkens wisselende epicentra. 'In de vorige golf lag het zwaartepunt van de economische groei in Japan. Nu zijn dat opkomende markten als China, die er het meest van profiteren.'

## Degelijkheid

Volgens Van Duijn is het veelal zo dat de regio die het meest heeft geprofiteerd van de vorige golf het moeilijk heeft in de volgende golfbeweging. 'Dat zag je met Engeland, de VS en Japan en er bestaat dus een grote kans dat India en China de komende 25 jaar een terugval van de groei te verwerken krijgen.'

Wat de technologie en regio van de nieuwe golf gaan worden, is echter moeilijk te voorspellen. 'Pas halverwege de opgaande beweging van de lange golf begint dat echt duidelijk te worden. Dat duurt nog dertig jaar en is dus vrijwel niet te voorspellen.'

Over de neergaande fase, waar we ons over een paar jaar in zullen bevinden,

zegt Van Duijn: 'Een aspect van de golfbeweging is dat de geschiedenis zich herhaalt. Vaak zie je in de neergaande beweging dat oude waarden herontdekt worden en vernieuwingen kritisch tegen het licht worden gehouden.'

Van Duijn verwacht dan ook dat de neergang zich mede zal kenmerken door een terugkeer naar financieel conservatisme, en financiële degelijkheid. 'Vroeger waren banken saai, voorspelbare bedrijven. Het draaide ook bij aandelenbeleggen allemaal om de terugverdientijd en het dividend. Het lijkt me dan ook waarschijnlijk dat we terugkeren naar de tijd dat banken als laagrisico-bedrijven, dat wil zeggen als nutsbedrijven, zullen worden geleid.' Volgens Van Duijn betekent dat ook dat we nog maar aan het begin staan van de grote 'deleveraging'. Dat is het proces waarbij de geldhoeveelheid krimpt doordat er steeds minder krediet wordt verleend en bestaande leningen worden afgelost.

Wat betekent dat voor de belegger? Van Duijn zegt dat we ons moeten voorbereiden op een lange periode van recessies en misschien zelfs wel een depressie, nu we de neerwaartse fase van de golf ingaan. 'Die ontwikkeling zie je trouwens ook zonder de golfanalyse aankomen. Dat heeft te maken met de grote schulden, de vergrijzing en de ongedekte en hard stijgende zorgkosten. Als de beroepsbevolking krimpt is het moeilijk om als economie te blijven groeien', aldus Van Duijn. Zijn advies luidt dan ook dat beleggers in de opkomende markten moeten zijn, waar de groei voorlopig aanhoudt. ■

BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# BEVESTIGING GEZOCHT

*De favoriete grafieken van Lars Dijkstra, chieft investment officer van Kempen Capital Management. Hij focust op drie bouwstenen.*

**BOUWSTENEN**

**KEMPEN-STRATEEG**

Lars Dijkstra is de chieft investment officer van Kempen Capital Management, de vermogensbeheerder van Kempen & Co. Dijkstra was van 1991 tot 2005 werkzaam voor het Philips Pensioenfondsen - laatstelijk als chieft investment officer. Hij stapte in 2005 over naar Kempen Capital Management. Dijkstra is verantwoordelijk voor de macro-economische analyse en de beleggingsstrategie van de asset manager. In de asset allocatie-commissie werkt hij nauw samen met het moederbedrijf, Van Lanschot Bankiers.



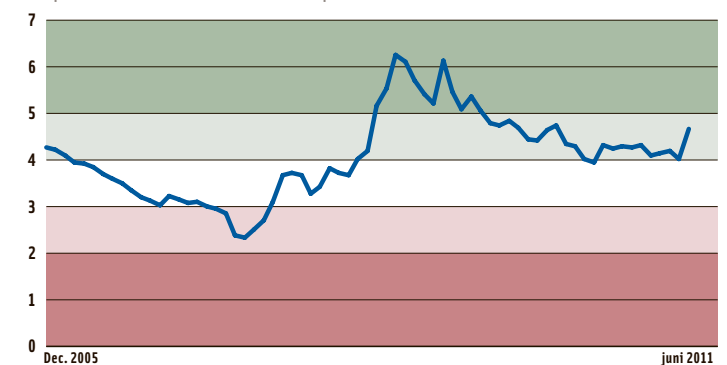
**'Sentiment kan waardering beleggingen laten doorschieten'**

**Waardering**

**WORDEN WE BELOOND** voor de risico's? Wij hanteren twee regels: wij willen voor de structureel toegenomen onzekerheid na het barsten van de bubbel extra gecompenseerd worden en wij geloven in 'mean reversion' van risicopremies over 2-3 jaar. Die bepalen we door de langetermijnrendementsverwachting van bijvoorbeeld aandelen af te zetten tegen het rendement op liquide middelen. In de grafiek is deze uitkomst voor een gemiddelde klantportefeuille te zien. Wanneer de risicopremie 3% of lager is, richten we ons op 'capital preservation'. Is de premie 4% of hoger, dan vinden we dat we voldoende.

**Waardering**

Risicopremie verwacht rendement neutraal profiel t.o.v. 3m Euribor

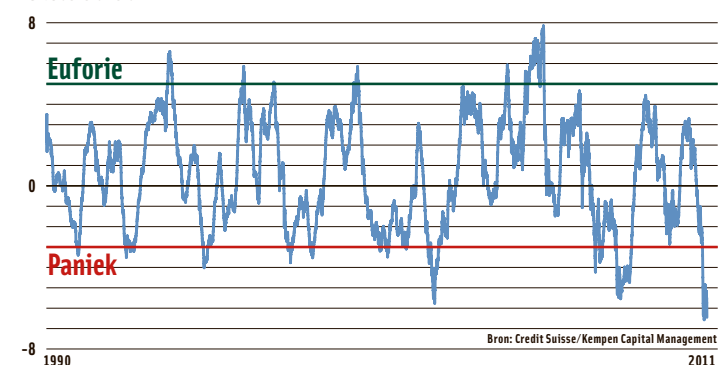


**Sentiment**

Iets wat goedkoop is, kan eerst nog veel goedkoper worden en andersom. Om die reden willen we het langeretermijnwaarderingssignaal bevestigd zien door een signaal over het kortetermijnsentiment. Marktsentiment heeft de potentie om beleggingscategorieën te laten doorschieten in extreme over- en onderwaarderingen. Een indicator die we gebruiken is deze grafiek van Credit Suisse. Het toont een maatstaf voor de risicobereidheid. Als deze in de euforie- of paniekzone terecht komt is het een goede contraire indicator. Bovendien is de kans op een 'value trap' aanzienlijk kleiner.

**Sentiment**

Risicobereidheid

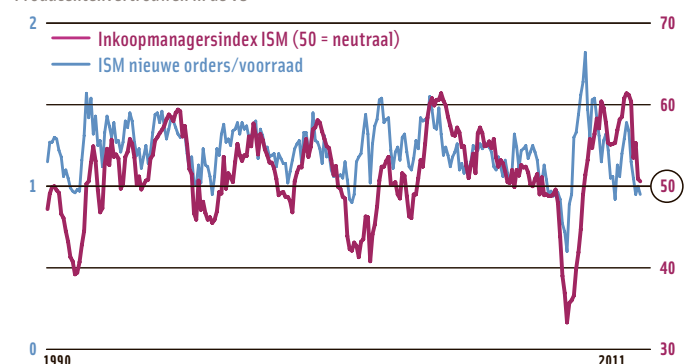


**Conjunctuurcyclus**

Zelfs als de waardering aantrekkelijk is en het sentiment in paniek, kopen we aandelen niet automatisch aan. Daarvoor zijn we altijd op zoek naar een katalysator waardoor deze potentiële waarde ook zal materialiseren. Dat is de conjunctuurcyclus. Een positieve draai in de 'leading indicators' is de definitieve bevestiging. Een van de meest betrouwbare voor de Amerikaanse economie is de grafiek van de inkoopmanagersindex (ISM Index). Vooral de ratio van twee subcomponenten, nieuwe orders versus voorraden, is leidend. Als indicatoren voor het producentenvertrouwen geven ze veel informatie.

**Conjunctuurcyclus**

Producentenvertrouwen in de VS



# OPKOMENDE LANDEN ALS VEILIGE HAVENS

## HOGЕ GROEI, LAGE SCHULDEN TREKT BELEGGERS

*Nu de euro zucht onder de schuldenberg van de perifere eurolanden zien beleggers een aantrekkelijk alternatief in schuldpapier van opkomende landen.*

TEKST: MIRANDA SCHOUTSEN

'MET DE PANIEK tijdens de hoogtijdagen van de vorige financiële crisis nog vers in het geheugen vraagt menig belegger zich af: waar is mijn vermogen nog veilig? Terwijl de Verenigde Staten nog maar net een afwaardering van kredietbeoordelaar Standard & Poors achter de rug hebben, probeert men in Europa opnieuw manhaftig een bankencrisis af te wenden.

Wat verschilt ten opzichte van de vorige crisis is dat beleggers hun heil nu niet alleen zoeken in goud en Zwitserse franken, maar ook steeds meer oog krijgen voor de opkomende markten. Fondsen die beleggen in 'exotisch' overheidspapier, en steeds vaker ook bedrijfsobligaties, hebben al geruime tijd te maken met een behoorlijke instroom. Halverwege september bedroeg de totale wereldwijde inleg in 'emerging market

debt' (EMD)-fondsen maar liefst \$ 13 mrd, zo blijkt uit cijfers van onderzoeksbureau EFPR, en de wekelijkse instroom nam toe tot €559 mln. Ook particulieren durven steeds vaker de stap te wagen. Naar schatting 20% van deze inleg komt tegenwoordig van retailbeleggers.

Tijdens de vorige crisis stak daarentegen een algehele risicoaversie de kop op onder beleggers en moesten ook de EMD-fondsen het ontgelden. 'De correctie was vrij kortstondig', relateert Rob Drijkoningen van ING Investment Management. 'Ons fonds dat belegt in lokale valuta heeft in 2008 slechts 5% aan waarde ingeleverd. Dat was een stuk beter dan aandelen.' Om nu eenzelfde afstraffing te ontketenen moet er wel een Lehman-achtige paniek ontstaan, meent Drijkoningen.

Christopher Wyke, EMD-productmanager bij Schroders, denkt daar duidelijk anders over. Volgens hem is het een groot misverstand te denken dat het

risico in opkomende markten is verdwenen. 'Wereldwijd neemt de economische groei af. Opkomende landen vertonen in vergelijking met ontwikkelde economieën weliswaar meer groei, maar de risico's zijn niet verdwenen. De politieke risico's, die moeilijk zijn in te schatten, zijn bijvoorbeeld in een aantal Latijns-Amerikaanse landen groot. Maar het grootste risico is toch het marktrisico.' Het rendement boven op Amerikaanse treasuries is erg laag en spreads zijn erg nauw, vindt hij. 'Er is nog geen stabiele binnenlandse beleggersgroep. En de kans bestaat dat de grote inleg uit het Westen alsnog snel gerepatrieerd wordt wanneer de crisis verergert. Ik wacht liever op een koopmoment ergens in de komende zes maanden.'

### Instroom

Volgens Edwin Guttierrez van Aberdeen Asset Management valt dat allemaal wel mee. 'De beleggingscategorie bewijst op

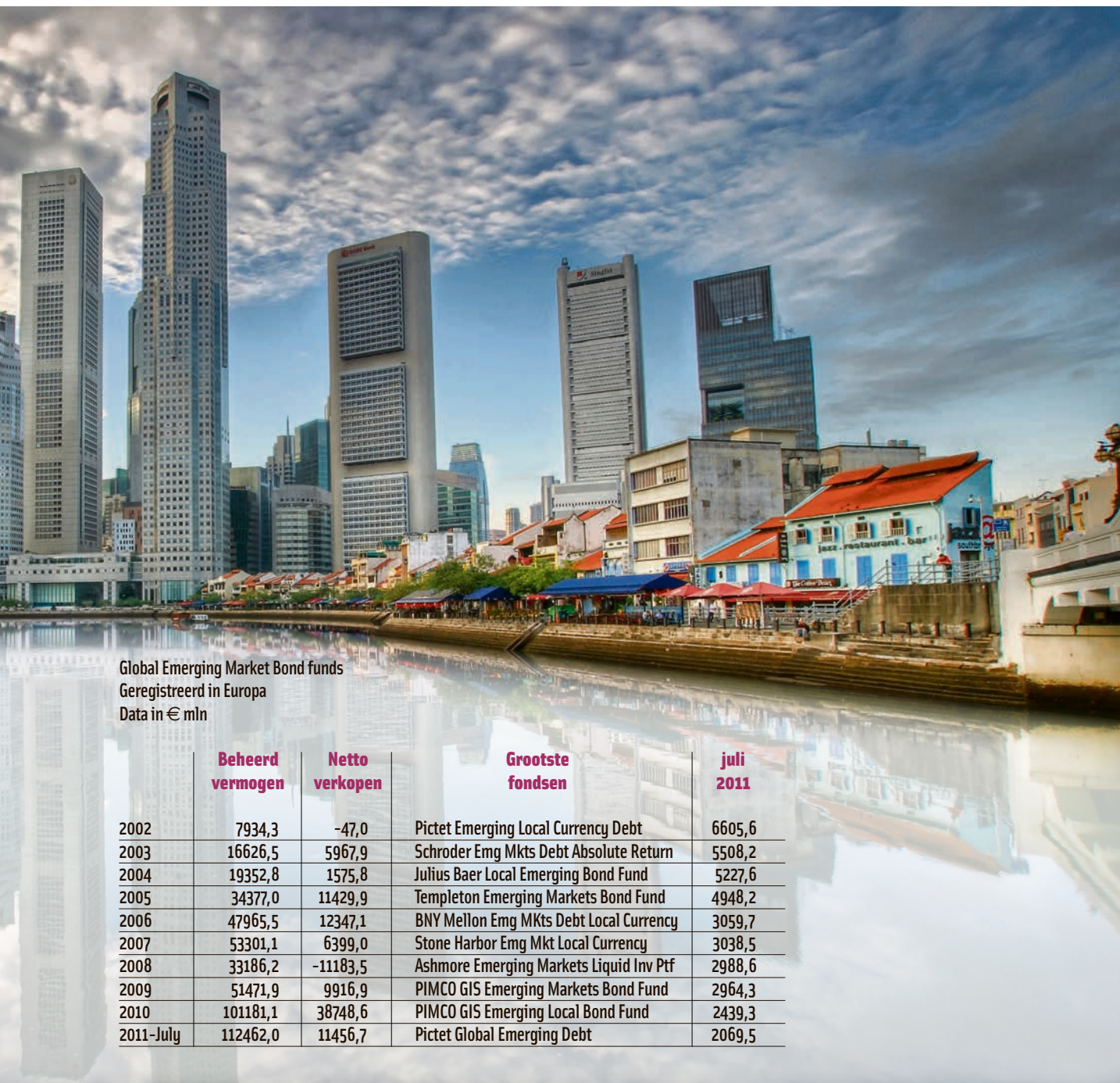


SINGAPORE CBD  
FOTO: GETTY IMAGES

**'Grote vraag is wat een faillissement van Griekenland voor opkomende landen betekent'**

dit moment veel veerkrachtiger te zijn dan voorheen en boekt nog altijd goede rendementen, zeker ten opzichte van andere beleggingscategorieën.'

De JP Morgan EMBI Global Diversified, de benchmark voor EM-schulden in dollars, boekte tot half september een respectabel rendement van 6,5%. De schulden in lokale valuta stonden in september een beetje onder druk door de opmars van de dollar. De JP Morgan GBI EM Global Diversified, de benchmark voor schulden in lokale valuta, stond in september wat onder druk



Global Emerging Market Bond funds  
Geregistreerd in Europa  
Data in € mln

	Beheerd vermogen	Netto verkopen	Grootste fondsen	juli 2011
2002	7934,3	-47,0	Pictet Emerging Local Currency Debt	6605,6
2003	16626,5	5967,9	Schroder Emg Mkts Debt Absolute Return	5508,2
2004	19352,8	1575,8	Julius Baer Local Emerging Bond Fund	5227,6
2005	34377,0	11429,9	Templeton Emerging Markets Bond Fund	4948,2
2006	47965,5	12347,1	BNY Mellon Emg Mkts Debt Local Currency	3059,7
2007	53301,1	6399,0	Stone Harbor Emg Mkt Local Currency	3038,5
2008	33186,2	-11183,5	Ashmore Emerging Markets Liquid Inv Ptf	2988,6
2009	51471,9	9916,9	PIMCO GIS Emerging Markets Bond Fund	2964,3
2010	101181,1	38748,6	PIMCO GIS Emerging Local Bond Fund	2439,3
2011-July	112462,0	11456,7	Pictet Global Emerging Debt	2069,5

door de sterkere dollar, en kwam op een performance 2,6%.

De portfoliomanager van Aberdeen meent dat beleggers nu een veel meer afgewogen visie hebben op opkomende regio's. 'De grote vraag is toch: hoe gaat een faillissement van Griekenland zich verspreiden over de wereldwijde financiële markten? Bij grote volatiliteit is de verwachting dat ook opkomende landen enige tijd onder druk zullen staan.'

'Wij voorzien voorlopig ook een aanhoudende risicoaversie bij beleggers. Maar het ruime monetaire beleid in zowel de VS als Europa zorgt voor liquiditeit die in emerging markets veiliger havens vindt. De instroom in onze fondsen, in plaats van een uitstroom, bevestigt dat beeld. En deze inleg komt van bestaande klanten die hun blootstelling verhogen maar ook van nieuwe klanten.'

Bij ING nam de totale inleg in EMD-fondsen het eerste half jaar met

meer dan een half miljard toe. Ook het in juli gelanceerde ING EMD Opportunities Fund, dat belegt in alle EMD-categorieën, heeft al € 100 mln onder beheer. Drijkoningen: 'Het strategische verhaal achter de opkomende landen vindt steeds meer weerklank bij klanten.'

### Risico: inflatie

Daarmee doelt hij op de economische perspectieven. Uiteraard gaat de export van de opkomende landen wel gebukt onder de afnemende vraag uit het Westen. 'Maar over de gehele linie praat je toch over zo'n 8% groei', zegt Gutierrez, van Aberdeen. 'Dat is toch zeer robuust als je het vergelijkt met de ontwikkelde landen.' Tel daarbij op dat de schuldpositie in verhouding tot het bruto binnenlands product veel beter is in opkomende landen. 'Welke schuld er ook is, je groeit er harder uit', merkt de EMD-belegger op.

Wyke van Schroders is echter van mening dat de vooruitzichten voor obligaties wereldwijd in de afgelopen 15 jaar niet slechter zijn geweest. 'De inflatie gaat zeer waarschijnlijk oplopen gezien het feit dat overheden steeds meer schuldpapier uitgeven. De meeste beleggers hebben veel te veel geld in obligaties zitten.' Wyke ziet op de middenlange termijn nog wel wat kleinere EMD-uitgiftes die aantrekkelijk kunnen zijn. Uiteraard is de economische groei en de financiële positie over het algemeen gezonder. Vandaar dat EMD volgens hem absoluut deel moet uitmaken van de kernportefeuille van obligatiebeleggers.

Daarom belegt het Schroders Absolute Return fonds, dat het door zijn defensieve insteek de laatste maanden redelijk goed doet, liever in de lokale valuta zelf dan in de schulden. 'Er zijn wel wat interessante Oost-Europese landen, maar door de eurocrisis en hun sterke afhankelijkheid van West-Europa

bestaat een besmettingsgevaar. Er zijn significante problemen in Turkije en grote politieke risico's in Argentinië en Brazilië. De landen waar we wel positief over zijn, hebben te kampen met een afnemende groei die nog niet in de prijzen verwerkt zijn.'

Drijkoningen van ING maakt zich minder zorgen over de inflatie vanwege de teruglopende groeiverwachting. 'Al blijft het wel een issue.' Hij wijst op India, dat onlangs de rente verhoogde. 'En in China bedraagt de officiële inflatie ruim 4%, maar als je er rondloopt kan je niet anders concluderen dat het eerder richting de 10% gaat. Daar staat tegenover dat de groei ook hoog is.'

### Centrale banken

Historisch richten de centrale banken in deze landen zich op het stimuleren van de groei. Zodra die tegenvalt, zoals bijvoorbeeld in Brazilië en Turkije, laten ze meteen de rente zakken, merkt Drijkoningen op. 'Overigens hebben ze het afgelopen jaar flink de rente verhoogd. Anderzijds hebben centrale banken in emerging markets minder controle over de inflatie doordat de impact van het monetaire beleid minder is.'

Feit is dat het potentieel van de valuta van de opkomende landen een steeds belangrijker component van het rendement vormt. Drijkoningen: 'Zeker nu Europa en de Verenigde Staten in de problemen zitten.' Maar liefst 85% van de uitstaande schuld is inmiddels in lokale valuta. Strategisch is Azië nu een speerpunt voor ING vanwege de groei en het feit dat er gedisciplineerd gemanaged wordt. 'Maar ook omdat de renminbi goedkoop gehouden wordt. Dat gaat er vroeg of laat uitkomen.' Bijna 70% van de instroom in de eerste twee weken van september ging volgens EPFR naar fondsen die beleggen in Aziatisch schuldpapier.

Overigens beginnen bedrijfsleningen een steeds grotere rol te spelen in het EMD-universum. In 2010 heeft de uitgifte ervan een hoogtepunt bereikt. Inmiddels betreft circa 30% van de uitstaande schuld bedrijfsobligaties en circa 55% is van overheidsgerelateerde uitgevers. 'We zien nog grote schommelingen', geeft Drijkoningen aan, 'maar wij verwachten dat deze categorie harder zal gaan groeien.'

MIRANDA SCHOUTENS IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# ALGEHEEL EUROPEES KICKBACK- VERBOD VOORLOPIG VAN DE BAAN

*Kans op 'Alleingang' door minister Jan-Kees de Jager neemt toe*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

OP EUROPEES NIVEAU komt er op korte termijn waarschijnlijk geen algemeen verbod op de vergoedingen die fondshuizen betalen om bij banken op het schap te komen. Het lijkt erop dat de Europese Mifid II-richtlijn alleen een verbod zal bevatten op het ontvangen van de zogenoemde 'kickbacks' voor beheerklanten en niet voor advies en 'execution only'. Volgens Philip Warland, 'head of public policy' bij de Britse vermogensbeheerder Fidelity International Investments, blijkt dit uit een concept van de richtlijn.

Een voorontwerp van het voorstel bevatte wel nog een totaal verbod. 'Maar Frankrijk en Duitsland willen er niet aan', zei directeur Hans Janssen Daalen van de vereniging van assetmanagers Dufas onlangs op een debatmiddag over het onderwerp, georganiseerd door de vereniging voor beleggingsprofessionals VBA. Dit betekent echter niet dat een totaal verbod helemaal van de baan is. 'Komt het verbod er nu niet, dan volgt dat over een paar jaar wel', meent felix Goudsmit, directeur Benelux van het Britse Threadneedle Investments. Bovendien heeft minister Jan Kees de Jager al gezegd dat als Europa de kickback niet afschaft, hij dat zelfstandig zal

**'Je hoort dat advies straks alleen toegankelijk is voor de zeer rijken. Dat geloof ik niet'**



JAN-KEES DE JAGER  
FOTOGRAFIE

doen en dan voor beheer en voor advies en execution only.

## Doorlopende provisie

Ook Groot-Brittannië vaart een eigen koers. Daar publiceerde toezichthouder FSA in 2006 de 'Retail Distribution Review'. Fondshuizen mogen met ingang van 2013 adviseurs niet meer betalen voor het adviseren van hun producten, tenzij de klant hier expliciet opdracht voor geeft. Het verbod zou daar in eerste instantie alleen voor advies gelden, maar de markt wordt momenteel geconsulteerd over

een plan het toch uit te breiden. Warland: 'Bij beheer kunnen vermogensbeheerders zich net zo goed door de kickback laten leiden als bij advies. Execution only werkt dan wel niet met adviezen die beïnvloed zouden kunnen worden door de hoogte van de retourprovisies, maar dit soort platforms werkt wel met lijsten met aanbevolen beleggingsfondsen. Vaak moeten de fondsen op die lijst meer betalen.' Ook dit kan er volgens Warland voor zorgen dat beleggers om 'verkeerde' redenen een fonds kopen. Fidelity zelf selecteert de top-100 op

zijn platform niet op basis van provisie, garandeert Warland.

Behalve voor kickbacks geldt het verbod in Engeland ook voor de zogenoemde 'trailprovisie', de doorlopende provisie. De adviseur of het platform krijgt namelijk niet alleen in het jaar van afsluiten een deel van de management fee, maar ook in alle volgende jaren dat de belegger in het fonds zit. Dit verbod geldt alleen voor alle producten die na ingang van het verbod gekocht zijn. Volgens Goudsmit bestaat het risico dat adviseurs als gevolg hiervan tot eind 2012 nog even snel veel dure pro-

ducten gaan adviseren, zodat ze daarvan nog jarenlang de trailprovisie kunnen ontvangen.

In plaats van de 'rebate' van het fondshuis aan de adviseur of het platform is het de bedoeling dat klanten direct voor het advies gaan betalen in de vorm van een bedrag per uur, per jaar, een percentage van het vermogen onder beheer of combinaties hiervan. Goudsmit: 'In Groot-Brittannië mag het fonds als de klant daar expliciet voor kiest ook straks een percentage op het nettorendement inhouden en aan de adviseur betalen. Fondshuizen moeten voor al deze smaken aparte "share classes" creëren.'

## Verschraling

De Vereniging van Vermogensbeheerders en Commissionairs (VV&C) is bang dat niet alle buitenlandse assetmanagers dit voor Europa of alleen voor Nederland en het Verenigd Koninkrijk zullen doen en dat daardoor het fonds-aanbod zal verschralen.

In Nederland is het nu overigens nog niet toegestaan dit soort verschillende share classes te maken. Volgens Dufas zal dat geregeld moeten worden. 'Anders zullen fondsen uitwijken naar Luxemburg, waar dit wel kan.' Een ander probleem is dat over een adviesfee 19% btw moet worden betaald, maar over een op het rendement ingehouden fee niet. Ook de AFM vindt niet dat de klant als gevolg hiervan straks duurder uit moet zijn. 'Dit moet geregeld worden', aldus Bas Windt van de AFM op de debatmiddag van de VBA.

Welke prijzen straks in Groot-Brittannië worden gehanteerd voor advies of afname van een product op een execution only platform, is nog niet bekend. Goudsmit: 'Je hoort soms dat advies straks alleen nog toegankelijk zal zijn voor de zeer rijken, maar dat geloof ik niet. Niet iedereen kan zich daarop richten.'

Volgens Warland blijkt uit Brits onderzoek dat als gevolg van het feit dat beleggers moeten gaan betalen voor iets wat ze eerst als gratis ervoeren het aantal adviseurs in het Verenigd Koninkrijk met 10 tot 15% zal dalen. Goudsmit van Threadneedle heeft het zelfs over een kwart tot een derde.

Directeur Mea Hiskes-Willems van de VV&C ziet de nieuwe situatie echter als een kans. 'Wij zijn ervan

overtuigd dat wij kunnen uitleggen wat de toegevoegde waarde van goed advies is.' Ze is wel bang dat de management fee van fondsen niet omlaag gaat nadat de kickback eruit is gehaald, omdat fondshuizen meer geld kwijt zullen zijn aan kosten om hun fonds te promoten.

Goudsmit denkt hier anders over. 'De management fee wordt niet alleen lager doordat de rebate eraf gaat, maar ook door de toenemende concurrentie met passieve fondsen. Zij betalen nu ook al geen kickbacks.'

Anders dan in Nederland wordt de markt in Groot-Brittannië gedomineerd door onafhankelijke adviseurs. Volgens Dufas zijn de twee landen daarom niet goed met elkaar te vergelijken. In Nederland wordt 80% van de beleggingsadviezen verstrekt door de drie grootbanken ABN Amro, Rabobank en ING.

Volgens Dufas blijkt uit schattingen dat banken in Nederland nu zo'n € 400 mln per jaar aan distributievergoedingen verdienen. 'No way dat zij dit verlies aan inkomsten gaan goedmaken', aldus Janssen Daalen.

Sommigen zijn bang dat deze banken straks alleen nog huisfondsen zullen adviseren, omdat ze financieel geen baat meer hebben bij het adviseren van fondsen van derden. De AFM gelooft dit echter niet, omdat dit niet in het belang van de klant is en hij dit niet zal ac-

## 'No way, dat de banken het verlies aan inkomsten door het provisieverbod goed gaan maken'

cepteren. Wordt er massaal overgestapt op 'white label'-producten, dan zal de AFM daarop handelen, aldus Windt.

## Execution only

Als beleggers uitwijken van advies naar het goedkopere execution only zou dat niet goed zijn, vindt Hiskes-Willems van de VV&C, onder meer omdat niet iedereen zelf goed de risico's van producten kan inschatten.

Warland: 'Het zou ook kunnen dat er een aantal innovatieve goedkopere vormen van advies komt. Denk aan advies via internet.' Hij is wel bang voor schaduwprovisies. 'Grote banken met een assetmanagementtak kunnen partijen die hun fondsen adviseren in plaats van de kickback korting geven op diensten die zij aanbieden.' Daarnaast kunnen er volgens hem meerdere adviseurs van share classes naast elkaar bestaan. Bijvoorbeeld een met een managementfee van 150 basispunten en een met een managementfee van 100.

Dufas wijst op het gevaar dat beleggers gaan uitwijken naar andere producten, naar 'structured notes' bijvoorbeeld, als voor advies daarover straks niet hoeft te worden betaald, maar voor advies over fondsen wel.

Wat het echte effect zal zijn van een verbod op kickbacks en wat Nederland kan leren van het Verenigd Koninkrijk zal uiteraard pas blijken als het verbod daar is ingevoerd.

Als het verbod er daadwerkelijk komt. Volgens advocaten van De Brauw Blackstone Westbroek ziet het ernaar uit dat afwijkingen van Mifid II aanvechtbaar zijn. Janssen Daalen van Dufas zegt zich te kunnen voorstellen dat als fondsen op de Nederlandse markt straks goedkoper worden dan elders en dit buitenlandse banken klanten kost, die banken dit wel eens zouden kunnen gaan aanvechten. Het ministerie van Financiën wijs er echter op dat er nog geen officiële tekst van Mifid II beschikbaar is. Komt er geen totaal verbod in de tekst, dan kun je volgens het ministerie nog een procedure starten om een uitzonderingspositie te krijgen. 'Het Verenigd Koninkrijk heeft via zo'n procedure toestemming gekregen verder te gaan dan de huidige Mifid.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

### EU-RICHTLIJN

## MIFID

Mifid is de Europese richtlijn voor markten in financiële instrumenten die eind 2007 is geïmplementeerd. Hij heeft ervoor gezorgd dat er concurrentie kwam tussen traditionele effectenbeurzen en alternatieve handelsplatforms als BATS Chi-X Europe, waar inmiddels een zeer groot deel van de Europese effectenhandel plaatsvindt. Hoe Mifid II er precies uit gaat zien, is nog niet bekend, maar het lijkt erop dat de kickback wordt afgeschaft voor beheer, de echte, ongereguleerde 'over the counter'-handel wordt ingeperkt en er voor execution only-dienstverlening bij meer soorten financiële instrumenten straks een passendheidsstoets uitgevoerd moet worden.



Als de  
ene markt  
sluit, opent  
de andere.

Toegang tot  
een wereld van  
mogelijkheden.



In de wereldwijde markt kunnen op elk moment en op elke plaats aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden ontstaan. Maar niet elke belegging geeft u de ruimte om daarvan te profiteren. Als 's werelds grootste aanbieder van ETF's biedt iShares u met het breedste aanbod van fysieke ETF's toegang tot alle grote beleggingscategorieën, van aandelen en obligaties tot commodities in ontwikkelde en opkomende markten. Open de deur naar wereldwijde mogelijkheden met iShares ETF's.

Alle financiële beleggingen gaan gepaard met enig risico.

Ontdek het verschil van iShares.

[iShares.nl](http://iShares.nl) | 0800 – 0233 466

**BLACKROCK®**



FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

## DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

DE ACHT P'S	OMSCHRIJVING	SCORE DB-X 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

# DE AARDBOL ALS SPEELVELD

*Het Fondsnieuws-productpanel laat zijn licht schijnen op beleggingsproducten. Dit keer aandacht voor de mensen, het proces en de performance van het BlackRock Global Allocation Fund, een van de grootste multi-asset fondsen ter wereld.*

IN 1989 WERD het BlackRock Global Allocation Fund opgericht. Aanvankelijk waren er 3 beheerders. Inmiddels zijn er meer dan 40 mensen bij betrokken. Het fonds kenmerkt zich door de kwaliteit van het beheer, de gehanteerde processen en de relatief hoge, voor risico gecorrigeerde performance. Wij richten ons op de P's van People, Process en Performance.

### People

Boegbeeld en één van de oprichters is Dennis Stattman. Voordat hij het BlackRock Global Allocation Fund oprichtte was hij werkzaam bij de Wereldbank waar hij medeverantwoordelijk was voor het beheer van de pensioengelden. Beheer is echter geen one man show, ook niet bij BlackRock. De 3 hoofdbeheerders hebben gezamenlijk meer dan 90 jaar beleggingservaring, terwijl meer dan de helft van de senior analisten meer dan 10 jaar aan het fonds verbonden is. De afgelopen jaren, is het team sterk uitgebreid. Dit heeft te maken met de groei van het beheerd vermogen. Dat is de afgelopen 5 jaar meer dan verdubbeld tot circa \$ 15,4 mrd. Er is sprake van een team-based beheer waarbij de beheerders putten uit alle bronnen binnen BlackRock. Denk hierbij aan on-

derzoek en risicomanagement.

### Process

Startpunt is het beleggingsuniversum dat bestaat uit wereldwijde aandelen en vastrentende waarden van diverse omvang en kwaliteit. Binnen de gekozen asset allocatie worden aan de hand van fundamenteel onderzoek verschillende titels opgenomen. Zo ligt bij de aandelenselectie een grote nadruk op waarde. De asset allocatie wordt binnen bepaalde bandbreedtes gerelateerd aan de samengestelde benchmark. Deze is als volgt samengesteld: 36% S&P 500, 24% FTSE World, 24% BofA ML US Treasury Current 5 year, en 16% Citigroup Non-USD World Government Bond Index. Dit komt neer op een verdeling van 60% aandelen en 40% obligaties. Na invulling resulteert een breed gespreide portefeuille. Er wordt belegd in ruim

**BlackRock Global Allocation Fund richt zich in zijn strategie sterk op het kapitaalbehoud**

700 titels en 30 valuta's in meer dan 40 landen. Naast aandelen, obligaties en liquiditeiten zijn ook converteerbare obligaties, Inflation Linked Bonds, preferente aandelen en edelmetalen opgenomen. Bij het samenstellen en het beheer van de portefeuille wordt gebruik gemaakt van BlackRock's wereldwijde onderzoek, technologie en risico-analyse. Het fonds heeft zowel van S&P als van Morningstar de hoogste rating.

Het team vindt momenteel aandelen de meest interessante categorie, zeker vergeleken met vastrentende waarden: het dividendrendement is substantieel hoger dan het effectief rendement op staatsobligaties van ontwikkelde economieën en de waarderingen van aandelen zijn relatief laag. Opmerkelijk is de gedeeltelijke verschuiving binnen het fonds van goud ETF's naar goudaandelen vanwege de historisch hoge discount van de laatste vergeleken met de eerstgenoemde. Onderliggend wordt bijna uitsluitend belegd in liquide titels, circa 65% van de portefeuille is binnen een dag liquide te maken.

### Performance

De doelstelling van het fonds is het genereren van een competitief, absoluut rendement vergelijkbaar met aandelen

maar met een lagere volatiliteit. Neven-doelstelling is het beperken van kapitaalverlies. Het track record is goed: vergeleken met de benchmark is sinds de oprichting een outperformance gerealiseerd van 1,68% op jaarbasis. De intrinsieke waarde van het fonds noteert alweer geruime tijd boven het niveau van voor de kredietcrisis.

De portefeuillevreiding kan sterk afwijken van de benchmark. Zo is de portefeuille nu overwogen in aandelen (65%), onderwogen in vastrentende waarden (30%) en liquiditeiten (5%). De grootste accenten liggen op opkomende economieën (zowel aandelen als vastrentende waarden), converteerbare obligaties en bedrijfsobligaties. Onderwegingen zijn terug te vinden in schuld papier van ontwikkelde economieën en aandelen in Europa en de VS.

Kortom, het is een relatief defensieve portefeuille, die flexibel beheerd wordt. Het minst positieve aspect is dat het fonds moeilijk te plaatsen is in een portefeuillecontext, gezien de hoge mate van diversificatie. ■

DEZE PRODUCTANALYSE IS AFKOMSTIG VAN ROBERT LODEWIJKS, PARTNER VAN ONAFHANKELIJK FAMILY OFFICE BOX CONSULTANTS.



# BLOEDBAD OP DE MARKTEN

## KWARTAALRESULTATEN ASSET CLASSES

- *Alle risico-gerelateerde assets in de verkoop*
- *Ondanks lage rente, vlucht in veilig staatspapier*

TEKST: BAS DOMMERHOLT

HET DERDE KWARTAAL van 2011 werd overschaduwd door de zwaarste terugval op de markten sinds eind 2008. Beleggers zochten naarmate het kwartaal vorderde massaal hun toevlucht in veilige havens: de rente op veilige staatsobligaties daalde hard en beleggers in langlopende staatsobligaties boekten historische koerswinsten. De grootste verliezen werden geleden op Europese aandelen en hoogrentende obligaties. Zo verloor de S&P Global 1200 aandelenindex 12%. Beleggers in euro high-yield obligaties leverden gemiddeld 9% in. Verder viel de zware prijsval van metalen op.

De zeer sterke beweeglijkheid op de markten werd vooral veroorzaakt door politieke ontwikkelingen, zoals de Europese schuldencrisis en de splende onderhandelingen in het Amerikaanse Congres over verhoging van het schuldenplafond. Terwijl een overtuigend politiek antwoord op de Europese schuldencrisis nog niet is gevonden, hebben Democraten en Republikeinen eind juli wél overeenstem-

ming bereikt over zeer zware bezuinigingen op de overheidsbegroting in de komende jaren. Deze bezuinigingsoperatie zal de Amerikaanse presidentsverkiezingen van volgend jaar belasten en de kansen voor president Obama op herverkiezingen bemoeilijken.

### 1. AANDELEN

Aandelen waren de slechtst presterende asset class van het derde kwartaal. De S&P Global 1200 verloor 12% en staat daardoor per eind september op een jaarverlies van 9%. Opvallend was dat aandelenbeleggingen in de ontwikkelde markten van Noord Amerika en Japan het relatief goed deden. Dit was grotendeels te danken aan een depreciatie van de euro.

De Amerikaanse aandelen werden in het derde kwartaal 8% goedkoper, Japanse aandelen werden – gemeten in euro's - 3% minder waard. De opkomende landen zetten de neerwaartse trend in de afgelopen drie maanden door. Vooral Latijns Amerika moest flink inleveren: de S&P Latin America 40 index leverde 19% in en staat per eind september op een jaarverlies

van bijna 30%. De rode lantaarndrager was echter Europa, waar aandelen in het derde kwartaal 21% aan waarde verloren. Het grootste verlies werd in de maand augustus geleden, toen duidelijk werd dat het Europese schuldakkoord van eind juli geen echte oplossing bood.

In het verlengde van de aanhoudende onzekerheid over de Europese schuldencrisis verloor de bankensector gemiddeld 30%. Banken met veel schuld papier van Zuid-Europese landen als Griekenland, zoals Société Générale en Crédit Agricole, zagen in het derde kwartaal meer dan de helft van hun beurswaarde verdampen.

### 2. VASTRENTEND

De opnieuw opgelaaide eurocrisis was ook voor vastrentende beleggers het

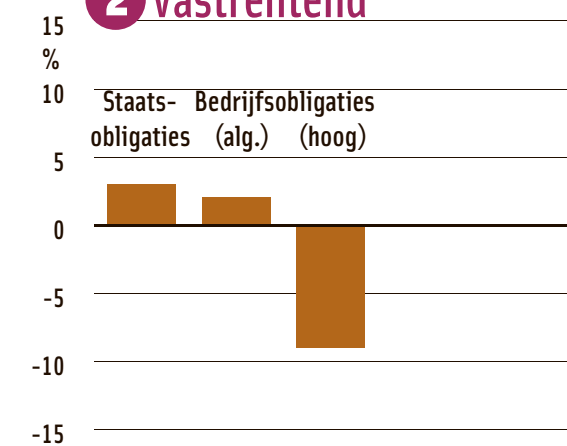
**'We zien dat het bedrijfsleven de banken niet meer vertrouwt'**

## Tijd voor een koel hoofd en een vaste hand

Euro-rendementen in het derde kwartaal van 2011

**1** Aandelen  
De index  
(S&P Global 1200)  
**-12%**

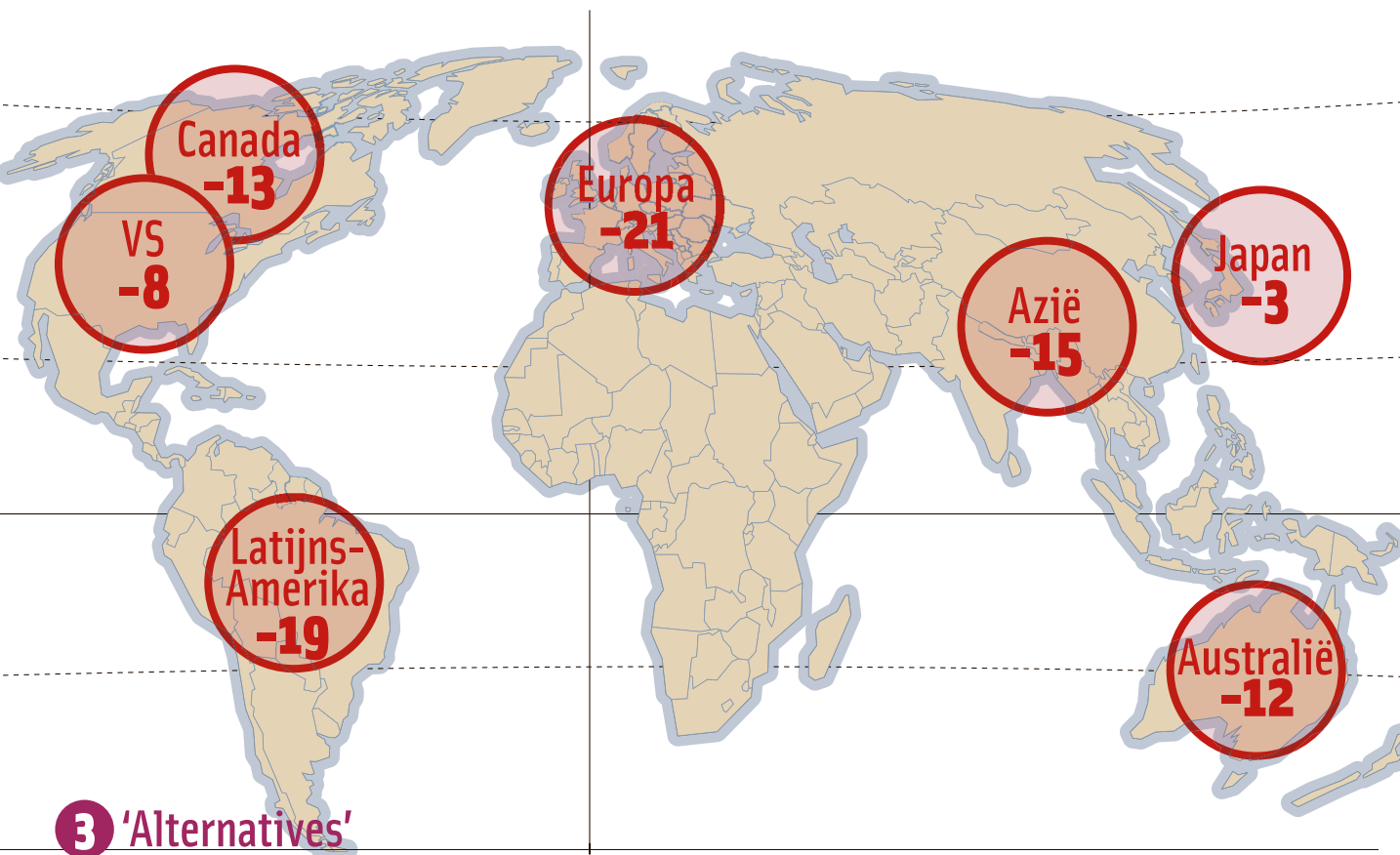
## **2** Vastrentend



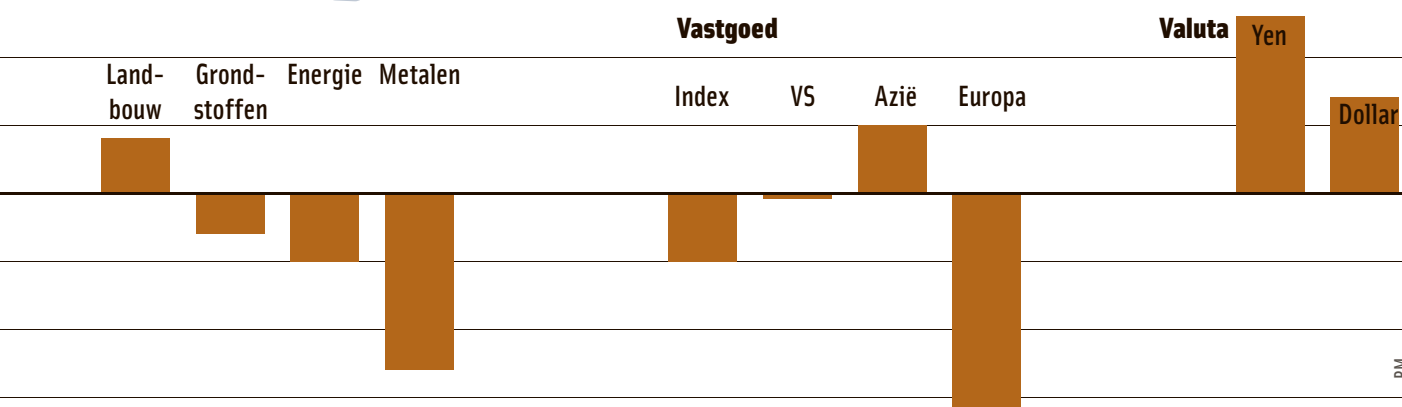
INFOGRAPHIC: PAUL MOUWES

dominante thema. Meer risicovolle leningen, zoals high yield obligaties, werden gedumpt, terwijl een nieuwe run op veilige geachte staatsobligaties de koersen omhoog katapulteerden.

Een staatsobligatie met een looptijd van 5 jaar werd gemiddeld 3% duurder. 'Maar', waarschuwt Sander Bus, hoofd vastrentende waarden bij Robeco, 'er zijn enorme verschillen tussen de eurolanden. Een belegger met een portefeuille van Duitse staatsobligaties met een looptijd van gemiddeld 5 jaar zag zijn beleggingen 8% meer waarde worden in de afgelopen



**3 'Alternatives'**



drie maanden. Had je in een soortgelijke portefeuille van Italiaanse staatsobligaties gezeten, dan had je in het derde kwartaal 5% verloren.'

'Vooral banken leiden onder de onzekerheid van de eurocrisis', zegt Bus. 'We zien steeds vaker dat het Europese bedrijfsleven de banken niet meer vertrouwt en spaargeld weghaalt, zoals Siemens onlangs heeft gedaan.' Het technologiebedrijf haalde meer dan €500 mln weg bij een Franse bank en stalde het bij de ECB. Siemens heeft nu een bedrag van €4 tot €6 mrd bij de Europese Centrale Bank gestald.

'Het is tekenend voor de huidige situatie. Zonder oplossing voor de eurocrisis zal het voor banken alsmoer moeilijker worden', aldus Bus.

De obligatiespecialist stelt dat financiële instellingen zich tegenwoordig alleen nog maar kunnen financieren via covered bonds. Dat is een bepaald type obligaties dat een ruime dekking van een verpanding vereist. 'Covered bonds worden wel als veilige haven geaccepteerd en deden het dan ook goed in het derde kwartaal.'

Bankobligaties zonder dekking van een verpanding werden daar-

entegen van de hand gedaan. Bankobligaties met een looptijd van 5 jaar verloren 1,9%.

Bedrijfsobligaties met een investement grade rating – de hoogste rating – worden echter wel als veilig beschouwd en stegen in de afgelopen drie maanden met 1,9%. Maar de meer risicovolle categorie bedrijfsobligaties, de zogenoemde high yields, werden massaal van de hand gedaan. De vijfjarige hoogrentende bedrijfsobligatie verloor maar liefst 9,2% sinds 1 juli 2011.

'Alle ogen zijn gericht op de Europese politici en op de ECB', aldus Bus.

'Komt er een oplossing dan zullen beleggers de veilige havens weer verlaten en kunnen risicopremies hard dalen. Zo niet, dan houdt de huidige neerwaartse spiraal aan.'

**3. ALTERNATIVES**

Bij de alternatieve beleggingen deden grondstoffen het relatief goed, vooral voedsel. De wereldwijde grondstoffenindex van S&P en Goldman Sachs verloor 3%. Maar de S&P GSCI Agriculture index steeg met 4% in het derde kwartaal. Dat was vooral te danken aan lage voorraden en verstorende klimatologische omstandigheden, waardoor de voedselprijzen sterk stegen. De zwaarst wegende bestanddelen van de index, maïs en tarwe, stegen met meer dan 15%. Dat was min of meer een correctie na de sterke prijsdalingen van juni.

Energie deed het tot de laatste week van september goed doen. De olieprijs bleef op het hoge huidige niveau van \$ 110 per vat. Desondanks verloor de S&P GSCI Energy index 5% in het derde kwartaal en ook de index voor metalen stond per vrijdag 23 september 13% lager dan op 1 juli 2011.

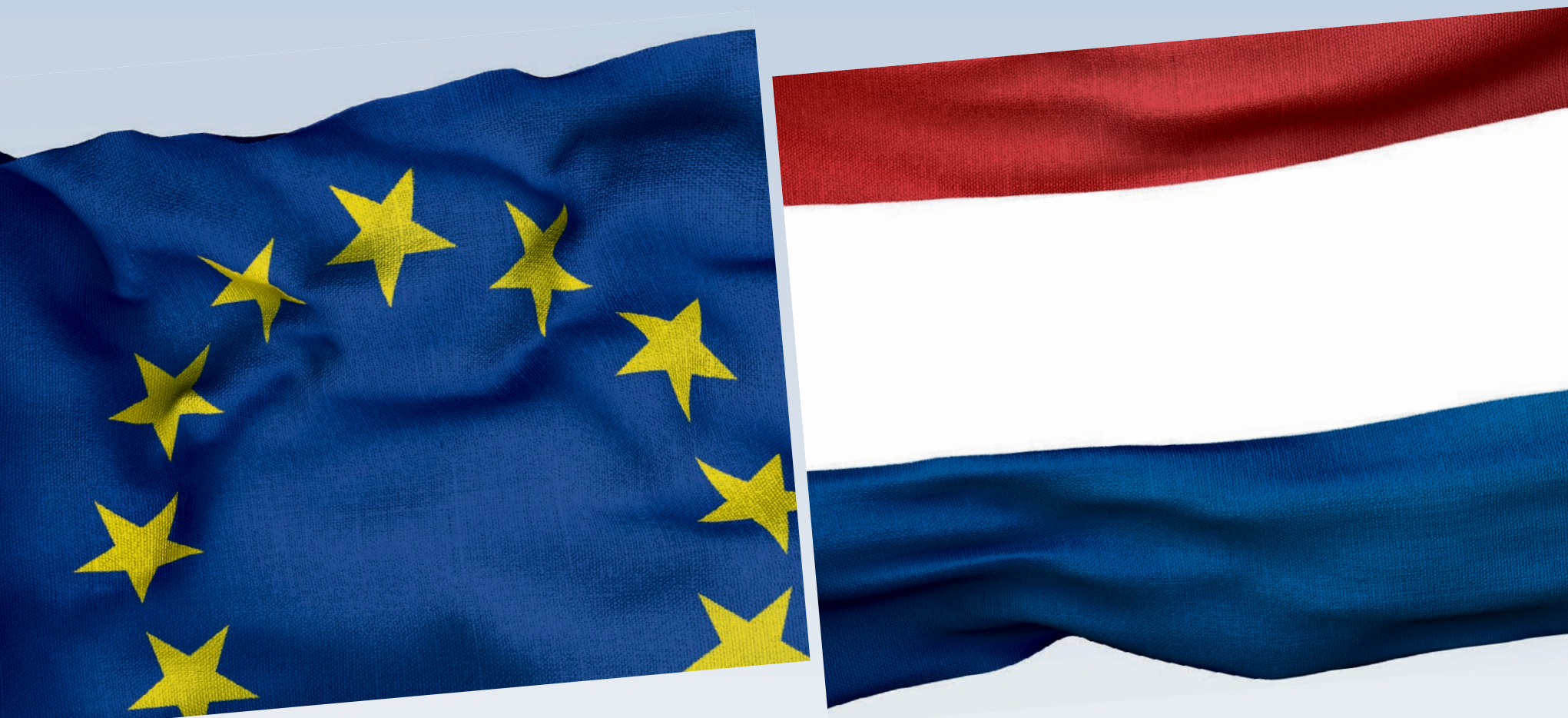
Een grote verliezer in de asset class waren basismetalen. De koperprijs ging zelfs 25% onderuit sinds 1 juli, terwijl goud en zilver ook gebukt gaan onder zware prijsschommelingen. Goud steeg van \$ 1500 begin juli naar 1900 dollar eind augustus. Maar is inmiddels al weer gezakt tot onder de \$ 1600 per troy ounce.

Vastgoed was in het tweede kwartaal nog een van de best presterende asset classes, maar in het derde kwartaal behoorde het in Europa tot de grote verliezers: de GPR Europe index verloor 16 procent aan waarde in de drie maanden tot eind september. De GPR Global index, een index van wereldwijde beursgenoteerde vastgoedbedrijven, beperkte het verlies tot 5%. Ook in Azië leverde het beursgenoteerde vastgoed 5% in.

De oplaaierende eurocrisis liet ook de valutamarkten niet onberoerd. Amerikaanse dollars werden duurder en stegen tegenover de euro van 69 cent naar 74 cent, een stijging van 7%. De Japanse yen apprecieerde tegenover de euro in het derde kwartaal van 2011 zelfs met 13%. ■

**BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**

# Op zoek naar rust in een 'onzekere' obligatiemarkt? ING First Class Obligatie Fonds



Hoe creëer je rust met een optimale mix?  
[www.firstclassobligatiefonds.nl](http://www.firstclassobligatiefonds.nl)

#### ING First Class Obligatie Fonds

- Team met 20 jaar wereldwijde obligatie ervaring
- Dynamische mix van staatsleningen, bedrijfsleningen en obligaties in opkomende markten
- Obligaties van AAA tot High Yield

#### First Class zoekt de juiste combinatie met 2 doelen

- 4 % dividend per jaar
- een mooi koersrendement

INVESTMENT MANAGEMENT



# Thema: Connectivity



## Afloop van eurocrisis

De wereld is zo complex geworden, dat je geen voorspellingen moet doen over de eurocrisis. Werk met scenario's, zegt Lex Hoogduin

PAGINA 31



## Adviseurs op zoek

De rol van de beleggingsadviseur is sterk veranderd. Het hoofdkantoor bepaalt het beleid. De klant begrijpt die nieuwe rol nog niet altijd

PAGINA 24

EN VERDER

## Peiling onder adviseurs

De toekomst van de adviesrelatie

PAGINA 25

## Terug naar de kern

Onder invloed van de huidige crisis, is back to basics het refrein van beleggers: waarde, rente, spread en dividendrendement

PAGINA 28

# SPREIDING WERKT: OOK IN EEN NEERGAANDE MARKT

*De risicomanager brokkelt sinds 2008 weer stevig mee in de melk*

TEKST: CORINA RUHE

VOOR RISICOMANAGERS ZIJN het moeilijke tijden. De kredietcrisis heeft aangetoond dat de grote financiële markten niet op zichzelf staan. Als de Amerikaanse beurzen onderuit gaan, dan trekken ze Azië en Europa in hun val mee. En daar blijft het niet bij. Ook andere asset classes zoals grondstoffen, vastgoed en hedgefondsen moeten inleveren.

Op de wereldbol is Griekenland maar een klein stipje, maar de ernstige economische situatie in het land houdt de wereldwijde financiële markten nu alweer anderhalf jaar in zijn greep. De kruisrelaties op de financiële markten zijn talrijk.

'Het enige waar het in deze moeilijke markt op aankomt is risicomanagement', zegt Héléne Veltman, directeur van het fiduciaire team van Axa Investment Managers en verantwoordelijk voor het beheer van pensi-

oenfondsen op de Nederlandse markt.

'De belangrijkste vraag is hoeveel risico een klant wil lopen', zegt Veltman. 'Als de risico's te ver oplopen, dan bouwen we een deel van de aandelenbeleggingen af, en investeren we het geld in obligaties.' Volgens haar heeft het op dit moment niet veel zin meer om een portefeuille te beschermen met derivaten. 'Het is nu te laat om die te kopen, die zijn veel te duur geworden', zegt ze. Tegelijkertijd bevoegt Veltman moet een beleggingsportefeuille ook mogelijkheden bieden om te profiteren zodra het weer beter gaat op de beurzen.

Juist tijdens een crisis is het moeilijk om een beleggingsportefeuille te beschermen door te spreiden over verschillende markten en over verschillende productcategorieën. Daarnaast heeft de kredietcrisis pijnlijk duidelijk gemaakt dat risicobeheersingsmodellen in extreme situaties geen enkele houvast bieden.

Ooit werden modellen als Value

at Risk, waarbij wordt berekend wat het maximale verlies is op een beleggingsportefeuille onder normale omstandigheden, juist gebruikt om op een slimme manier geld te verdienen. Door deze modellen konden bijvoorbeeld banken op een efficiënte manier met hun kapitaal omgaan. Door tot achter de komma nauwkeurig risico's in te berekenen, konden investeerders scherper aan de wind varen.

De val van Lehman Brothers veranderde ook de wereld van het risicomanagement. Risico's en het gedrag van beleggers bleken niet in wiskundige modellen te vangen. Beleggers

**'Het komt aan op risicomanagement: hoeveel risico is een klant bereid te lopen?'**

vertonen kuddegedrag en dumpen alles waardoor ook van de mogelijkheid om te spreiden weinig meer over bleef.

## Er is geen free lunch

'De risicomanager gaat weer terug naar het oude vak', zegt Berry Debrauwer, voorzitter van de commissie risicomanagement en jarenlang verantwoordelijk voor het risicobeheer bij Van Lanschot Bankiers. 'We hebben ons in het verleden teveel in slaap laten sussen door de risicomodellen. Risico was een objectief begrip geworden.'

'Risicomodellen gaan er vanuit dat zich maar ongeveer een keer in de 40 jaar een extreme situatie voor doet', zegt Veltman. 'We hebben nu al meerdere crises gehad in paar jaar tijd.'

'Bij beleggen is er maar een free lunch, en dat is spreiding', zei Mark Mobius recent in een interview met Fondsnieuws. Maar zijn er nog wel mogelijkheden om te spreiden? In deze neergaande markt maken beleggers nauwelijks onderscheid tussen ver-

# Optimale kansen



Het nieuwe Fidelity Funds – Global Strategic Bond Fund is een beleggingsfonds waarbij de flexibele asset allocatie het mogelijk maakt om tijdig keuzes te maken binnen de verschillende obligatie asset categorieën. Daarmee willen wij het rendement voor uw klant verhogen en het risico verder controleren. Het fonds kan beleggen in staatsobligaties, bedrijfsobligaties, "High Yield", "Inflation-Linked Bonds" en obligaties uit opkomende markten. Ieder op zich een categorie waarin Fidelity u al een uitstekende keus kan bieden. Middels het FF Global Strategic Bond Fund bundelen wij deze krachten tot één "all-weather" oplossing voor u en uw klanten.

**Meer weten?**  
**Kijk op [www.fidelity.nl](http://www.fidelity.nl)**



the currency of investing

Beleggingen in kleine en opkomende markten kunnen sterker schommelen dan beleggingen in ontwikkelde markten. Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. Fidelity / Fidelity Worldwide Investment wordt gebruikt voor FIL Limited, en haar dochterondernemingen. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment en het Fidelity Currency Key zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity Funds (FF) 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 dat kosteloos verkrijgbaar is tezamen 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 Investments International, 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. Als gevolg van een gebrek aan liquiditeit in kleinere aandelenmarkten, kunnen sommige 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. Uitgegeven door FIL Investments International, in het Verenigd Koninkrijk geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Services Authority. CL1109902/0312

**VERVOLG VAN PAGINA 21**

schillende aandelen in dezelfde markt. De correlaties tussen Amerikaanse aandelen onderling en Europese aandelen liggen op dit moment zelfs boven het niveau van 2008. Dat betekent dat het voor portfoliomanagers nu erg lastig is om goede aandelen te selecteren die voor een outperformance kunnen zorgen. Alleen in Azië liggen de correlaties nog lager.

Ook de correlaties tussen de verschillende asset classes nemen toe. Grondstoffen bewegen dezelfde kant op als aandelen. De correlatie tussen grondstoffen en aandelen is op dit moment 0,8%. Dat betekent dat bijvoorbeeld de prijsontwikkeling van goud op dit moment sterk gerelateerd is aan de koersontwikkeling van aandelen.

Volgens Florian Broekhuizen, portfoliomanager bij Van Lanschot Bankiers, is dat niet realistisch. 'Als grondstoffen duurder worden, dan is dat over het algemeen slecht voor bedrijven en dus niet goed voor de aandelenkoersen.'

De toenemende samenhang tussen de wereldwijde financiële markten komt niet alleen door de financiële crisis. Kapitaal stroomt makkelijker en sneller de wereld over dan pakweg twintig jaar geleden. Dezelfde dollar kan in een dag een reis afleggen van Sao Paulo naar Hongkong. De mate waarin de aandelenbeurzen in opkomende markten samenhangen met ontwikkelde markten is gestegen van 10% begin jaren '90 tot iets minder dan 50% in 2007.

Dit jaar laten verreweg de meeste aandelenbeurzen een negatief rendement zien. Een van de weinige uitzonderingen daarop is de beurs van Caracas. Een verklaring daarvoor is dat de kapitaalrestricties in Venezuela zo streng zijn dat er nauwelijks kapitaal van buiten het land instroomt. In tegenstelling tot de meeste andere financiële markten heeft deze beurs weinig last van wat er ver weg in Europa gebeurt.

**Spreiding**

Ondanks de toenemende correlaties blijft Veltman van Axa IM ervan overtuigd dat spreiding een goede manier is om risico's te beperken. Ook tijdens een crisis. 'Je moet niet alleen maar naar de korte termijn kijken', zegt ze. 'Op dit moment helpt spreiding misschien minder goed. Maar als je over

een periode van meerdere jaren kijkt, dan zie je dat goed gespreide portefeuilles beter presteren dan niet gespreide beleggingsportefeuilles.

Veltman baseert zich daarbij op een onderzoek dat Axa recent heeft uitgevoerd. In de afgelopen 10 jaar leverde een gespreide aandelenportefeuille een rendement op van 5,3% tegenover een rendement van 2,2% voor de MSCI World-index. Bovendien waren de risico's lager met een volatiliteit van ruim 13% voor de gespreide portefeuille tegenover een volatiliteit van ruim 15% voor de MSCI World-index.

Tegelijkertijd betoogt Veltman dat de geglobaliseerde wereld steeds meer mogelijkheden biedt om risico's te spreiden. 'Het aanbod van beleggingsproducten is de afgelopen jaren alleen maar toegenomen. We kunnen nu ook beleggen in indextrackers of inflatie-

**'Haal niet alle risico's uit een portefeuille. Je moet van herstel ook profiteren'**

gerelateerde producten, dat zorgt voor meer stabiliteit in een portefeuille.'

Ook Debrauwer van Van Lanschot vindt dat de mogelijkheden om risico's te spreiden het afgelopen decennium juist zijn toegenomen onder andere door de opkomst van China.

**Risico versus rendement**

'De verschillende machtblokken in de wereld, Europa, Amerika en Azië hebben allen hun eigen dynamiek en specifieke kenmerken. Het economisch klimaat verschilt, de bevolkingssamenstelling, de mate van consumptie maar ook de politieke verhoudingen. Deze unieke kenmerken bieden beleggers juist mogelijkheden om te spreiden.

Ook Broekhuizen van Van Lanschot Bankiers ziet onder de huidige omstandigheden nog genoeg mogelijkheden om te diversifiëren. 'Beleggers denken dat als alle markten naar beneden gaan, ze ook zijn gecorreleerd, maar dat hoeft niet zo te zijn', zegt hij. 'Als de Europese indices met 30% zakken en de Amerikaanse beurzen met circa 15% dan zijn er nog steeds genoeg mogelijkheden om tussen deze twee markten te spreiden', zegt hij.

En Broekhuizen ziet ook juist nu

grotere verschillen tussen verschillende asset classes. 'Door de crisis in Europa zijn de koersen van Duits en Nederlands staatspapier juist fors gestegen', zegt hij. Door op een ander niveau naar de markten te kijken, zijn er nog genoeg kansen om te spreiden. Als voorbeeld noemt hij de financiële waarden. 'Die zijn in de afgelopen weken afgestraft, maar een bedrijf als Unilever heeft dit jaar een positief rendement gehaald.'

Uit het onderzoek van Axa blijkt dat spreiding in een portefeuille juist het beste loont tijdens een crisis. In 2000, 2001, 2002 en 2008 werd er juist een outperformance geboekt op de gespreide portefeuille. Tijdens het herstel van de aandelenmarkten, 1999 en in 2003, was er juist een underperformance.

Volgens Veltman komt het er nu ook op aan om te profiteren als de markten weer aantrekken. Het is altijd weer een afweging tussen risico en rendement. Het gaat niet alleen om het beschermen van het kapitaal. 'Je moet niet alle risico's uit een portefeuille halen, je moet immers ook kunnen profiteren als de markten weer omhoog gaan.'

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



FOTO: DINH TRAN



# DE ADVISEUR ZOEKT NAAR CENTRALISERING BELEID VERSUS KLANTBELANG

*De rol van de adviseur is sterk veranderd door de centralisering van het beleggingsbeleid. Hij zoekt naar zijn rol, terwijl de klant ook niet precies weet wat hij van hem mag verwachten, zo blijkt uit onderzoek.*

**TEKST: REDACTIE FONDSNIEUWS**

**DRIE JAAR GELEDEN**, op het hoogtepunt van de kredietcrisis, publiceerden hoogleraar Fred van Raaij en onderzoeker Tom Loonen een onderzoek met vergaande consequenties: zij legden risicovragenlijsten van klanten voor aan de banken en op basis daarvan kwam naar voren dat in 94% van de gevallen er een verschillend risicoprofiel en een uiteenlopende vermogensverdeling tot stand kwam. Bij de een werd de belegger als offensief en bij de ander als defensief be-

oordeeld, hetgeen zeer verschillende opbrengsten van de portefeuille gaf.

De Autoriteit Financiële Markten greep dit onderzoek aan om de sector te dwingen tot een standaardisatie van de risicoprofielen. De Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) zei indertijd dat 'het vaststellen van zowel het risicoprofiel als de portefeuille een interactieve gebeurtenis is tussen adviseur en klant, dat amper te vatten is in een gestandaardiseerd profiel.' Inmiddels, drie jaar later, werken adviseurs met zes standaardprofielen en is de macro-economische visie, de asset allocatie en de samenstelling

van de (model)portefeuilles grotendeels gecentraliseerd op het hoofdkantoor van de bank. De beleggingsadviseurs zijn, in de woorden van de banken, relatie-managers geworden. Dat laatste doet de adviseur zichtbaar pijn. Dat bleek vorige maand op het Fondsevent in een tweetal debatten. Men stelde vanuit de zaal de panelleden de vraag hoe de rijke geschakeerdheid van klanten en klantbelangen in zes risicoprofielen gevat kan worden - een opvatting die de VBA drie jaar daarvoor zelf ook als argument naar voren bracht. De panelleden op het podium hielden de zaal voor dat een adviseur

ook tegen de klantopvatting in moeten durven gaan, een opvatting die zich in de praktijk moeilijk verhoudt met dat andere mantra dat sinds 2008 nog altijd te horen is: de klant centraal stellen.

De sterk gewijzigde rol van de adviseurs wordt door de klant nog altijd begrepen, zo blijkt uit een peiling die Fondsnieuws samen met adviesbureau VODW onder 16.000 respondenten heeft gedaan (zie inzet). Daaruit komt naar voren dat er grote perceptieverschillen zijn over het wezen van de adviesrelatie. Adviseurs stellen dat het intakegesprek en de opstelling van het risicoprofiel de hoogste prioriteit hebben, zoals de AFM met de banken heeft afgesproken. Klanten zien daarentegen de toegevoegde waarde van de adviseurs vooral nog in de aloude functie van selectie en advisering van fondsen en aandelen - niet beseffende dat de beleggingsadviseur allang niet meer de ad-





# ZIJN ROL

viseur is die hem de 'once in a lifetime' beleggingstip gaf.

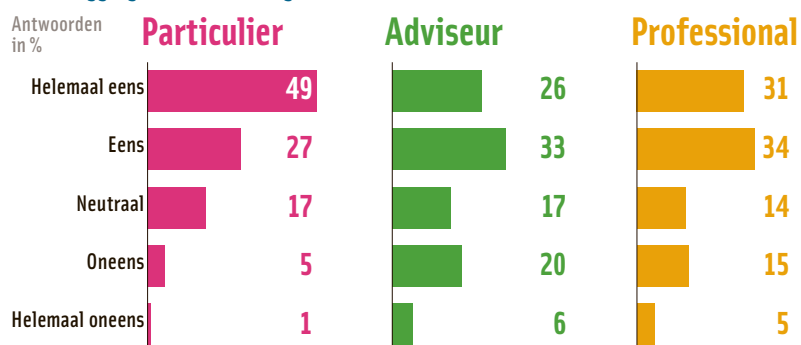
Veel adviseurs hebben zich inmiddels in hun rol geschikt en erkennen dat de complexiteit van de markten verlangt dat expertise op centraal niveau wordt samengebracht zodat ook de risico's beter gemanaged kunnen worden. Maar tegenover die rationele overweging staat de dagelijkse praktijk van klanten die eigen wensen en inzichten hebben en die door de standaardisering van het beleid maar beperkt kunnen worden gehonoreerd. Die spagaat waarin de adviseur staat, is problematisch nu minister De Jager van Financiën heeft aangekondigd dat hij het huidige provisiemodel wil vervangen door aan adviesfeemod. Veel klanten zullen, zo bleek uit het onderzoek van Fondsnieuws, uitwijken naar execution only-platforms.

Hoe groot de irritatie over het afgedwongen AFM-beleid wel is, bleek bij het

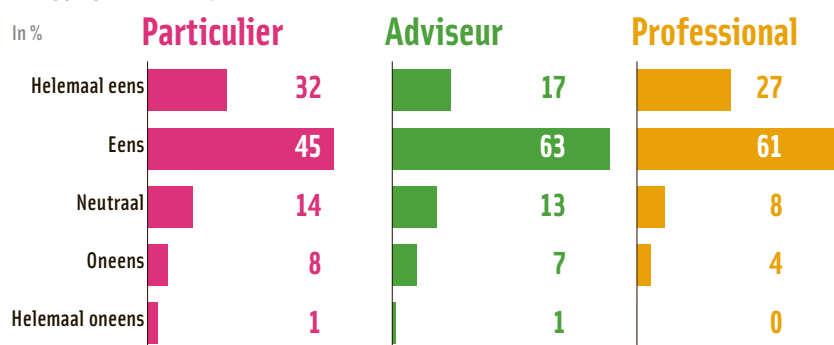
slotdebat van het Fondsevent. Daar werd onder leiding van twee professionele debaters gedebatteerd over de stelling 'Klanten moeten niet meer beschermd worden door de AFM'. Aanwezige beleggingsprofessionals werden afhankelijk van de plek waar ze zaten tot voor- of tegenstanders van de stelling bestempeld. Na het openingspleidooi, werd de zaal bij de discussie betrokken en werd de AFM verweten dat zij zich een rol heeft aangemeten die meer is dan scheidsrechter. Zij is zelf speler geworden en bemoeit zich te veel met het spel zelf, luidde de kritiek uit de zaal. Aan het slot werd duidelijk dat ondanks het rollenspel van voor- en tegenstanders de tegenstanders van de stelling het eigenlijk eens waren met de voorstanders van de stelling: de AFM is ten onrechte op de stoel gaan zitten van de sector. ■

HET ONDERZOEK NAAR DE TOEKOMST VAN DE ADVIESRELATIE IS TE VINDEN OP FONDSNIEUWS.NL

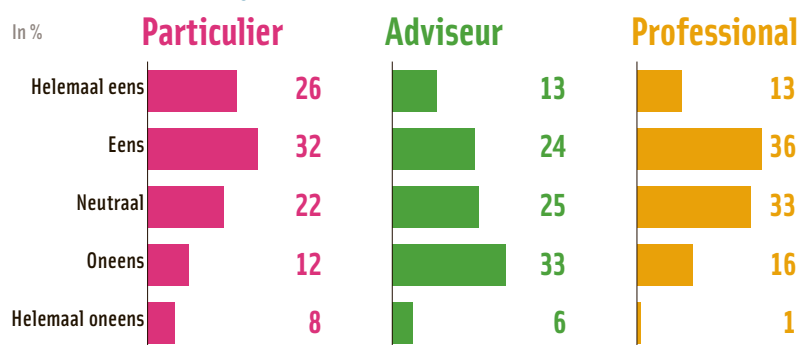
## 'Het verbod van het Ministerie van Financiën op de distributievergoeding van beleggingsfondsen is een goede zaak'



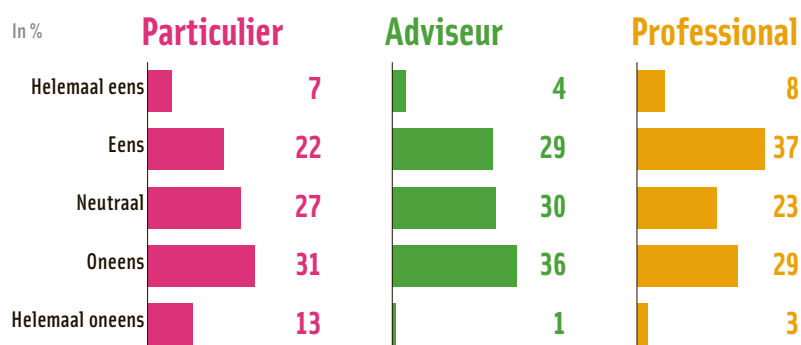
## 'Doordat de zichtbare kosten hoger worden, zal ik kritischer naar een beleggingsadviseur kijken'



## 'De toegevoegde waarde van een onafhankelijk adviseur is groter dan een die verbonden is aan een grootbank'



## 'De afgelopen jaren zijn klanten meer zelf gaan beleggen'





**Loop geen onnodig risico.**

Lager risico ← | → Hoger risico  
Doorgaans lager rendement | Doorgaans hoger rendement

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

doorgaans

**Lees de Essentiële Beleggersinformatie.**

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDEDELING

## Met minder risico beleggen in opkomende markten

**ROBECO EMERGING CONSERVATIVE HIGH DIVIDEND**

Beweeglijke aandelen trekken veel aandacht, maar aandelen buiten de spotlights hebben vaak minder volatiele rendementen. Door zijn specifieke beleggingsaanpak kan het fonds Robeco Emerging Conservative High Dividend deze aandelen vroegtijdig identificeren. Zo kunt u het marktrendement van opkomende markten realiseren terwijl u minder risico loopt. Daarnaast streeft het fonds naar een jaarlijkse dividenduitkering van 5%.

**Anders kijken, anders doen.**

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

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 een financiële bijsluiter en een prospectus opgesteld. Deze zijn kosteloos te verkrijgen via [www.robeco.nl](http://www.robeco.nl).

# Paradox: minder risico, maar toch kansen op een beter rendement

**Minder risico lopen en toch mogelijkheden om een beter rendement te behalen. Het lijkt een paradox, maar het is toch mogelijk. De conservative equity-strategie bewijst dat.**

Beleggers hebben de neiging beleggingsrisico's te onderschatten en de potentiële rendementen te overschatten. Dat leidt in de praktijk vaak tot grote teleurstellingen. Verliezen beperken is daarom essentieel om op de langere termijn een goede performance te behalen. Dit hoeft echter niet ten koste te gaan van het rendement. Integendeel: laag risico-aandelen doen het op langere termijn doorgaans beter dan aandelen met een hoger risico.

## Lager risico

De conservative equity-strategie van Robeco wijst dit uit. Een kwantitatief model selecteert aandelen met de beste verhouding tussen risico en opwaarts potentieel. Conservative equities zijn minder volatiel en hebben een lager risico ten opzichte van de markt. "Onderzoek wijst uit dat juist deze categorie aandelen systematisch is ondergewaardeerd", zegt fondsmanager Pim van Vliet. "Bovendien leveren dergelijke aandelen doorgaans een bovengemiddeld hoog dividendrendement op."

Deze strategie komt volgens Van Vliet het best tot zijn recht tijdens dalende, vlakke of gematigd positieve marktomstandigheden. Dat blijkt niet alleen in theorie, maar ook in de praktijk. De Robeco-fondsen die deze strategie volgen bleven ook in de turbulente jaren 2008 en de zomer van 2011 nog redelijk overeind. "Aandelen met een laag risico hebben doorgaans minder last van een scherpe daling van de markt, omdat beleggers in die marktomstandigheden risico's mijden. Beleggers zijn geneigd de wat degelijkere aandelen langer vast te houden dan de meer trendy aandelen", licht Van Vliet toe.

## Stabiel inkomen

Behalve op risicoreductie ligt de focus op inkomsten uit dividend. De conservative equity-strategie van Robeco streeft naar een jaarlijkse dividenduitkering van 5%. Dat maakt het voor beleggers mogelijk om stabiel inkomen te genereren uit een aandelenbelegging. Deze manier van beleggen is een andere benadering, erkent Van Vliet. "Het vereist anders kijken naar beleggen: in plaats van u te richten op een zo hoog mogelijk rendement ligt de focus op het voorkomen van verlies. Winnen door minder te verliezen."

## Ook in opkomende markten

Defensieve aandelen in opkomende markten. Het lijkt met elkaar in tegenspraak. Er is sprake van flinke economische groei in deze landen, maar wel met flinke risico's. Toch leent de conservative equity-strategie zich uitstekend voor beleggingen in opkomende markten. Robeco Emerging Conservative High Dividend selecteert bedrijven in opkomende landen die zich onderscheiden door een lager risico en een hoog dividendrendement. Die strategie werpt zijn vruchten af. Sinds de oprichting van het fonds, ruim een half jaar geleden, boekte dit fonds zowel in absoluut als relatief opzicht een positief rendement, ondanks de turbulentie op de aandelenbeurzen. De strategie van conservative equities heeft zich reeds bewezen op Europees en wereldwijd niveau.



Fotografie Ngoc Binh Tran, fondsevent 26 september 2011

## Belangrijke informatie

Dit artikel is met zorg samengesteld door Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167). Robeco Institutional Asset Management B.V. heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Aan beleggen zijn risico's verbonden.

# TERUG NAAR DE KERN

## ACCENT OP INKOMEN: DIVIDEND, COUPON, SPREAD EN WAARDE

- *Toenemende samenhang tussen markten maakt beleggen moeilijk*
- *Het reduceren van de volatiliteit in de portefeuille is doel op zich*

TEKST: REDACTIE FONDSNIEUWS

### 'ABSOLUTE RETURN WORDT SALONFÄHIG'

**A**bsolute return wint aan belangstelling nu het behalen van rendement op de aandelenmarkten geen vanzelfsprekendheid gegeven meer is, stelt BlackRock. Volgens de Amerikaanse vermogensbeheerder maken beleggers zich vaak zorgen over de liquiditeit en de transparantie van absolute return-strategieën, zoals van hedgefondsen. BlackRock denkt dat die zorgen nu door de industrie ook worden geadresseerd. Zo hebben veel hedgefondsen nu een Ucits-label - het Europese keurmerk - dat beleggers zekerheden geeft over de transparantie en over de liquiditeit van het onderhavige fonds. Wel denkt BlackRock dat er meer moet gebeuren: zo verlangt een dergelijke strategie zeer ervaren managers en moeten er hoge eisen worden gesteld aan het risicomangement. De grootste asset manager ter wereld erkent dat er veel risico's mogelijk zijn bij de toepassing van absolute return-strategieën, zoals operationele, organisatorische, liquiditeits-, maar ook tegenpartijrisico's. Of die risico's er ook écht zijn, hangt volgens BlackRock af van de strategie: gaat het om korte of lange termijnstrategieën en is er sprake van leverage of juist niet? De huidige, sterke volatiliteit op de financiële markten maakt dat veel professionele beleggers, maar ook private bankingklanten, hedgefondsen in de portefeuilles opnemen. De performance over de periode 1990 tot en met juli 2011 laat volgens BlackRock zien dat hedgefondsen in de laatste tien jaar één keer een daling voor de kiezen hebben gehad van 10%, tegen twee keer een daling van de S&P 500 van 40%. In rampmaand augustus was de correlatie echter zo groot tussen asset classes, dat hedgefondsen de slechtste performance boekten sinds jaren.

### 'MET DIVIDEND SPREEK JE VERTROUWEN UIT'

**D**ividendrendement is wel voor 60 tot 70% bepalend voor het totaalrendement van aandelen, maar toch hebben beleggers en analisten er maar weinig oog voor, oordeelt Michael Gordon, chief investment officer aandelen wereldwijd bij BNP Paribas Investment Partners. Analisten zien in dividend niet meer dan een sluitpost in de waarderingmodellen. Dat komt omdat ze het veel te saai vinden, oordeelt Gordon. Het gaat bijna altijd om een stabiele uitkering die in de loop der jaren slechts geleidelijk verandert. Maar, in strijd met het beeld, is dividendrendement juist heel belangrijk. 'Bedrijven die dividend uitkeren, spreken hun vertrouwen uit naar de toekomst', zegt hij. Volgens Gordon werkt het juist andersom: Bedrijven die dividend uitkeren, presteren over het algemeen ook beter omdat ze gericht zijn op een stabiel rendement op de lange termijn.' Met de opmars van Azië, waar de groei uitbundig is, ontstaat er nu een categorie bedrijven die én groei kennen én dividend uitkeren. Dividendbeleggen in Azië wordt nu extra interessant als bescherming tegen inflatie. Een voorkeur heeft Gordon daarbij voor financiële instellingen in de regio, omdat deze bedrijven in tegenstelling tot westerse banken sterk gefinancierd zijn en een relatief hoog dividend uitkeren. 'Waarom zou je die twee niet kunnen combineren', zegt Gordon. Hij noemt twee oorspronkelijk Britse banken die aan die doelstelling voldoen: HSBC en Standard Chartered.

### 'MEER DIVERSIFICATIE BETEKENT MEER RISICO'

**O**m de risico's te kunnen beheersen, moet je niet te veel diversificeren in een portefeuille.' Dat zegt Angus Steel, manager van het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds. 'Want, zoals Warren Buffett al zei: hoe meer bedrijven je in de portefeuille hebt, hoe meer risico's je moet managen.' Daarom heeft hij niet meer dan 25 tot 35 bedrijven in portefeuille, die hij naar verwachting niet langer dan vijf jaar aanhoudt. Bij het beleggen in deze regio stelt Steel enkele criteria: alleen beleggen in kleine en middelgrote bedrijven, die een maximale marktkapitalisatie van 1,5 mrd euro hebben.

### 'Buffett zei al: Hoe meer bedrijven in portefeuille, hoe meer risico's'

'Want', zegt Steel, 'onderzoek van de economen Fama en French toont aan dat small caps over een periode van 83 jaar 16 keer beter presteren dan large caps.' Dat heeft volgens hem vooral te maken met de hogere risicovergoeding die beleggers voor small caps krijgen. De beheerders streven naar een intensieve relatie met de onderneming waarin ze minimaal 5% willen verwerven. Daarvoor bezoeken ze het management drie tot vier keer per jaar. Daarnaast wordt veel waarde gehecht aan het feit dat het financieel evenwichtige bedrijven zijn, wat tot uitdrukking moet komen in een jaarlijks uitkeren dividend, stelt Angus Steel.

### 'ONDERSCHAT NOOIT HET MARKTSENTIMENT'

**A**ls het markt sentiment slecht is, zoals nu, dan profiteren obligatiebeleggers daar doorgaans meer van dan aandelenbeleggers. 'Die laatsten hebben het effect van dat markt sentiment te lang onderschat. Zij dachten dat de schulden crisis in Europa een geïsoleerd probleem was en beseften niet dat het veel groter zou kunnen worden', zegt Hans van Zwol. Hij beheert het ING First Class Obligatie Fonds. 'Een belangrijk deel van de obligatiemarkt fungeert als veilige haven voor beleggers die geen vertrouwen meer hebben in meer risicovolle beleggingen. Hierdoor is de rente van de veiligste staatsobligaties sterk gedaald en zijn de koersen gestegen.' Toch is de connectiviteit soms ver te zoeken: toen S&P de kredietstatus van de VS verlaagde, had dat tot een hogere rente moeten leiden. 'Maar het tegendeel was het geval: beleggers stapten in treasuries, de rente ging omlaag, de koersen stegen. Op de keper beschouwd is dat niet correct.' Deze atypische marktreactie onderschrijft volgens Van Zwol hoe gecompliceerd beleggen thans wel is. 'Er is veel gaande in de wereld. Dat moet je kunnen vertalen naar de obligatiemarkten. Je moet kunnen beoordelen wat goedkoop lijkt en goedkoop is en wat duur lijkt en duur is.' Het is volgens hem essentieel dat je vanuit risicomangement weet waarom iets duur of juist goedkoop is. Zo zullen bedrijfsobligaties weer aantrekkelijk worden, zo snel er een oplossing komt voor de Europese schulden crisis, zegt obligatiemanager Van Zwol.



MASTERCLASS  
FOTO: DINH TRAN

## 'ADVIES: FOCUS JE OP DE WAARDEKETEN'

Om succesvol te beleggen, moeten beleggers uitgaan van de waardeketen. Dat stelt Charles Payne, hoofd aandelenproducten bij Fidelity Worldwide Investment. 'Hoeveel wereldwijde topbedrijven zitten er bijvoorbeeld in Griekenland? Weinig. En hoeveel in Zuid-Korea? Veel. Die laatste mis je als je besloten hebt alleen in Europa te beleggen.' Daarom pleit hij voor waardeketens als uitgangspunt in het beleggingsproces. Kijk je bijvoorbeeld naar de auto-industrie dan begint de waardeketen bij het delven van ijzererts, bij mijnen dus. Vervolgens wordt de erts verscheept, wordt er staal van gemaakt, dat wordt verkocht aan auto-onderdelenfabrikanten en via assemblagebedrijven, kom je uiteindelijk bij de autodealers. 'In deze keten is de grootste variabele de prijs van ruwe grondstoffen. Het is dus afhankelijk van hoe hoog die prijs is en welke richting hij op beweegt, waar in de keten je het best kunt investeren.'

Welke waardeketen je het best kunt kiezen, hangt af van waar je groei als belegger verwacht, legt Payne uit. Zelf ziet hij momenteel veel in landbouwproducten als rijst en graan. 'Als gevolg van de toenemende wereldbevolking, zal de vraag naar deze producten alleen maar toenemen.' Bovendien denkt Payne dat door de opkomst van een middenklasse in de opkomende markten de vraag naar luxeproducten zal groeien. 'Ik denk dat dit een fenomeen zal zijn, dat in opkomende landen als China meerdere decennia zal voortduren.'

## 'GRONDSTOFFEN VOOR AAN IN HERSTEL'

Paniek verklaart waarom de waardering van grondstoffen op de termijnmarkt en de grondstoffenreserves van mijnbouwbedrijven zo sterk afwijken, zegt Nicolle Vettise, portfoliomanager van het wereldwijde aandelenteam van JP Morgan Asset Management. 'Maar', voegt zij eraan toe, 'grondstoffen zullen als eerste profiteren van een herstel van het sentiment, want het groeiverhaal van deze "asset class" is onveranderd sterk.' Een voorbeeld van de sterke waarderingsverschillen is goud, waarvan de marktprijs dit jaar sterk gestegen is, terwijl de aandelenindex van goudmijnbedrijven fors is gedaald. Hoewel de cashflow van aandelen van mijnbouwbedrijven grotendeels voortkomt uit de verkoop van grondstoffen en dus correleert met de grondstoffenprijs, zijn er additionele risico's in vergelijking met het beleggen in grondstoffen via termijncontracten. Een concreet voorbeeld is dat de grondstoffenprijzen weer zullen dalen voordat de producent de grondstoffen heeft geëxploiteerd. Daarnaast is er volgens Vettise ook een operationeel risico: er kunnen zaken misgaan in de bedrijfsvoering. 'Want veel goudmijnbedrijven hebben hun productie voor de komende jaren al verkocht op de termijnmarkt. Daardoor profiteren ze nu dus minder van prijsstijgingen.' Toch is zij positief over de langere termijn: de onderliggende economische werkelijkheid is ongewijzigd, namelijk een sterke groei in opkomende markten, wat ervoor zorgt dat de schaarste op blijft. Om die reden is het dan ook het beste om in grondstoffenproducenten te beleggen om van de vraag naar grondstoffen te profiteren.

## 'KENNIS VAN ADVISEUR NEEMT JUIST AF'

Het besluit van de grootbanken om de assetallocatie, de fondsselectie en de samenstelling van de portefeuilles op centraal niveau te doen in zogenoemde 'investment offices', heeft ook een keerzijde, stelt San Lie, hoofd research van Morningstar Benelux: adviseurs vergaren er minder kennis door. 'Ze krijgen drie bulletpoints op basis waarvan ze een fonds moeten adviseren. Daarnaast is er weinig tijd om zich verder in een fonds te verdiepen. Als gevolg hiervan is er sprake van een uitgedeelde service aan beleggers.' Hij spreekt ook de eigen verant-

## 'Adviseurs moeten zich niet met een paar bulletpoints laten afschepen'

woordelijkheid aan. 'Ze moeten zich niet met een paar bulletpoints laten afschepen, maar ze zouden zich ook zelf beter in de fondsen moeten verdiepen.' Lie vindt dat beleggingsadviseurs ten minste moeten weten wie de fondsmanager is, wat zijn beleggingsstijl is en wat de reputatie van het fondshuis is. Ook moet hij, omwille van het advies aan de klant, weten wat de sterke en zwakke punten van een fonds zijn en hoe hoog de kosten. Morningstar vindt dat banken alleen die actieve fondsen een plaats in de portefeuilles moeten geven, die ook daadwerkelijk outperforeren. Anders krijgen trackers de voorkeur.

## 'DOOR VERGRIJZING FOCUS OP WAARDE'

De vergrijzing van Nederland maakt dat beleggers defensiever gaan beleggen. 'Dat maakt dat er meer oog zal zijn voor solide beursgenoteerde bedrijven die dividend uitkeren', oordeelt Pim van Vliet, die verantwoordelijk is voor de 'conservative equities-strategieën' bij Robeco. Hij vindt dat de Sharpe-ratio als kompas ook voor aandelenselectie heel aantrekkelijk is. 'Je kan hetzelfde rendement behalen met minder risico', zegt Van Vliet. De strategie onderscheidt zich volgens hem door een systematische aanpak op basis van een aantal beleggingsregels. Bij de constructie van de portefeuille is niet de benchmark het uitgangspunt, maar wordt naar een lage bèta gestreefd. Deze aanpak wordt ook wel 'low-volatility'-beleggen genoemd, dat met name onder institutionele beleggers sterk in opkomst is. 'Met deze strategie keren we als het ware terug naar vroeger. We kijken naar het neerwaartse risico, afgezet tegen het opwaarts potentieel. Daarbij houden we aandelen lang aan en voeren we weinig transacties uit.' Hij voelt zich daarom verbonden met waardebeleggers, maar omdat waarde aandelen in een recessie diep kunnen vallen, selecteert hij – kijkend naar de historische volatiliteit – lage bèta-aandelen. 'Hierbij is dividend een stabielere waardefactor dan bijvoorbeeld de koerswinstverhouding.'

DIT IS EEN COMPILATIE VAN INTERVIEWS DIE DE REDACTIE HEEFT GEHAD MET DE MANAGERS DIE OP HET FONDSSEVENT EEN MASTERCLASS GAVEN.



NETWERK-BIJEENKOMST  
FOTO'S: DINH TRAN

Het Fondsevent, waarvan Fondsnieuws mede-organisator is, zoemde in de vierde editie in op de toenemende samenhang van markten en landen. De complexiteit die daarvan het gevolg is, maakt dat voorspellen steeds moeilijker wordt en eigenlijk ook onzinnig. Beter is het om in scenario's te denken, stelde voormalig DNB-directeur Lex Hoogduin. De ongeveer 400 aanwezige adviseurs, private bankers en andere beleggingsprofessionals spraken behalve over de toenemende risico's van beleggen, ook over de gevolgen die deze ontwikkeling heeft voor het vak en voor de adviesrelatie met de particuliere klant. Vooral de aangekondigde afschaffing van de distributievergoeding hield de gemoederen bezig.



# 'WE STAAN VOOR EEN KRUISPUNT' SCENARIO'S VOOR MORGEN

*Europa komt voor de moeder aller keuzes te staan: opheffing of intensivering van de muntunie, zegt ex-DNB-directeur Hoogduin*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

'NIET ALLEEN PERSONEN, maar ook financiële instellingen zijn in vijf tot zes stappen wereldwijd met elkaar verbonden. Door al deze onderlinge relaties is de financiële wereld, maar ook het financiële stelsel, complex geworden. Dit maakt het onmogelijk om alle informatie te krijgen die overal in de financiële markten zit. Hierdoor is het onmogelijk om detailvoorspellingen over de financiële wereld te geven.'

Lex Hoogduin, hoogleraar monetaire economie en financiële instellingen en voormalig directeur van De Nederlandsche Bank, vindt dat het vanwege die complexiteit uiterst moeilijk is om te voorspellen hoe de eurocrisis afloopt. Daarom is het aan te bevelen met mogelijke scenario's te werken, stelde Hoogduin op het Fondsevent dat 'connectivity' als thema had.

Hoogduin onderscheidt drie scenario's: voortmodderen, een betekenisvolle stap voorwaarts in het Europese

integratieproces en renationalisatie en fragmentatie van Europa.

## Doormodderen?

Op dit moment bevindt Europa zich volgens Hoogduin nog in het eerste scenario: doormodderen. 'Maar', voegt hij eraan toe, 'we razen in de richting van een kruispunt waar we linksaf of rechtsaf moeten.' Er zal gekozen worden, maar pas als Frankrijk in de problemen komt. 'Dan zal Frankrijk Duitsland overhalen echte keuzes te maken.' William de Vijlder, de beleggingsstrategus van BNP Paribas Investment Partners, is het met Hoogduin eens. Hij zegt dat de eurolanden aan elkaar geketend zijn en dat er pas keuzes zullen worden gemaakt als het echt niet meer anders kan. Hoogduin en De Vijlder delen de opvatting dat er uiteindelijk voor meer integratie, samenwerking en afstemming zal worden gekozen, omdat het fragmentatiescenario grote schade zal toebrengen aan de financiële sector, de handel, de valuta, de pensioenen en uiteindelijk ook tot verarming zal leiden.



LEX HOOGDUIN

FOTO: DINH TRAN

Hoogduin vindt dat er grote beleidsfouten zijn gemaakt. Bij voorbeeld door Duitsland, dat zegt dat als het schuldenprobleem wordt opgelost een deel van de oplossing wordt neergelegd bij de private sector. 'Hierdoor wordt het hele netwerk geraakt en is het probleem niet beperkt tot land A en de financiële instellingen van land A, maar wordt nu de stabiliteit in de hele eurozone geraakt', zegt Hoogduin.

## 'Er zijn nog best leuke kansen'

En wat betekenen die mogelijke scenario's voor de beleggers? Pieter Wind, directeur investment content management bij ING Investment Management, vindt dat het nu draait om kapitaalbehoud en niet om rendement

**'Complexiteit is zo groot, dat je over de eurocrisis niets kan voorspellen'**

jagen. Hoogduin beaamt dat je als belegger eerst helder moet hebben wat je doelstelling is, maar bestrijdt dat je kansen moet toerekenen aan de verschillende scenario's en aan de hand daarvan je beleggingen moet spreiden. 'Er is nu niet echt een basis om dit te doen', zegt Hoogduin. Het allerbelangrijkste is om te blijven kijken in welk scenario 'we zitten en goed te blijven analyseren of dat ook het overheersende scenario blijft.' Een flexibele portefeuille, met meer liquiditeit en kortere looptijden, is volgens hem het recept. De Vijlder van BNP Paribas IP ziet, ondanks alles, toch wel leuke kansen, bij voorbeeld in bedrijfsobligaties die door de oplopende spreads weer hoge rendementen bieden. En ook Pieter Wind geeft de moed niet op. 'Als er toch 30% kans is dat de eurocrisis opgelost wordt en je zet daar helemaal niet op in, dan mis je in ieder geval het herstel.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

*Fietsen op het strand, 1894  
Einar Hein, schilder van Skagen  
De afbeelding is eigendom van Skagens Museum*

Melvaert & Lien Ide-entrepreneur

# SKAGEN nu in Nederland

## Opening kantoor in Amsterdam

**Onze reis is voorbij, en weer begonnen. Vanuit Noorwegen zijn wij sinds 2006 actief op de Nederlandse markt. Nu is het moment aangebroken om onze aanwezigheid te versterken door een kantoor te openen in Amsterdam.**

SKAGEN is een onafhankelijke, Noorse fondsenaanbieder met een lange en succesvolle historie in het beheren van beleggingsfondsen. De filosofie van SKAGEN als waardebelegger is gebaseerd op de 3 U's. Er worden aandelen geselecteerd die ten onrechte ondergewaardeerd, onjuist of weinig onderzocht en populair zijn (ofwel undervalued, under-analysed, unpopulair). Wij streven voor onze cliënten het best mogelijke naar risico gewogen rendement na.

Wij kijken er naar uit onze dienstverlening naar bestaande cliënten nog verder te verbeteren en nieuwe cliënten te verwelkomen.

Graag ontmoeten wij u op stand 6 van de Dag van de Belegger op 25 en 26 november in de RAI in Amsterdam.

Voor meer informatie bezoek onze website [www.skagenfunds.nl](http://www.skagenfunds.nl)

SKAGEN Funds – Museumplein 5 D – 1071 DJ – Amsterdam – 020-305 15 00 – [info@skagenfunds.nl](mailto:info@skagenfunds.nl)

**The art of common sense**

DE IN DEZE ADVERTENTIE GETOONDE INFORMATIE MAG NIET WORDEN AANGEMERKT ALS BELEGINGSADVIES.  
DE WAARDE VAN UW BELEGGING KAN FLUCTUEREN. IN HET VERLEDEN BEHAALDE RESULTATEN BIJEN GEEN GARANTIE VOOR DE TOEKOMST.

