

JUNI 2011

WWW.FONDSNIEUWS.NL



'HET IS ALLES OF NIKS'

Kenneth Rogoff over het
wezen van crises

- Social media veranderen rol adviseur **PAGINA 10**
- Aandelen: risico versus rendement **PAGINA 13**
- Thema ETF's: successtory **PAGINA 21-31**



Wij zijn de top
van de sector*.

En we zijn van plan om
daar te blijven op lange termijn.

Invesco Euro Corporate Bond Fund



Betere bedrijfsobligatie fondsen zijn er haast niet: Het **Invesco Euro Corporate Bond Fund** is nummer 1 binnen zijn sector sinds de introductie vijf jaar geleden*. Het fonds wordt beheerd door twee award-winning fondsmanagers, Paul Causer en Paul Read.

Het doel? Een hoger rendement op lange termijn tegen een lager risico dan aandelen.

Als wereldwijde, onafhankelijke asset manager weten we als geen ander dat superieure expertise van cruciaal belang is bij een belegging. Meer dan 600 beleggingsprofessionals met meer dan 641 miljard USD onder beheer streven vanuit diverse beleggingscentra naar uitmuntende beleggingen. Wij zijn ervan overtuigd dat focus cruciaal is voor succes. Daarom richten we ons uitsluitend op asset management met als doel: **beleggers wereldwijd te helpen bij het verwezenlijken van hun financiële doelstellingen.**

Voor meer informatie kijk op:
www.euro-corporate-bond.nl

S&P Fund
Management Rating



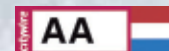
Source: Standard & Poor's

Morningstar Qualitative
Rating 'Superior'



Source: Morningstar

CityWire Fund
Manager Rating



Source: CityWire

LIPPER
FUND AWARDS 2011
NETHERLANDS

Source: Lipper/Thomson Reuters

* Invesco Euro Corporate Bond Fund behoort tot het 1e kwartiel op 1, 3 en 5-jaarsbasis (introductie op 31 maart 2006). Peergroep: Morningstar EUR Corporate Bond. Bron: Morningstar, op 31 maart 2011.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Een verwijzing naar een ranking, rating of een toekenning vormt geen garantie voor toekomstige resultaten en is niet constant in de tijd. Opinies en vooruitzichten zijn zonder berichtgeving aan veranderingen onderhevig. De belegger moet zich ervan bewust zijn dat de waarde van zijn belegging kan stijgen of dalen en dat het dus mogelijk is dat hij minder terugkrijgt dan zijn aanvankelijk belegd kapitaal (dit zou het gevolg kunnen zijn van wisselkoers fluctuaties). Het fonds belegt in obligaties en andere vastrentende waarden waarbij het risico bestaat dat de uitgevende instelling geen betalingen op deze waarden verricht. Het fonds kan getroffen worden door een afname van de marktliquiditeit, wat een impact op het fonds kan hebben om beleggingswaarden tegen de intrinsieke waarde te kopen of te verkopen. Het fonds kan beleggen in high yield-obligaties. Die worden als speculatiever beschouwd (dan obligaties van investment grade-kwaliteit) wat betreft het vermogen van de uitgevende instelling om rentebetalingen en aflossingen te verrichten. Futures kunnen worden gebruikt voor duration management, in welk geval de overeenkomstige posities zullen worden beschreven in het jaarverslag en het halfjaar verslag. Beleggers zouden het vereenvoudigde en volledige prospectus moeten lezen, voor informatie over de specifieke risico's, de kosten en meer informatie. Deze informatie is bedoeld om de lezer te voorzien van informatie en is geen aanbeveling om effecten of beleggingsproducten te kopen. Het vereenvoudigde prospectus van dit fonds is op eenvoudige aanvraag beschikbaar bij Invesco Asset Management S.A Belgian Branch, Louizalaan 326, Bus 31 1050 te Brussel, België. Tel: ++32.2.641.01.70 Fax: ++32.2.641.01.75 of kijk op www.invesco.nl. Uitgegeven door Invesco Asset Management S.A Dutch Branch, J.C. Geesinkweg 999, 1096 AZ Amsterdam. Gegevens op 31 maart 2011.

VOORWOORD

Sinds de kredietcrisis van 2008 lijkt de opmars van passieve beleggingsproducten niet meer te stuiten. Veel beleggers zijn teleurgesteld in de belofte van de actieve managers dat zij de index kunnen verslaan. Ook hebben deze managers aan geloofwaardigheid ingeboet, omdat ze beleggers niet hebben weten te beschermen tegen scherpe koersdalingen zoals in 2008 het geval was. Passieve indexproducten hebben het voordeel dat zij niet meer doen dan waarvoor ze opgezet zijn: het repliceren van indices tegen lage kosten en een marktconform rendement. Indexproducten worden nu echter bedreigd door het eigen succes. Het aantal aanbieders neemt explosief toe, wat volgens toezichthouders en critici gepaard gaat met innovatieve producten die complexer en risicovoller zijn. Maar mede door de keuzestress die er het gevolg van is, zal er een consolidatie komen, stelt Deborah Fuhr die bij BlackRock verantwoordelijk is voor research. Naast het themagedeelte een interview met de voormalige IMF-chefeconoom Kenneth Rogoff over de aanpak van de jongste crisis. Verder worden de best renderende asset classes van het tweede kwartaal belicht en gaat de redactie in op de betekenis van historische rendementen voor beleggers en van social media voor adviseurs.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL

'HET IS ALLES OF NIKS'

Harvard-econoom
Kenneth Rogoff over
de jongste crisis
PAGINA 4



FOTO: HH

10 SELL	-0.28	4562.00	KOR
80 SELL	-0.61	4520.80	GBP
20 BUY	0.67	4430.00	SEK
10 SELL	-0.18	4392.70	USD
30 SELL	-0.26	4319.40	GBP
00 SELL	-0.22	4216.60	USD
10 SELL	-0.03	4205.20	KOR
40 BUY	0.46	4244.20	SEK
70 BUY	0.17	4219.80	KOR
70 BUY	0.17	4200.70	GBP
10 SELL	-0.36	4282.60	KOR
10 BUY	0.91	4231.10	USD
70 BUY	0.43	4246.10	SEK
70 BUY	0.25	4238.50	USD
70 BUY	0.34	4261.90	USD
70 BUY	0.41	4259.30	SEK
70 BUY	0.41	4259.30	SEK

FOTO: ISTOCK

Themadossier: ETF's

Passieve producten als indexfondsen en trackers zijn bezig aan een revolutionaire opmars. Teleurstelling met actieve fondsmanager is er een verklaring voor, maar ook de lage kosten en het gebruikersgemak dragen bij aan het succes. De enige bedreiging is de sector zelf en de niet-aflatende zoektocht naar innovatieve producten, waarschuwen de experts.

PAGINA 21-31



ARNO IJSSELES
FOTO: ANNEMIEK MOMMERS

Social media vormen uitdaging voor adviseur

Banken en andere financiële instellingen zijn bezig om social media te omarmen. Diverse partijen boeken er grote successen mee nu zij de klant volgen in het kanaal dat hij kiest. Voor adviseurs bij de banken heeft de opkomst van social media grote gevolgen. 'Je moet echt superrelevant zijn, anders is je rol uitgespeeld.'

PAGINA 10

EN VERDER

De kwartaalwinnaars

De best renderende asset classes van het eerste kwartaal.

PAGINA 18-19

Risico versus rendement

Het aandelenrisico neemt toe. Wat zegt het historisch rendement?

PAGINA 13

RUBRIEKEN

COLUMN..... 31
PRO & CONTRA 24-25

FONDSNIEUWS

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

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING MARISKA SCHOTMAN BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE JEROEN BOOGAARD, ALAN BROWN, BAS DOMMERHOLT, HUIB KOEL, CEES VAN LOTRINGEN, PAUL MOUWES, JOHANNES MULLER, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, CORINA RUHE, SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

KENNETH ROGOFF



'HET IS ALLES OF NIETS'

HARVARD-ECONOOM ROGOFF OVER HET WEZEN VAN CRISES

- *Een schulden crisis is vaak een naschok van een financiële crisis*
- *Overheid ziet een crisis wel aankomen, maar grijpt niet tijdig in*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

TOT EN MET zijn 25ste was Kenneth Rogoff, hoogleraar economie aan Harvard University en voormalig hoofdeconoom bij het Internationaal Monetair Fonds (IMF), een professioneel schaker. In 1971 versloeg hij de Nederlandse grootmeester Jan Timman. Inmiddels schaakt hij helemaal niet meer. 'Ik ben verslaafd', zegt hij. 'Het is alles of niets.' Zijn kinderen heeft hij het nog wel geleerd, maar dat was het, al volgt hij het nog wel. Met zijn vak lijkt het ook alles of niets. Samen met collega-econoom Carmen Reinhart schreef hij een boek over financiële crises, niet slechts over die van de laatste tien, twintig jaar, maar over die sinds 1300. Rogoff was onlangs aanwezig op een beleggersconferentie van DWS.

In *This time is different, eight centuries of financial folly* laat Rogoff zien dat de geschiedenis zich herhaalt,

maar dat beleidsmakers daar niet van leren. Iedere keer denken ze dat het deze keer anders zal gaan.

Dat er sprake is van een schulden crisis na een financiële crisis is historisch gezien niet opmerkelijk. 'Je ziet vaak na een financiële crisis dat de schulden zijn toegenomen, terwijl tegelijkertijd het vertrouwen in die schulden afneemt', zegt hij. Ter geruststelling: 'Schulden crises zijn normaal gesproken lang niet zo erg als de financiële crises waar ze op volgen. Het zijn naschokken.'

Over de problemen in Griekenland zegt hij: 'Als het alleen om Griekenland

'De aanpak van de eurocrisis is bijna religieus van aard. Ik moet er om lachen'

ging, zou het niet zoveel impact hebben. Het probleem is dat het ook om Ierland en Portugal gaat. Volgens het IMF behoort Spanje niet tot de perifere euro landen, maar dat is moeilijk serieus te nemen.'

In de basis zijn er volgens Rogoff twee problemen in deze landen: een toevloedprobleem en een voorraadprobleem. 'Het toevloedprobleem houdt in dat de landen in problemen nog steeds aan het lenen zijn. Het voorraadprobleem houdt in dat er gewoon te veel schuld is.'

Herstructurering

Hij maakt onderscheid tussen schuld die binnenlands uitstaat en schuld die in buitenlandse handen is. 'De in het buitenland uitstaande schuld van Ierland is tien keer zo hoog als het bruto binnenlands product (bbp). Het land heeft wel veel bezittingen, maar ja, daaronder zijn ook veel Ierse huizen.' Hij lacht en vervolgt: 'Het enige andere land waar

KENNETH ROGOFF

Rogoff doceert aan de Yale University. Eerder was hij werkzaam bij de Federal Reserve en het IMF, waar hij chef-econoom was. De Amerikaan voerde in 2002 een felle polemiek met Joseph Stiglitz, topeconoom van de Wereldbank. Inzet was de rol van het IMF.

van eerder bekend was dat het zo'n hoge schuld had, is IJsland.'

'De gemiddelde in het buitenland uitstaande schuld van landen in Europa is 200%. In Griekenland is de schuld in buitenlandse handen zo'n 300%, in Portugal zo'n 250%. Zulke hoge schulden zijn zeldzaam. Er zijn landen om veel minder dan dat failliet gegaan.'

De externe schuld in de Verenigde Staten is maar 100% van het bbp. Groot-Brittannië heeft een externe schuld van

**out-think.
out-perform.**

**More
intelligent
than an
index.**

**More
potential
than a passive
investment.**

Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund

- Een actief beheerd long-only fonds (UCITS III) met als doel de DJ UBS Commodity Index jaarlijks met 3-6% te verslaan*.
- Heeft een gediversifieerde exposure naar het hele spectrum van grondstoffen.
- Maakt gebruik van de asset allocatie tussen de verschillende grondstoffenmarkten en de optimalisatie van grondstoffen termijn derivaten om daarmee de performance te verbeteren.
- Wordt beheerd door ons zeer ervaren commodity team dat daarnaast gebruik maakt van het Threadneedle beleggingsplatform voor macro economische analyses, informatie en eigen onderzoek.



Kijk voor meer informatie op www.threadneedle.nl/commodities

threadneedle.

Dit bericht is alleen voor professionele beleggers en niet voor publiek gebruik. *Doelstelling is netto, er is geen garantie dat het fonds dit doel weet te behalen. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Meningingen geuit in dit document zijn juist ten tijde van verschijning, maar kunnen zonder kennisgeving veranderen. Een verandering in wisselkoersen kan de waarde van beleggingen zowel doen stijgen als dalen. De research en analyses in dit document werden door Threadneedle verzameld voor haar eigen beleggingsactiviteiten. Op grond hiervan kunnen nog vóór publicatie van dit document beslissingen genomen zijn, in welk geval deze informatie terloops beschikbaar is gesteld. Threadneedle (Lux) ("T-Lux") is een beleggingsfirma met veranderlijk kapitaal (société d'investissement à capital variable, or "SICAV") onder toezicht van de Grand Duchy of Luxembourg. Participatie in een fonds kan uitsluitend plaatsvinden op basis van het huidige prospectus, of het huidige vereenvoudigd prospectus (plus addendum) en het jaarverslag (of halfjaarlijks verslag indien dit recenter is). Deze documenten kunt u bij navraag kosteloos verkrijgen bij: Threadneedle (Lux), 69, route d'Esch, L-1470 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund belegt in commodity indices middels future contracten op fysieke commodities in bepaalde sectoren. Als deze future contracten hun expiratedatum naderen, worden ze vervangen door contracten met een latere expiratie. Afhankelijk van de actuele prijzen in de onderliggende markten kan dit een positieve of negatieve impact hebben op de portfolio. Commodity prijzen kunnen zonder aanleiding veranderen, met onvoorziene gevolgen voor de index, het niveau van de index en de waarde van de portfolio. De portfolio belegt in single commodity indices die bij uitsteking vatbaar kunnen zijn voor fluctuaties en zeer snel kunnen bewegen als gevolg van ontelbare factoren. De grondstoffen in de index kunnen worden geproduceerd in een klein aantal landen of onder controle zijn van een klein aantal producenten. Politieke, economische en aanbod gerelateerde gebeurtenissen in zulke landen kunnen een disproportionele impact hebben op de prijzen van deze commodities en de waarde van de index. Uitgegeven door Threadneedle Management Luxembourg S.A., 74, rue Mühlweg, L-2155 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. Geregistreerd bij de Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), registratienummer B 110242. Threadneedle Asset Management Limited (TAML) is opgericht in Engeland en Wales onder registratienummer 573204. Gevestigd: 60 St Mary Axe, EC3A 8JQ, Londen. TAML staan onder toezicht van en zijn goedgekeurd door de Financial Services Authority in het Verenigd Koninkrijk. Threadneedle is een handelsnaam, en de Threadneedle-naam en logo zijn handelsmerken of gedeponeerde handelsmerken van de Threadneedle groep.

VERVOLG VAN PAGINA 5

bijna 500%. Dat geeft aan hoe kwetsbaar dit land is, aldus Rogoff.

'Kijk je naar de schuld van Griekenland, dan was hij misschien voor Zweden of de VS nog af te lossen, maar in dit geval is dat onrealistisch. Het land leent maar bij en betaalt niet terug. Een herstructurering is dus noodzakelijk.' Dit geldt volgens Rogoff ook voor Ierland en Portugal.

'Dat zal niet fijn zijn voor de houders van Griekse schuld, maar goed, dat is dan ook de insteek. Banken in Frankrijk en Duitsland zullen als gevolg hiervan geherkapitaliseerd moeten worden. Natuurlijk is dat vervelend, maar het zal niet het einde van Europa zijn.'

Hoeveel Griekse schuld er precies kwijtgescholden moet worden, vindt hij lastig te zeggen. 'Zelfs als je de schuld halveert, zal hij nog hoog zijn, maar dat hangt ook af van de rente die Griekenland daarover moet betalen. Misschien is er meer nodig. Argentinië had meer nodig. Op dezelfde manier moet gekeken worden naar Ierland en Portugal. De publieke schuld van Ierland is lager, maar hier heb je het ook niet over 10%, maar over een aanzienlijke herstructurering.'

Wat Spanje betreft heb je het volgens Rogoff onder meer over een garantstelling voor de schulden van de centrale overheid. Die overheid moet volgens hem vervolgens wel stoppen met het op zijn beurt afgeven van garanties aan anderen.

Rogoff: 'Ik denk niet dat de huidige strategie van adem inhouden en hopen dat het goed komt, gaat werken. Misschien hebben ze gelijk hoor, maar in mijn ogen is het Europese verhaal van "blijf bij elkaar en heb vertrouwen" radicaler dan mijn visie. Het is bijna religieus. Ik moet erom lachen.'

In Europa wordt momenteel gezegd dat er gewacht wordt met het herstructureren van de Griekse schuld tot 2013 om banken de gelegenheid te geven eerst wat vet op de botten te kweken.

Rogoff vindt dit niet verstandig: 'Op dit moment zijn de problemen nog beheersbaar. Het IMF zal helpen. Doe je niets dan loop je het risico dat ze onbeheersbaar worden. Het is moeilijk in te schatten wanneer de zaak echt uit elkaar zal spatten. De schulden blijven toenemen. In feite wordt Griekenland nu betaald om niet failliet te gaan. Het is zaak dat snel te stoppen.'

Hij trekt een parallel met de kre-



dietcrisis, wat volgens hem historisch gezien een opmerkelijk prototypische crisis was. 'Het verleden leert dat tijdens ernstige crises de huizenprijzen cumulatief met 36% dalen, aandelen met 56%, het reële bbp per capita met 9,3% en de werkloosheid met 7% stijgt.' Dit laatste was tijdens de laatste crisis 6%.

Crisishaard: China

Ook bij deze crisis kwam de overheid volgens Rogoff laat in actie. 'Eind 2006, begin 2007 was in overheidskringen in de VS al bekend dat subprime-hypotheek gingen knallen. De huizenprijzen begonnen te dalen en het werd duidelijk dat er enorme problemen waren. Dat was ver voor Bear Stearns. Maar er werd niets gedaan. Ook toen was het probleem niet op te lossen, maar de problemen waren bij eerder ingrijpen wel kleiner gebleven dan ze uiteindelijk zouden worden.'

Een andere grote fout die destijds gemaakt is, is volgens Rogoff dat overheden geen grote aandelenposities hebben

opgeëist in de banken die ze gered hebben. 'Die hadden ze later voor veel geld weer kunnen verkopen. De leiders waren erg trots dat ze de banken gered hadden, maar als ze ook maar een klein beetje verder vooruit hadden gekeken dan hadden ze gezien hoeveel moeite ze gingen krijgen met hun begrotingen. De belastingbetaler heeft nu wel de verliezen voor zijn kiezen gehad, maar niet geprofitteerd van de winsten die vervolgens weer gemaakt worden. Dit gebeurde vaak niet omdat men niet wilde nationaliseren, maar dit was geen nationaliseren, het zou gewoon om tijdelijke belangen gaan.'

'Bij vrijwel elke crisis, zoals ook bij de kredietcrisis, komt de overheid te laat in actie'

'De grootste fout is echter het gebrek aan regelgeving vóór die tijd geweest. Daar wordt nu wat aan gedaan, of het voldoende is, zal moeten blijken.' Omdat bij de kredietcrisis nog vers in het geheugen ligt, verwacht Rogoff er de komende tien jaar niet nog eentje, 'en met goede regelgeving de komende vijftig jaar niet.'

Gevraagd waar hij de eerst volgende crisis verwacht, zegt hij: 'China. De groei gaat enorm snel. Iedereen heeft het over groeicijfers van 8 tot 12%. intussen ontstaat er een sfeer dat het alleen maar omhoog kan gaan. De schuldenopbouw gaat echter ook omhoog. Als je zegt dat je daar binnen vijf tot tien jaar een recessie verwacht, ben je een enorme bear. Zeg je hetzelfde over Nederland, dan zegt iedereen: natuurlijk. Een andere mogelijkheid is Japan. Dat land heeft een demografisch probleem en een enorme schuld.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

EUROPESE REGELWOEDE

De komende maanden komt veel wet- en regelgeving op fondshuizen en distributeurs af. Fondsnieuws zet de Europese regelwoede op een rij.

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

VANAF 1 JULI dit jaar wordt de Europese richtlijn Ucits IV van kracht. In Nederland worden de nieuwe regels opgenomen in de Wet op het Financieel Toezicht (Wft). Een van de mogelijkheden die de aangepaste richtlijn biedt, is om gebruik te maken van zogenoemde 'master-feeder'structuren. Dit is onder de huidige richtlijn niet mogelijk. Een 'master-feeder'structuur bij Ucits houdt in dat minimaal 85% van de activa van een 'feeder'-ucits belegd mag worden in een 'master'-ucits, een hoofdfonds. Het zou kunnen dat het hierdoor aantrekkelijk wordt Nederlandse masterfondsen op te richten voor bepaalde, bijvoorbeeld in Luxemburg gevestigde, fondsen doordat Nederland gunstige belastingverdragen heeft. Dit kan buitenlandse dividendbelasting schelen. De Luxemburgse feederfondsen zouden dan in de Nederlandse master kunnen gaan beleggen.

Kiid

Ook nieuw is het Key Investor Information Document, ofwel Kiid. In het Nederlands: Essentiële Beleggers Informatie. Dit is een nieuwe uniforme Europese financiële bijsluiter voor beleggingsfondsen die fondshuizen vanaf 1 juli dit jaar mogen en vanaf 1 juli volgend jaar moeten gaan gebruiken. De nieuwe regels staan in Ucits IV, maar gaan in Nederland ook voor alle niet-ucits gelden. De Kiid moet in twee A4'tjes inzicht geven in kosten, rendementen en het risico van het beleggingsfonds. Allemaal uniform, zo is het idee, zodat beleggers verschillende (Europese) beleggingsfondsen makkelijk met elkaar kunnen vergelijken.

Nieuwe risicometer

In de nieuwe financiële bijsluiter moet

ook een nieuwe uniforme Europese risicometer bevatten. Deze komt in de plaats van het huidige mannetje met een last op zijn rug, die steeds krommer gaat lopen naarmate het risico toeneemt. Het nieuwe aan de risicometer is onder meer dat hij zeven categorieën heeft in plaats van de huidige vijf, legt Legal Counsel Robert Slange van Robeco uit. Fondsen die nu nog in dezelfde categorie vallen, kunnen straks dus in andere categorieën terechtkomen. Slange: 'Volgens de huidige systematiek worden alle fondsen als zeer risicovol aangemerkt en vallen ze bijna allemaal in de hoogste twee categorieën. Alle obligatiefondsen vallen bijvoorbeeld in dezelfde categorie, of het nu Duitse staatsobligaties zijn of high yields, en emerging markets-aandelen vallen in dezelfde categorie als vrij defensieve aandelenfondsen.' De nieuwe risicometer wordt ook volatieler. De Vereniging van Effectenbezitters verwacht niet dat beleggers hiervan zullen schrikken. 'De gemiddelde belegger weet heel vaak niet in welke risicocategorie een fonds valt en zal dus ook niet schrikken als dat verandert.'

AIFM

De Alternative Investment Fund Manager Directive, ofwel AIFM, wordt vaak de hedgefondsenrichtlijn genoemd. Hij slaat echter op alle beleggingsfondsen behalve ucits en niet alleen op alternatieven als zodanig. Dat betekent dat de

Nieuwe Europese regels stellen fondshuizen voor strategische keuzes



richtlijn veel in Nederland gevestigde fondsen (dan wel hun beheerders) direct of indirect gaat raken, want het merendeel van de in Nederland gevestigde retailfondsen is niet-ucits. Zij zullen moeten kiezen tussen Ucits of een op de AIFM gebaseerd retailregime. Welk regime zij het beste kunnen kiezen hangt mede af van de gekozen strategie, maar ook van wat er in de lagere regelgeving komt te staan, die nog moet volgen.

Mifid II

Mifid, de Europese richtlijn voor markten in financiële instrumenten die eind 2007 is geïmplementeerd, 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. Er is

alleen nog een consultatiedocument gepubliceerd waarop partijen konden reageren. Volgens Francine Schlingmann en Daniëlle Pos van De Brauw Blackstone Westbroek lijkt het erop dat de nieuwe richtlijn vooral (nog) veel meer regels gaat bevatten voor een veelheid aan onderwerpen. Er worden regels geïntroduceerd voor zogenaamde 'organised trading facilities', waardoor ook zogenaamde 'dark pools' en 'broker crossing systems' zullen worden geraakt. De echte, ongereguleerde 'over the counter'-handel wordt sterk ingeperkt. Ook wordt de kickback mogelijk afgeschaft en lijkt het erop dat er voor execution-only dienstverlening bij meer (mogelijk alle) soorten financiële instrumenten voortaan ook een passendheidstoets uitgevoerd moet worden. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

FOCUS OP RENTEBELEID

De favoriete grafieken van Johannes Müller, chefeconoom van DWS. Hij let vooral op de inflatieontwikkeling en het ECB-rentebeleid.

OPLOPENDE INFLATIE

DWS-CHEFECONOOM

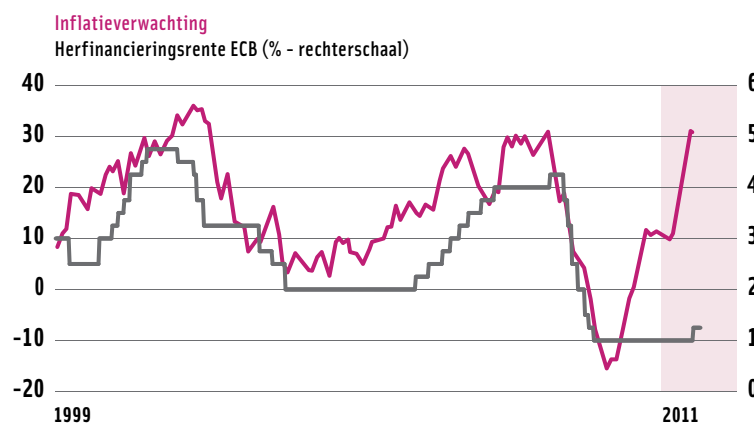
Johannes Müller is chefeconoom van DWS, de vermogensbeheertak van Deutsche Bank. Müller startte zijn werkzaamheden bij DWS in 1994. Eerst werkte hij op het terrein van het beheer van obligatie- en geldmarktfondsen, maar ook als valutahandelaar. Daarna werd hij manager van obligatiefondsen en hoofd van het asset class management team. Sinds 2009 is hij chefeconoom voor het fixed income-gedeelte bij DWS. Hij stelt zich in, blijkens artikelen, op hogere inflatie, meer volatiliteit en het verlies van de dollar als wereldanker.



'De implosie van de Amerikaanse vastgoedmarkt zal nog lang doorwerken'

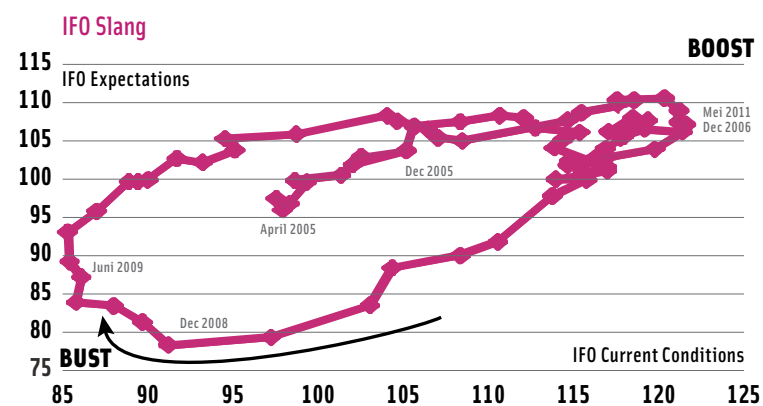
Rente en inflatie

'DE INFLATIEPROGNOSES MOETEN nadrukkelijk in lijn blijven met de doelstelling van de governing council van de ECB om de inflatie op de middellange termijn onder, of in ieder geval dicht bij de 2% te houden.' Dat is de verklaring die de ECB in april heeft afgegeven. Inflatieprognoses zijn essentieel voor de ECB. Deze grafiek combineert inflatieprognoses voor de eurozone, zoals ze zijn gemeten in het maandelijkse consumentenoverzicht van de Commissie en het rentebeleid van de ECB. Gedurende de afgelopen tien jaar viel dat uitstekend samen, maar nu blijft de ECB iets achter bij de curve van de huidige cyclus.



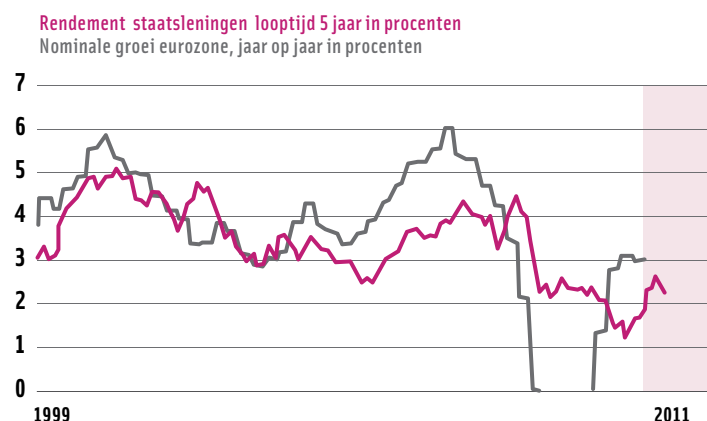
Ifo-slang

De 'Ifo-slang' is mijn favoriete grafiek om de cyclus van het Duitse bedrijfsklimaat te volgen. Hij bestaat uit de subcomponenten 'economische omstandigheden' en 'de toekomstige verwachtingen', zoals het Ifo-instituut deze meet. Gedurende een economische cyclus maakt de Ifo-slang de beweging van een klok. Behalve dat zij laat zien waar we in de cyclus zijn, kunnen er ook conclusies uit getrokken worden over de stand van het monetaire beleid: de laatste ronde van verkrapping startte in december 2005 - veel vroeger in de economische cyclus dan het moment waarop de monetaire verkrapping nu is gestart.



Staatsobligaties

Zijn staatsobligaties duur of goedkoop? Het waarderingmodel dat betrouwbaar is, is de nominale groeiratio. Dat is de zogenoemde 'nominale yield' van de hele economie. Deze grafiek vergelijkt de nominale groeivoet in de eurozone op jaarbasis met de nominale yield van senior Duits staatspapier. Met uitzondering van de 'grote recessie' van 2008-2009, toen de nominale groei negatief was, werkt deze waarderingmethode goed. Dit model laat zien dat de yield op obligaties in de tweede helft van 2010 te laag was, terwijl de 'spike' in de rente in 2008 - vanwege inflatieangst - juist overdreven was.



SOCIAL MEDIA VERANDEREN ROL ADVISEUR MEER SPECIALISATIE NODIG

- *'Klant bepaalt het kanaal'*
- *'Bank heeft gezicht nodig'*

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

'SOCIAL MEDIA' LUIDT de jongste mantra die beleggers in de mond bestorven ligt. LinkedIn, de netwerksite voor hoger opgeleide professionals, ging in mei naar de beurs voor \$ 45 per aandeel, maar stabiliseerde enkele weken later op bijna \$ 90. Als het tot de gedroomde beursgang van Facebook komt, is de koek nog veel groter. Critici waarschuwen dat de gekte rond social media doet denken aan die andere manie van deze eeuw: de internetbubbel. Bedrijven werd daarbij voor honderden miljoenen verkocht, zonder dat er maar een cent winst was gemaakt.

Is dat nu weer zo? Nee, zeggen de experts eensluidend: bedrijven als LinkedIn, Facebook en Google verdienen veel geld met advertentie-inkomsten. Ze maken winst en groeien exponentieel. Tegelijkertijd wordt de digitale snelweg nu, anders dan rond 2000, op brede schaal gebruikt. Mediabedrijven halen er een groeiend deel van hun omzet uit, evenals detailhandelsondernemingen, supermarkten en reorganisaties, zelfs banken en andere financiële instellingen – toch niet de early adapters van technologie – verdienen eraan.

Zo krijgt Bank of America er

250.000 klanten per kwartaal bij die gebruikmaken van mobiele applicaties. Ook Nordea in Scandinavië en Sabadell in Spanje boeken er grote successen mee, evenals het Amerikaanse First Direct, dat 500.000 beleggers op een execution only-platform heeft en waar de leden de portefeuilles afstemmen op de best presterende beleggers.

Ook in Nederland wordt progressie geboekt. ABN Amro, dat het jarenlang moeilijk had door de opsplitsing van het concern, lijkt mede door succesvol in te spelen op social media uit zijn as te herrijzen. Er worden maar liefst 10 miljoen transacties per maand via mobiele applicaties gedaan. Daarmee loopt de bank, samen met Rabo, in Nederland voorop.

Multi access bank

Arno Ijssels, directeur directe kanalen van ABN Amro, stelt dat de bank anderhalf jaar geleden besloot zich sterker op social media te richten. 'Aanleiding was het besef dat de klant het kanaal kiest en bepaalt waar en wanneer hij contact wil met de bank. Zo maakt 87% van de Nederlandse bevolking gebruik van online bankieren, maar weten we dat de volgende ontwikkeling zich al weer aandient. Volgens onderzoek van Forrester heeft in 2015 75% van de mensen in Nederland

een smartphone. Nu al surft van de bestaande gebruikers 93% 's avonds op de bank met zijn telefoon op het internet.'

Die cijfers zette ABN Amro er eind 2009 toe aan om de 'multi access bank' te bouwen: 24 uur per dag bereikbaar zijn met de kanalen die de klant wenst. Zo word op het Advies & Service Center van de bank in Nijmegen alle openbare communicatie gevolgd die via internet, twitter of social media-platforms over ABN Amro wordt verspreid. In eerste instantie, zo geeft Ijssels toe, gebeurde dat

'Via twitter kunnen we klachten snel afhandelen en hebben we een nieuw bankkanaal'

uit het oogpunt van 'damage controll': ABN Amro had in 2009 een beschadigd imago. Maar het proactieve beleid bleek succesvol. Klanten kregen onmiddellijk reactie op openbaar verspreide klachten over de bank, of het nu was om het niet werken van een betaalpas of het te lang wachten op een gevraagde dienst. 'Via Twitter handelen we op deze wijze een groot deel van de klachten af. Daarmee hebben we een nieuw bankkanaal geschapen.'

ABN Amro heeft op Twitter inmiddels 4500 volgers, terwijl op LinkedIn een netwerkgroep is geschapen die informatie geeft over de bank, alsmede adviezen. 'We moeten zijn waar de klanten zijn. Als je dat niet bent, dan doe je niet meer ter zake.'

Onduidelijk is nog wat het effect van social media op de adviespraktijk zal zijn. Ijssels wijst op onderzoek dat klanten voor meer complexe zaken zoals

ARNO IJSSELS, DIRECTEUR
DIRECTE KANALEN VAN ABN AMRO
FOTO: ANNEMIEK MOMMERS





hypotheken of schenking bij overlijden nog altijd het bankfiliaal willen bezoeken. Maar, voegt Patrick Ruijs, partner van VODW Marketing eraan toe, 'het tijdperk dat je een gesprek aanging met de adviseur om je bij te laten praten, is echter wel voorbij. Want het nieuws heb je door alle via social media beschikbare informatie toch al gekregen. Een gesprek met een adviseur moet echt superrelevant zijn.'

Dat dwingt banken volgens Ruijs om kwaliteit van adviseurs sterk te verhogen. 'Meer specialisatie en verdieping is het adagium. Een relatie onderhouden, wat toch nog veelal de opvatting van een adviseur of een accountmanager over zijn rol is, is naar mijn mening echt voorbij.' Ook zal meer advies via telefoon, internet of twitter gaan en worden steeds meer deals, zoals hypotheekverstrekkingen, al via deze kanalen gedaan, zegt IJssels.

Koudwatervrees

Ruijs vindt dat veel banken nog koudwatervrees hebben voor social media. 'Veel banken hebben, met name tijdens de kredietcrisis, ook intern zoveel kritiek en scherpe vragen gehad, dat ze het nog niet goed durven te omarmen.' Toch is er volgens hem geen weg terug.

'Banken zouden er goed aan doen om een aantal goede adviseurs en analisten het podium te geven om zich via social media te profileren. Daar zijn ze nu nog bang voor, ook omdat ze vrezen iemand groot te maken die dan eventueel weggaat. Maar dat gevaar is volgens mij beperkt. Je bouwt als persoon toch vaak autoriteit op op basis van de instantie waar je voor werkt. Belangrijk is ook dat in deze tijd steeds meer mensen het individu willen herkennen achter de onderneming.' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

BELEGINGSADVISEURS EN PRIVATE BANKERS

4^e EDITIE FONDSEVENT FOCUST OP 'CONNECTIVITY'



TEKST: REDACTIE FONDSNIEUWS

Het vierde Fondsevennt – de grootste bijeenkomst voor beleggingsadviseurs en private bankers in Nederland – staat dit jaar in het teken van 'Connectivity'. De wereld integreert steeds verder, zowel economisch als via het gebruik van social media. Daarbij nemen de afhankelijkheden ook steeds verder toe. Voor beleggers gaat dat gepaard met meer correlatie tussen asset classes en hogere volatiliteit. 'Connectivity' biedt echter ook kansen: wie de natuurlijke neiging van de home bias opgeeft, verhoogt zijn kans op rendement en verlaagt bovendien het risico in de portefeuille.

De wereld is één en toch wordt die wereld op elke locatie weer anders beleefd. Overheersen in Europa en de Verenigde Staten de zorgen van krimpende groei, in opkomende landen in Azië en Latijns-Amerika maakt men zich vooral zorgen over de bestuurbaarheid van de groei. De verhouding tussen risico en rendement wordt door die sterk uiteenlopende groeiperspectieven in het Westen ook heel anders ervaren dan in het Verre Oosten.

De paradigmawisselingen die thans in de wereld plaatsvinden en voor beleggers grote gevolgen hebben, zullen op 26 september uitgebreid aan bod komen op het Fondsevennt. Bij de organisatie van dit jaarlijkse event, dat zich richt op beleg-

Westen vreest krimp van groei, Oosten vreest bestuurbaarheid van de groei

gingsadviseurs en private bankers, zijn Fondsnieuws en communicatiebureau Conspiracy betrokken.

In de plenaire sessies zal worden ingegaan op beleggen, asset allocatie en de risico-rendementverhouding vanuit een Aziatisch perspectief. Daarnaast komt het gebruik van alternatives aan de orde om de correlatie in de portefeuille te verminderen en diversificatie te vergroten, zodat de kans op een bestendig rendement toeneemt. Ook zal er met experts van de banken worden gesproken over doelbeleggen nu door vergrijzing en afnemende economische groei burgers in het Westen steeds meer hun eigen toekomst moeten zeker zien te stellen.

Naast de plenaire sessies, die onder leiding staan van dagvoorzitter Rens de Jong (foto), worden er masterclasses aangeboden door BlackRock, BNP Paribas, Delta Lloyd, Fidelity, ING, J.P. Morgan, Morningstar en Robeco. In deze masterclasses behandelen beleggingsspecialisten van de fondshuizen onderwerpen die met het thema 'Connectivity' zijn verbonden, zoals het gebruik van hedgefondsen in de portefeuille, beleggen in grondstoffen, en het inzetten van defensieve asset classes, zoals hoogdividendbeleggen in de opkomende markten van Azië.

In aanloop naar de vierde editie van het Fondsevennt, die plaats zal vinden in Mediaplaza in Utrecht, zal Fondsnieuws de komende weken interviews en reportages brengen die de connectiviteit in de (beleggings)wereld inzichtelijk maken. In de Fondsnieuws-special van oktober zal het themagedeelte zijn gewijd aan de vierde editie van het Fondsevennt. Het definitieve programma is vanaf 15 juli bekend en staat inschrijving open op www.fondsevennt.nl ■



FOTO: BINH TRAN



Demografische veranderingen

bieden kansen

De ontwikkelde markten worstelen met dalende geboortecijfers en een stijgende levensverwachting. Opkomende markten kennen juist een snelle bevolkingsgroei en een toenemende welvaart. Demografische trends zijn voorspelbaar, maar worden nauwelijks doorgrond en vaak over het hoofd gezien.

Maar wat zijn de implicaties van deze structurele trends voor u als belegger? Welke bedrijven weten te profiteren van deze ontwikkelingen? En welke profiteren het meest? Vragen die voor de belegger van vandaag belangrijk zijn voor de toekomst.

Schroder ISF* Global Demographic Opportunities biedt diepgaand inzicht in demografische trends en de invloed ervan op de resultaten van bedrijven. Kennis die u kunt inzetten om te beleggen in een van de grootste kansen die een snel veranderende wereld biedt.

Meer informatie? Bezoek www.schroders.nl of neem contact op met uw adviseur.

Schroder ISF Global Demographic Opportunities

www.schroders.nl



Schroders

* Belangrijke informatie: Schroder ISF Global Demographic Opportunities is een fonds van Schroder International Selection Fund, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. De fondsen zijn op grond van artikel 1:107 van de Wet op het financieel toezicht opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Raadpleeg het volledige prospectus en het vereenvoudigd prospectus indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met de fondsen worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, het vereenvoudigd prospectus en de jaar- en halfjaarverslagen van de fondsen kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs. 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. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor de toekomstige resultaten. © Schroders 2011

AANDELEN RENDEREN ECHT BETER OP LANGE TERMIJN

Westerse belegger moet nu wel genoeg gaan nemen met minder

TEKST: CORINA RUHE

DE FINANCIËLE MARKTEN verkeren in een schemerzone, beleggers zijn onzeker. Is het herstel van de afgelopen maanden robuust genoeg of is een terugval in de belangrijkste economieën van de wereld onvermijdelijk? De hoofdeconomen en beleggingsstrategen in Nederland zijn zonder uitzondering op hun hoede.

Han de Jong (foto), hoofdeconoom van ABN Amro Private Banking, verklaarde eind maart al dat de bank haar overweging in aandelen heeft teruggebracht naar neutraal. 'Vanaf mei 2009 waren we heel positief over het herstel van de bedrijfswinsten', zegt De Jong. 'Daarom waren we overwogen in aandelen. Nu zien we dat het groeitempo bij bedrijven daalt.' Hij zegt dat de bank ervan uitgaat dat de problemen in het Midden-Oosten, Japan en de aanhoudende schulden crisis in Europa nog lang voelbaar zullen zijn.

Ook Optimix zag in de onrust in de wereld aanleiding om de aandelenweging terug te brengen van 58% naar 40%. 'We kiezen er dan liever voor om een deel van de upside te missen. Vermogensbehoud is op dit moment het belangrijkste doel', verklaart Evert Waterlander, die als directeur bij Optimix

111 jaar historie: Aandelen doen het gemiddeld 4,5% beter dan staatsobligaties



HAN DE JONG
FOTO: HH

verantwoordelijk is voor het beleggingsbeleid.

Beleggers stellen zich de vraag of het tijd is een alternatief voor aandelen te zoeken. Sommige analisten en beleggers vinden dat obligaties dat alternatief vormen. Maar Lars Dijkstra, chief investment officer van Kempen Capital Management, heeft zijn twijfels. 'Als de rente flink doorstijgt, dan zouden obligaties ten opzichte van aandelen wel weer eens interessanter kunnen worden. Nu is dat nog niet zo.'

De huidige wereldwijde onzekerheid maakt dat aandelenbeleggers zich moeten afvragen of ze voor de korte termijn beleggen of voor de lange termijn.

Is het eerste het geval dan spelen de onzekerheden in de wereldeconomie een grote rol. Niet alleen Europa, maar ook de economische ontwikkeling in de VS, Japan en China lijken op dit moment – om zeer uiteenlopende redenen – niet bestendig.

Risico-rendement

Aandelenbeleggers die zich echter op de lange termijn richten, zien een andere risico-rendementverhouding. Historisch gezien zijn aandelen nog altijd de best denkbare asset class. Dat blijkt uit een baanbrekend onderzoek dat begin van dit millennium door Elroy Dimson, Paul Marsh en Mike Staunton van de

REKENSOMMEN AFM

GLAZEN BOL

Beleggingsklasse Verwacht rendement
Volatiliteit Vol. Incl. valuta risico

AFM	1	2	3	4	5	6
1. Deposito	3,7%	0,6%	10,4%			
2. Obligatie	4,2%	4,4%	11,3%			
3. Vastgoed	6,7%	11,8%	15,7%			
4. Mixfonds	6,2%	12,9%	16,6%			
5. Aandelen	8,3%	25,5%	27,5%			
6. Emerging	8,3%	30,5%	32,2%			



DWS Covered Bond Fund biedt vastrentende diversificatie

Defensieve beleggers kunnen hun vastrentende allocatie spreiden met Covered Bonds

Covered Bonds bieden diversificatie voor de vastrentende belegger aan de defensieve kant van het spectrum. De Covered Bonds hebben extra zekerheid t.o.v. senior bonds door middel van de garantie van de cover pool en ze staan tevens hoger in de kapitaalstructuur. Sinds de introductie van de Covered Bonds (Pfandbriefe) in 1769 heeft deze beleggingscategorie dan ook nog geen default gekend. Via een actief beheerd beleggingsfonds biedt DWS nu toegang tot deze, van oudsher door professionele beleggers gedomineerde, markt.

» www.dws.nl

1ST CHOICE FOR YOUR MONEY.



Deutsche Bank Group

VERVOLG VAN PAGINA 13

London Business School (LBS) werd verricht.

Uit dat onderzoek blijkt dat aandelen wereldwijd gemiddeld 3,8% meer hebben opgeleverd dan gewone obligaties. Voor het berekenen van deze risicopremie gebruikten zij 111 jaar aan historische koersdata. Het verschil in rendement met Amerikaanse staatsobligaties bedroeg over de gehele onderzoeksperiode gemiddeld 4,5%. In nominale termen, dus niet gecorrigeerd voor inflatie, komt dit neer op een brutorendement van gemiddeld 8,6% per jaar.

Koersdaling

Om dit rendement te realiseren heeft de aandelenbelegger een sterk uithoudingsvermogen en stalen zenuwen nodig. Zo was hij in de afgelopen tien jaar beter af geweest als hij zijn geld in obligaties had gestoken. In de periode van 2001 tot 2010 deden aandelen het volgens de onderzoekers van de London Business School maar liefst 4% slechter dan obligaties. Dat kwam omdat schuld papier een uitzonderlijk en niet eerder geëvenaard hoog rendement heeft opgeleverd. 'Een verloren decennium voor aandelenbeleggers', noemde de beroepsvereniging VBA beleggingsprofessionals, dat recentelijk in het rapport 'Het toezicht op pensioenbeleggen'.

Het verschil in rendement tussen de jaren negentig en het eerste decennium van dit millennium is schrijnend. In de periode van 1990 tot 1999 behaalde de S&P500 een totaalrendement van gemiddeld 18,2% per jaar. In de eerste tien jaar van deze eeuw schreef de index een verlies van 1,0%. Vanaf begin jaren '50 tot 2000 hebben de aandelenbeurzen wereldwijd een bijna continu stijgende lijn laten zien. Dat was onder meer te danken aan ict, die een drijvende kracht achter de productiviteitsstijgingen en de economische groei was. Maar ook andere factoren speelden een rol bij de sterke koersstijgingen, zoals de globalisering van de financiële markten, groei van het aantal beleggingsfondsen, dalende kosten voor beleggers en het toenemende aantal particulieren op de aandelenbeurzen.

Vanuit dat perspectief zou de koersdaling van de afgelopen tien jaar volgens de experts gezien moeten worden als een correctie naar een lager gemiddeld

niveau. De sterke koersstijgingen in de tweede helft van de vorige eeuw zouden daarbij als een uitzondering moeten worden gezien.

Dat roept de vraag op wat historische rendementen zeggen over de toekomst. Sommige wetenschappers redeneren dat de samenloop van bovengenoemde omstandigheden zo uitzonderlijk was dat een kans op herhaling van deze succesvolle beleggingsperiode gering is.

Voor asset manager Schroders is dat reden om de blik vooruit te richten in plaats van alleen conclusies te trekken op basis van aandelenkoersen uit het verleden. Justin Simler, hoofd product management multi-asset bij Schroders, zegt zich daarom te richten op fundamentele ontwikkelingen. 'Het rendement op aandelen hangt voor een belangrijk deel af van de wereldwijde economische groei', zegt hij. Die verwachte groei wordt volgens hem doorvertaald in bedrijfswinsten en de kapitaalgroei.

Simler: 'Het rendement op aandelen houdt direct verband met de groei van de economie, het aandeel van bedrijfswinsten daarin en de groei van de kapitaalvoorraad. Een sterkere inkomensgroei en een stijgend aandeel van de bedrijfswinst zorgen voor een hoger rendement voor beleggers.' Volgens Simler kan deze winstgroei deels

verwateren door een toename van het aandelenkapitaal. Dat betekent dat de winst wel snel kan groeien, maar dat de winst per aandeel gelijk blijft als het aandelenkapitaal net zo hard meegroeit. 'Bedrijven gebruiken dit kapitaal voor eigen groei, maar dit is er in dat geval mede de oorzaak van dat de winst per aandeel op de lange termijn niet zo hard groeit als het bbp.'

Volgens deze methode komt ook Schroders tot de conclusie dat aandelen op de lange termijn een hoger rendement geven dan obligaties (zie tabel). Schroders verwacht dat de S&P500 op de lange termijn een brutorendement (niet gecorrigeerd voor inflatie) genereert van 6,4%. Dat is zelfs meer dan high yield bonds, waarbij de asset manager op de lange termijn uitgaat van een rendement van 5,7%.

Effect vergrijzing

Wel blijkt dat het aandelenrendement op basis van toekomstige groeiverwachtingen lager uitpakt dan op basis van de historische rendementen mag worden verwacht. De daadwerkelijk behaalde rendementen bleken achteraf beter en hoger te zijn dan de rendementen die vooraf verwacht werden. Dit was grotendeels het gevolg van de verbeterde waarderingen en de de facto 'overwinning' die is behaald op de inflatie.

Van belang is verder of de wereld

opnieuw met baanbrekende technologische ontwikkelingen te maken krijgt, zoals in de tweede helft van de vorige eeuw. Tegelijkertijd bieden de opkomende markten grote kansen. Daar kan een inhaalslag worden gemaakt, die zeer renderend kan zijn, zo meent Simler.

Hoewel de onzekerheid over de toekomstige rendementen groot is en de recente historische rendementen eerder uitzondering dan regel zouden kunnen zijn, krijgt de Nederlandse belegger die een pensioen, beleggingshypotheek of levensverzekering afsluit, nog steeds historische rendementen voorgeschoteld op basis waarvan hij zijn beleggingsbeslissing neemt. De AFM gaat bij beleggingsverzekeringen uit van een historische periode van twintig jaar. Als fondsen korter bestaan, moeten zij hun gegevens aanvullen met een door de AFM bepaald verwacht rendement. De AFM projecteert een nominaal rendement van 8,3%. Dat is ongeveer gelijk aan het rendement dat beleggers op basis van 111 jaar historie konden verwachten. Of dat een reële prognose is, is in het licht van vergrijzing, verschuiving van het economische zwaartepunt van West naar Oost en langdurige schuldreductie nog maar zeer de vraag. ■

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

RISICOPREMIE TEN OPZICHTE VAN DEPOSITORENTE

TOEKOMSTPROJECTIES

Verwacht bruto rendement op basis van lange termijn verwachtingen 2011-2040						
	VS	Japan	VK	Europa ex VK	Pac ex Japan	Emerging markets
Aandelen						
Large caps	6,4	5,2	7,4	7,2	8,6	10,1
Small cap	7,8		8,8			
Obligaties						
Staatsobligaties	3,9	2,5	4,3	3,7		
Inflation linked	3,4		3,3			
Corporate AAA	4,9		4,9	4,2		
High Yield	5,7			6,1		
Bron: Schroders						

CONSUMPTIE IN CHINA DE GROEIMARKT VAN DE TOEKOMST



HET UNIEKE GROEIPOTENTIEEL VAN
CHINA IN 1 FONDS: FIDELITY FUNDS –
CHINA CONSUMER FUND

Van een simpele tandenborstel tot de eerste wasmachine: 1.3 miljard Chinezen zetten de eerste stappen op het pad van consumptie. De vraag naar goederen is ongekend nu de lonen in China stijgen en de welvaart steeds bredere lagen van de bevolking gaat bereiken. De term "Made in China" zal ook van toepassing zijn op het consumeren. Fidelity heeft als geen ander jarenlange ervaring in Azië en met onze experts lokaal aanwezig in China selecteren wij zorgvuldig die Chinese ondernemingen die het beste van deze trend kunnen profiteren. Ook u kunt nu van deze trend profiteren door te beleggen in het **Fidelity Funds – China Consumer Fund**.

MEER WETEN? KIJK OP WWW.FIDELITY.NL



Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity / Fidelity International wordt gebruikt voor FIL Limited, gevestigd in Bermuda, en haar dochterondernemingen. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Niets uit dit document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadvies die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity International en het Pyramid Logo zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity Funds is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. Wij raden u aan uitgebreide informatie aan te vragen alvorens te besluiten tot enige belegging. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus 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. Valutatransacties kunnen worden uitgevoerd in een zakelijke, objectieve transactie door of via Fidelity-bedrijven, die uit deze transacties inkomsten kunnen genereren. Beleggingen in kleine en opkomende markten kunnen sterker schommelen dan beleggingen in ontwikkelde markten. Als gevolg van een gebrek aan liquiditeit in kleinere aandelenmarkten, kunnen sommige Country Select-fondsen volatiel zijn en kan het recht om deze effecten in te wisselen onder bepaalde omstandigheden beperkt zijn. In bepaalde landen en voor bepaalde typen beleggingen zijn de transactiekosten hoger en is de liquiditeit lager dan elders. Mogelijk zijn er ook beperkte kansen om alternatieve manieren te vinden om kasstromen te beheren, voornamelijk indien de nadruk voor beleggingen wordt gelegd op kleine en middelgrote ondernemingen. Voor fondsen die zich in dergelijke landen en beleggingstypen specialiseren, hebben transacties - vooral transacties van grotere omvang - waarschijnlijk een grotere impact op de kosten om een fonds te beheren dan vergelijkbare transacties in grotere fondsen. Toekomstige beleggers dienen dit voor ogen te houden wanneer zij fondsen selecteren. Uitgegeven door FIL Investments International, in het Verenigd Koninkrijk geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Services Authority. CL 1105901/1011

FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE



ANALYSE

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 ✓ ✓

VRIJHEID MOET JE WILLEN

Het Fondsnieuws-productpanel laat zijn licht schijnen op beleggingsproducten. Dit keer aandacht voor het proces, de performance en de portfolio fit van Carmignac Investissement, een van de twee vlaggenschepen van de Franse vermogensbeheerder Carmignac Gestion.

HET IN 1989 door Eduard Carmignac opgerichte fonds Carmignac Investissement heeft de afgelopen jaren sterk aan populariteit gewonnen. De voornaamste redenen hiervoor zijn het sterke langetermijntrackrecord van de beheerder en de distributiekraft van de manager. Bij deze analyse beoordelen wij dit fonds op de onderdelen *process*, *performance* en *portfolio fit*.

Process

Het startpunt in het beleggingsproces van de manager is het bepalen van macro-economische scenario's en langetermijnbeleggingsthema's. De macrovisie bepaalt de allocatie naar de aandelenmarkt en de valuta's. De aandelenselectie wordt ingegeven door de gedefinieerde thema's, waarbij de portefeuillemanager in samenwerking met de analisten tot de aandelenselectie komt.

Bij de aandelenselectie wordt vooral gekeken naar bedrijven met duurzame groei en voorspelbare kasstromen. Het is binnen het proces echter niet altijd even duidelijk op welke manier de allocatie naar thema's, markten en valuta's wordt bepaald. Duidelijk is wel dat nog steeds Eduard Carmignac de finale beslissing neemt.

De manager heeft de vrijheid om

verschillende instrumenten te gebruiken om rendement te behalen en risico's te vermijden. Het fonds maakt actief gebruik van derivaten om markt- en valutarisico's af te dekken. In 2008 werd bijvoorbeeld een groot deel van de portefeuille afgedekt. Hierdoor heeft het fonds het karakter van een 'opportunity'-fonds waarbij meer gestuurd wordt op absoluut dan op een relatief rendement ten opzichte van een benchmark. Dit bemoeilijkt de vergelijking met standaard wereldwijde fondsen waarbij geen derivaten gebruikt kunnen worden.

Performance

Carmignac Investissement heeft een uitstekend langetermijntrackrecord. Op drie-, vijf- en tienjaarstermijn en sinds de oprichting presteert de manager substantieel beter dan wereldwijde indices. Alleen de afgelopen twee jaar

blijft het rendement achter. Het succes van de performance is voornamelijk te verklaren uit het op de juiste momenten afbouwen van de aandelenpositie wanneer aandelenmarkten dalen en het aanzetten van de langetermijnthema's wanneer het herstel optreedt. Het achterblijven van de manager dit jaar is te verklaren uit de grote allocatie naar opkomende landen en de grondstoffensector, die een negatief rendement laten zien. Tevens zijn er verliezen op de ingekomen valutaposities.

Portefeuille fit

Bij de portefeuilleconstructie van een fondsenportefeuille dient rekening te worden gehouden met het specifieke karakter van dit fonds. De markt- en valuta-allocaties worden zeer actief gemanaged, waardoor de rendementen fors kunnen afwijken van de standaard wereldindices. Onlangs heeft de manager bijvoorbeeld het euro/dollarisico in de portefeuille tijdelijk volledig afgedekt. Ook de blootstelling aan de aandelenmarkt is op verschillende momenten verlaagd via futurescontracten. De manager probeert op deze manier extra rendement toe te voegen dan wel het risico te verlagen.

Tevens zit er een structurele over-

weging naar opkomende economieën (welvaartstoename middenklasse, infrastructuur en grondstoffen) in de portefeuille, waardoor er een grote correlatie tussen de rendementen van opkomende landen en het fonds is. De correlatie met opkomende markten is zelfs hoger dan met wereldwijde markten over de afgelopen vijf jaar. Het fonds is dan ook lastig te plaatsen binnen een gediversificeerde aandelenportefeuille. Gezien de grote vrijheid van de manager is het voor de portefeuilleconstructie optimaal om het fonds een separate plek te geven, aangezien er geen goede combinatie met andere fondsen gemaakt kan worden. Per saldo is Carmignac Investissement een aantrekkelijk fonds voor de langetermijnbelegger die het leggen van accenten in zijn portefeuille aan de manager overlaat. Voor de professionele beleggers, die zelf de allocatie naar aandelen, regio's en valuta willen bepalen, is dit fonds minder goed in te passen in de portefeuille. ■

Carmignac Investissement is zeer actief in de allocatie van zijn valuta-exposure

DEZE PRODUCTANALYSE IS AFKOMSTIG VAN SIEGFRIED KOK, ANALIST VAN PRIVATE BANK EN ONAFHANKELIJKE VERMOGENSBEHEERDER OYENS & VAN EEGHEN.



VASTGOED WINT, GRONDSTOFFEN VERLIEZEN

KWARTAALRESULTATEN ASSET CLASSES

- *Hergroepering na omslag marktsentiment*
- *Risico van high yields stijgt door lagere groei*

TEKST: BAS DOMMERHOLT

DE MAANDEN APRIL en mei 2011 hebben een omslag in het marktsentiment veroorzaakt. De Amerikaanse economische vooruitzichten worden neerwaarts bijgesteld nu zowel de arbeidsmarkt haperd als de huizenprijzen opnieuw verder dalen. De patstelling over het schuldenplafond in het Amerikaanse Congres en de eurocrisis werpen ook een schaduw over de markten. De grote winnaar van de laatste jaren, grondstoffen, is met een negatief rendement van 5% in het tweede kwartaal van 2011 tot nu toe de grote verliezer.

Winnaar is, verrassend, vastgoed. De Global Property Index boekte in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal een rendement van 4%.

1. AANDELEN

Aandelen maakten een pas op de plaats in het tweede kwartaal. Profiteerden aandelen in april nog sterk van de goede bedrijfsresultaten en historisch hoge winstmarges, in mei verdween de koerswinst als sneeuw voor de zon. Oorzaak waren

tegenvallende cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt en de sombere ontwikkeling van de huizenprijzen. Wereldaandelenindex, S&P1200 noteerde eind mei weer 0 in euro's. De S&P Latin America 40-index presteerde het slechtst: het verlies bedroeg in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal meer dan 5%. Europese aandelen scoorden het relatief het beste: de S&P 350 index stond eind mei 2% hoger dan begin april.

2. VASTRENTEND

De opkomende markten incasseerden in het eerste kwartaal van 2011 al een terugslag. Aanleiding waren neerwaarts bijgestelde groeiverwachtingen ten gevolge van de fors hogere grondstofprijzen, renteverhogingen en de nucleaire ramp in Japan. De daling van de grondstoffenprijzen eerder dit kwartaal werd in eerste instantie positief ontvangen: het werd beschouwd als een overwinning in het gevecht tegen inflatie.

De ECB heeft de rente in april nog met 25 basispunten verhoogd, maar de stemming sloeg al snel om toen duidelijk werd dat de Amerikaanse groei haperde. 'Renten zijn hierdoor wat terug-

gezakt. Met name op de arbeidsmarkt, maar ook op de huizenmarkt vallen de ontwikkelingen tegen', zegt Sander Bus, hoofd bedrijfsobligaties bij Robeco. 'Daar profiteert vooral het meest kredietwaardige schuld papier van, zoals Duitse staatsobligaties.' Vijfjarige Duitse staatsobligaties werden in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal van 2011 2% meer waard.

'Ook in de markt voor bedrijfsobligaties stijgen de prijzen, maar de terugval in groeiverwachtingen doet ook de risico's licht stijgen', stelt Bus. Zowel de Barclays High yield index als de Investment grade index steeg in de periode april en mei met ongeveer 2%.

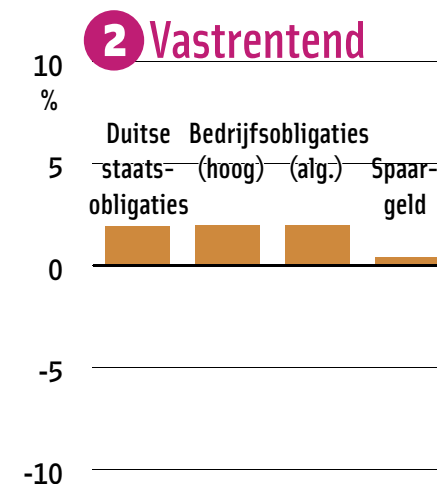
'High yield heeft het over de periode april tot mei iets beter gedaan dan investment grade. Vooral in april had high yield een goede performance', zegt de Robeco-manager.

'Sinds crisis richten beleggers zich op betere vastgoed op A-locaties'

En, heeft u de juiste keuze gemaakt?

Euro-rendementen in april en mei 2011

1 Aandelen
De index
(S&P Global 1200)
0%

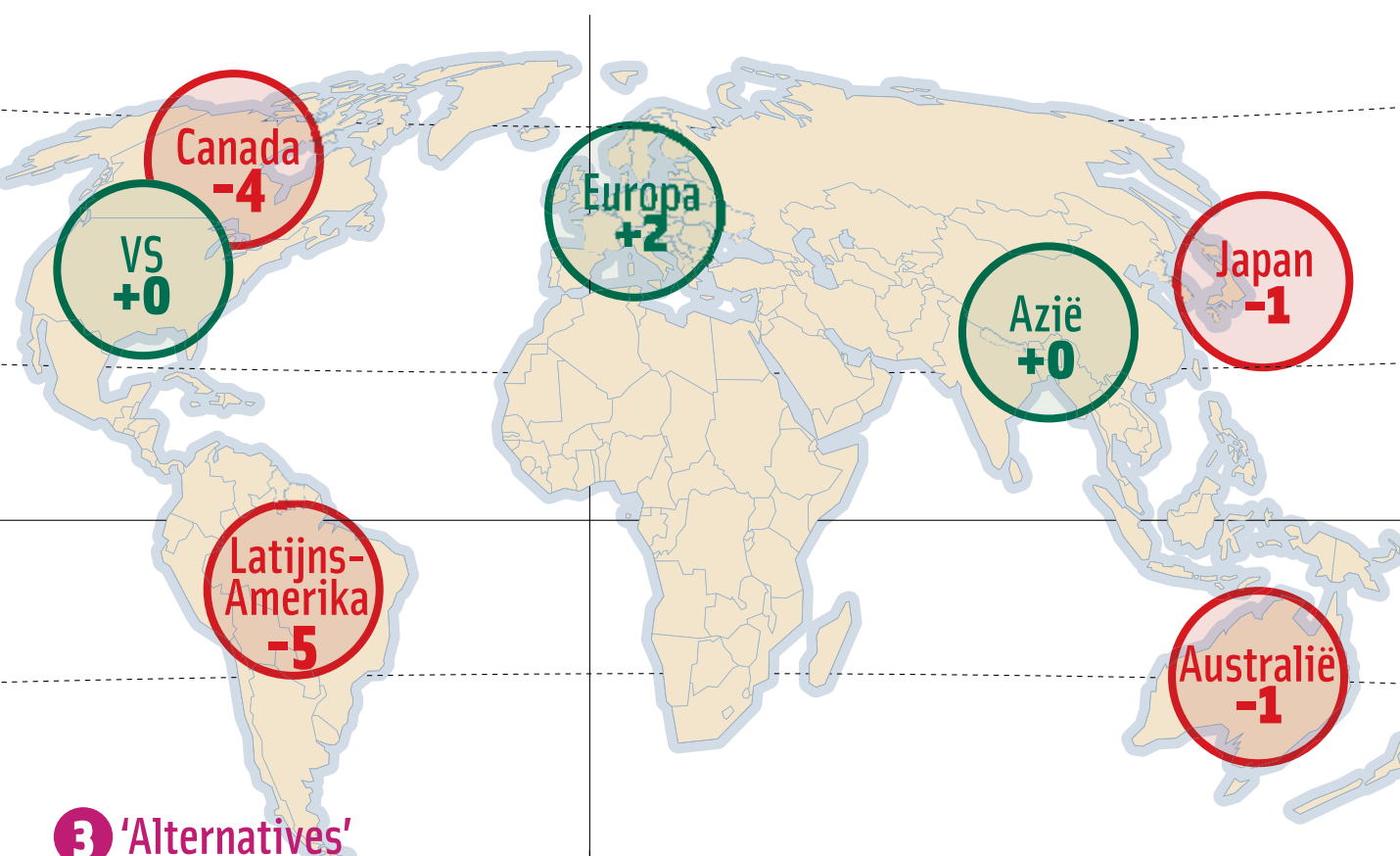


INFOGRAPHIC: PAUL MOUWES

'Weliswaar was er sprake van een negatieve price return voor high yields in de maand mei, maar de hoge coupon compenseerde dit. Dat is ook precies waarom dit zo'n mooie asset class is. Zelfs in een zwakkere markt zorgt je hoge coupon nog voor een buffer die prijsverliezen opvangt', zegt Bus.

Bij het marktsentiment speelt ook sterk mee dat de Europese schulden crisis een nieuwe fase in lijkt te gaan, nu Griekenland voor de tweede keer om geld vraagt en dat op politieke weerstand stuit. Vooral nog trekken obligatiebeleggers zich daar weinig van aan. 'De eurocrisis lijkt steeds verder af te staan van de gewone vastrentende markten', oordeelt Bus.

'Zorgde Griekenland een jaar geleden nog voor paniek in heel de wereld, momenteel wordt er amper gereageerd in de obligatiemarkten, behalve dan in Griekenland zelf.' Volgens hem houdt de markt, in tegenstelling tot de politiek, al lang rekening met een herstructurering

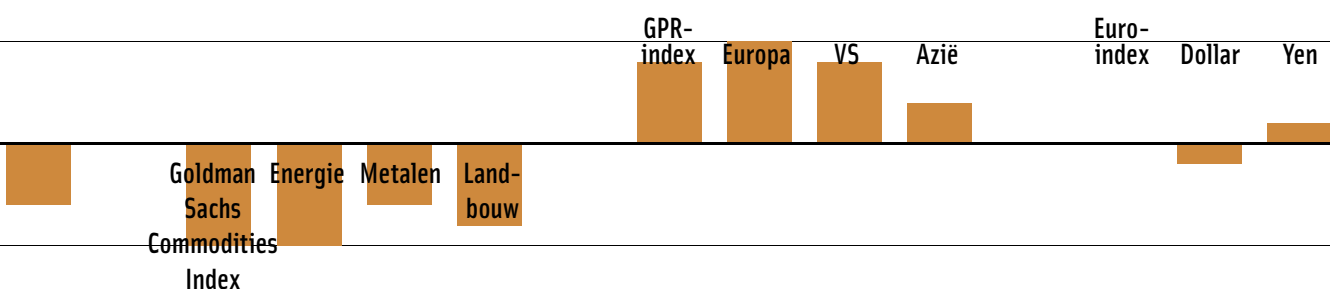


3 'Alternatives'

Hedgefondsen Grondstoffen

Vastgoed

Valuta



nu Griekse obligaties handelen rond de 50% van hun nominale waarde. Ook verwacht Bus niet dat er door een herstructurering paniek zal ontstaan over de banken.

'Uiteraard gaat een herstructurering de aandeelhouders van banken geld kosten, maar wij denken dat de niet-Griekse banken voldoende buffer hebben opgebouwd om de verliezen op te kunnen vangen.' Voor besmettingsgevaar van landen als Spanje vreest Robeco niet.

3. ALTERNATIVES

Vastgoed

In tegenstelling tot de woningmarkt deed commercieel vastgoed het goed. Het was in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal de best presterende asset class. Opvallend was dat de Amerikaanse vastgoedindex Global Property Research (GPR) 4% bijschreef, ondanks het feit dat de Amerikaanse woningmarkt de kenmerken van een double dip vertoont en het dieptepunt van april 2009 is gepasseerd.

In Europa was de stijging van de GPR-index in het tweede kwartaal tot eind mei zelfs 5%. 'Beursgenoteerd vastgoed zijn kantoren en winkelpanden, woonruimte valt daarbuiten en is ook een andersoortige markt', zegt Boudewijn Schoon van Kempen Europees Vastgoed Research. In het Verenigd Koninkrijk boekte het beursgenoteerde vastgoed een rendement van maar liefst 10%. 'Dit Britse vastgoed is traditioneel erg volatiel, wat te maken heeft met de grotere afhankelijkheid van herwaardering op de total return van het vastgoed', zegt Schoon. 'De Britse vastgoedportfolio verloor in de crisis wel 40 tot 50% van zijn waarde en het zijn vooral de positieve herwaarderingen van de panden die nu doorwerken op de beurswaarderingen.'

'Vooral het betere vastgoed, de A-locaties, doet het erg goed. Sinds de crisis hebben beleggers zich vooral op dit segment gericht', aldus het hoofd Europees Vastgoed Research.

Volgens Schoon profiteren vastgoedaandelen ook van de sinds april dit jaar weer dalende rente. 'Beursfondsen

hebben de mogelijkheid financiering op te halen in de publieke markt via uitgifte van obligaties. Dit geeft de sector een voordeel ten opzichte van reguliere vastgoedbeleggingen.'

Volgens Schoon zijn de herwaarderingen echter wel grotendeels achter de rug en noteert de Europese sector nu meer in overeenstemming met de waarde van de panden in portefeuille.

'De koersrendementen van het tweede kwartaal tot nu toe kunnen dus niet simpelweg doorgetrokken worden, de herwaarderingen zullen sterk afnemen in de komende periode', zegt Schoon. 'De continentaal-Europese sector (excl. VK) heeft momenteel een vrije cashflow van ongeveer 6% en een dividendrendement van 4,5%.' In een periode van lage rentes zijn dat krachtige rendementen voor een sector die de naam heeft inflatiebestendig te zijn.

Grondstoffen

Waren grondstoffen in het eerste kwartaal nog de best presterende asset class, in het tweede kwartaal lijken ze de grote

verliezers te worden. Het onderstreept de hoge volatiliteit en het risicovolle beleggingskarakter van deze asset class. De initiële interpretatie van de daling in de grondstoffenprijzen was een positieve, omdat het krappere monetaire beleid effect sorteerde, maar nu wordt duidelijk dat de groeivertraging zich niet tot de opkomende markten beperkt. Vooral de olieprijs, die sterk gedreven worden door de Amerikaanse consumptie, vielen terug. Begin mei zakte de Amerikaanse WTI-prijs voor ruwe olie in enkele dagen tijd met bijna 20% van \$115 naar \$95. De S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) daalde over de periode april-mei in euro's gemeten met 5%. De olieprijsdaling werkte ook door in de GSCI Energy-index, die 6% terug moest, terwijl de GSCI Agriculture-index door dalende katoenprijzen 3% inleverde. De GSCI Metals verloor 3% doordat industriële metalen zoals koper bijna 10% afstonden. Edelmetalen deden het goed: goud zette zijn meerjarige stijgende trend door en vestigde een record van rond de \$ 1550 per troy ounce. Daarmee komt de stijging in de eerste twee maanden van het tweede kwartaal op 5%.

Hedgefondsen

Hedgefondsen deden het erg slecht in mei. Ze leverden gemiddeld meer dan 3% in het tweede kwartaal. Ondanks een positief resultaat van 2% in het eerste kwartaal, staat de Hedge Fund Research Index voor geheel 2011 in de min. De industrie blijkt opnieuw kwetsbaar voor grote marktschokken zoals de forse daling in de olieprijs.

Valuta

Aan de dalende trend van de dollar is voorlopig misschien een einde gekomen nu de Amerikaanse centrale bank de drukpers uit lijkt te zetten en Europa opnieuw voor Griekenland naar de portemonnee moet grijpen. De dollar noteerde een dieptepunt op 67 eurocent begin mei. Toch was er aan het einde van die maand sprake van een opleving van 3% tot 69 eurocent. De Japanse yen herstelde enigszins van de grote klappen in het eerste kwartaal en staat nu 1% hoger ten opzichte van de euro dan eind maart dit jaar. ■

BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Een

Succesvolle

combinatie

Gartmore fondsbeheerders nu bij Henderson

Vanaf april 2011 werken de ervaren Gartmore fondsbeheerders bij Henderson.

Alle Gartmore SICAV fondsen zijn uitstekende aanwinsten voor de Henderson Luxembourg SICAV reeks. Onze beleggingsexpertise wordt hierdoor op diverse gebieden versterkt zoals:

Chris Palmer - Gartmore SICAV Latin American Fund
Morningstar rating: ****

Chris heeft ruim 20 jaar ervaring in de beleggingswereld en was onder andere woonachtig in Azië en Latijns-Amerika. Als beheerder van ruim US\$3mrd is Chris Palmer een uiterst belangrijke aanwinst bij het versterken van Hendersons beleggingscapaciteit op het gebied van emerging markets.

John Bennett - Gartmore SICAV Continental European Fund
Morningstar rating: ****

John Bennett neemt ruim 20 jaar ervaring mee naar het reeds zeer gerespecteerde Henderson European equities team. We denken dat weinig vermogensbeheerders opgewassen zijn tegen onze expertise op dit gebied.

Neil Rogan - Gartmore SICAV Global Focus Fund
Morningstar rating: **

Met bijna 30 jaar beleggingservaring en een dienstbetrekking bij Gartmore vanaf 1997, neemt Neil Rogan nu zijn aanzienlijke ervaring mee naar het beleggingsteam van Henderson.

www.henderson.com/nl



De waarde van uw belegging kan sterk fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het Gartmore SICAV Continental European Fund, het Gartmore SICAV Latin American Fund en het Gartmore SICAV Global Focus Fund zijn een subfonds van Gartmore SICAV. Gartmore SICAV en Gartmore Investment Ltd. zijn opgenomen in de registers van de AFM. Van Gartmore SICAV en haar subfondsen zijn een prospectus en vereenvoudigde prospectussen beschikbaar. Hierin vindt u informatie over het product, de kosten en de risico's. Voornoemde stukken zijn op te vragen bij Henderson Global Investors B.V., Roemer Visscherstraat 43-45, 1054 EW Amsterdam, telefoon 020-6750146.

HGI43065/0511

Thema: ETF's



Trends in de sector

Deborah Fuhr van BlackRock over de trends in de sector. Van fundamental indexing - populair onder actieve beleggers - verwacht ze weinig.

PAGINA 27

John Bogle aan basis

John Bogle heeft met indexproducten de basis gelegd voor een paradigmawisseling. Nu dreigt innovatie een doel op zich te worden.

PAGINA 21-22

Flirt actief en passief

Schroder-CIO Alan Brown over de eerste tekenen van een verstandshuwelijk tussen de aanbieders van actieve en passieve producten.

PAGINA 31

EN VERDER

Pro & Contra systeemrisico

Martijn Rozemuller en Nazim Hamid kruisen degens over systeemrisico's.

PAGINA 24-25

Van simpel tot moeilijk

Indexproducten zijn aan een sterke opmars bezig. Ook het aantal producten neemt sterk toe: van simpel tot complex.

PAGINA 29-31

ONVERMIJDELIJK SUCCES

Grondlegger John Bogle herrees met indexfondsen uit zakelijke zeperd

TEKST: BAS DOMMERHOLT

EEN FUSIE DIE zijn superieuren als 'extremely unwise' betitelden, werd John Bogle in de jaren zeventig als chairman van Wellington Management Company fataal. Bogle erkende dat het zijn grootste fout in zijn loopbaan was. Het kostte hem zijn baan, maar het was een zeperd met verstrekkende positieve gevolgen. Bogle verrees uit zijn as en startte in de jaren zeventig Vanguard, een fondshuis dat zich als eerste aanbieder in de wereld op passieve producten richtte. In 1976 lanceerde hij de indextracker Vanguard 500 Index Fund, dat al meteen zo succesvol was dat Bogle een jaar later de euvle moed had om geen verkoopprovisie meer aan distributeurs te betalen – wat

'Je kon je niet voorstellen dat beleggers een gemiddeld rendement willen'

in deze bedrijfstak tot op de dag van vandaag praktijk is.

De eerste reactie op de hemelbestormer was er een van ontkenning en demonisering. Edward Johnson, toentertijd bestuurvoorzitter van Fidelity Investments, zei zich 'niet te kunnen voorstellen dat beleggers genoeg nemen met slechts een gemiddeld oftewel een middelmatig rendement'. Maar de geschiedenis spreekt Johnson en al die andere Farizeeërs tegen. Indexbeleggen is op weg de benchmark te worden. 'Bogle veroorzaakte een schok die dermate groot was, dat er sprake is van een paradigmaverschuiving in het vermogensbeheer die nu altijd nog nagalmt', zegt Jeff Molitor, Chief Investment Officer Europa bij Vanguard.

Kwantumsprong

De Vanguard 500 Index Fund, dat de S&P 500 repliceerde, werd een ongekend succes en beheerde eind jaren negentig van de vorige eeuw het voor die tijd astronomische bedrag van \$ 100 mrd. Ongeveer vijftien jaar na deze eerste schok van het passieve beleggingsfonds, werd de ETF gelanceerd. Deze beleggingsstrategie werd al door institutionele partijen

gebruikt. Met dank aan geavanceerde computersystemen hadden grote handelspartijen de mogelijkheid om alle aandelen in een index met één transactie te kopen of te verkopen.

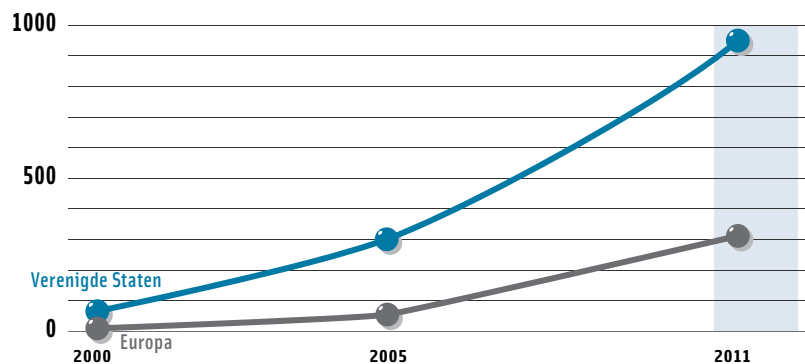
Het was een aantrekkelijke faciliteit voor handelspartijen mede omdat er gearbitreerd kon worden met de indexfutures, die al sinds 1982 op de deriva-

tenbeurs Chicago Mercantile Exchange (CME) verhandeld werden. Die handelsfaciliteit werd in 1989 in fondsvorm als Index Participation Shares geïntroduceerd op de beurs van New York en de NASDAQ. Eén transactie was voldoende om de gehele S&P500 te kopen of te verkopen, wat een kwantumsprong voor de industrie betekende. Toch volgde er een

ONSTUIMIGE GROEI

ETF beheerd vermogen (\$ mrd)

Beheerd vermogen in de totale fondsiindustrie steeg van 12 biljoen (2001) \$ naar 24 biljoen





Om te profiteren hoeft u niet mee in de hectiek

Met lager risico profiteren in opkomende markten

Beweeglijke aandelen trekken veel aandacht, maar aandelen buiten de spotlights hebben vaak lagere risico's en stabielere rendementen. Door zijn specifieke beleggingsaanpak kan het fonds Robeco Emerging Conservative High Dividend deze aandelen vroegtijdig identificeren. Zo kunt u een marktrendement realiseren terwijl u een aanzienlijk lager risico loopt. Daarnaast keert het fonds jaarlijks circa 5% dividend uit. Kijk voor meer informatie op www.robeco.nl/conservative

**Robeco
Emerging
Conservative
High
Dividend**

ROBECO
The Investment Engineers

VERVOLG VAN PAGINA 21

terugval: CME zag het nieuwe fondstype als een illegale futurehandel en spande met succes een rechtszaak aan. Uitkomst was dat de eerste ETF uit de handel werd genomen.

Het succes van een soortgelijk fonds in Canada, het in 1990 gelanceerde Toronto Participation Shares, was aanleiding voor de sector om met de autoriteiten tot een oplossing te komen zodat de fondsstructuur ook in de VS kon worden gebruikt. De Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR) die State Street Global Advisors vervolgens in 1993 introduceerde, groeide uit tot de grootste en meest verhandelde ETF van dit moment. Deze tracker op de S&P 500, bekend als Spider, heeft anno 2011 meer dan \$ 90 mrd aan beheerd vermogen en een gemiddeld handelsvolume van 170 miljoen stuks per dag oftewel zo'n \$ 23 mrd.

'Het mooie van de ETF's is dat ze institutionele producten en tarieven hebben opgesteld voor de kleine particuliere belegger', zegt Eleonor Holt-Bell. Zij is hoofd ETF's Noord-Europa voor State Street Global Advisors. Volgens haar komt de ETF voort uit de behoefte van grote institutionele partijen aan het zogenoemde 'cash equitisation'. Dat is het tijdelijk parkeren van cash waar nog geen bestemming voor is bepaald en waarbij het risico wordt vermeden om grote koersstijgingen te missen.

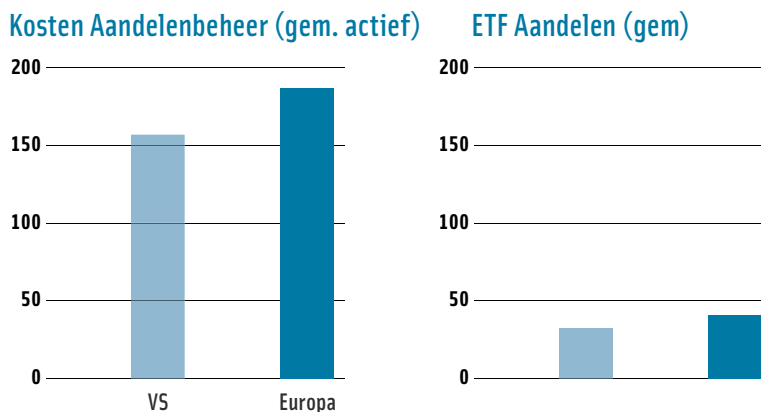
'Maar die grote liquiditeit is ook weer voordelig voor andere typen beleggers. Zo maken hedgefondsen gebruik van ETF's om snel te kunnen reageren en de liquiditeit voor short selling', zegt Holt-Bell. Tegelijkertijd is het voordeel van ETF's voor particuliere beleggers dat ze er toegang mee krijgen tot de lage institutionele tarieven.

Core-satellite-benadering

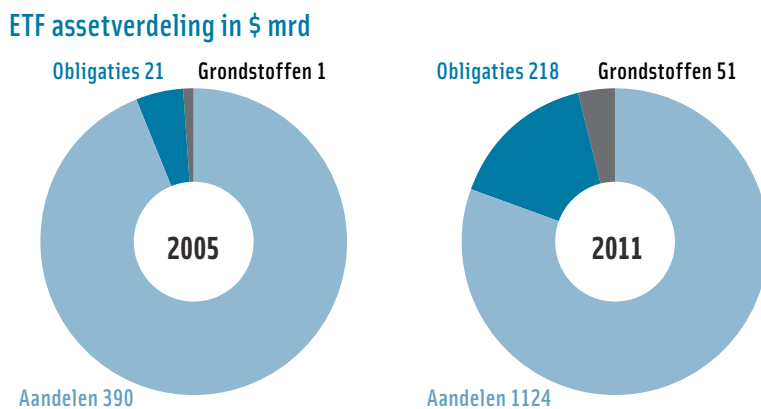
Inmiddels zijn ETF's vanuit de Verenigde Staten bezig aan een opmars in Europa. Dat geldt ook voor Nederland, waar steeds meer beleggingsadviseurs zich bekeren tot de mogelijkheden die ETF's bieden. Bij Rabobank zijn ETF's al opgenomen in de modelportefeuilles en ook partijen die het hogere marktsegment bedienen, maken er intensief gebruik van. Zo werkt Merrill Lynch Nederland met een standaard allocatie van twee derde passief en een derde actief. Deze zogenoemde core-satellite-benadering helpt vooral ook om de kosten laag te houden, wat essentieel is voor het behalen van een outperformance.

Bij Merrill Lynch heeft de klant overigens wel de mogelijkheid te kiezen tussen een traditionele kostenstructuur met distributievergoedingen of een

KOSTENVOORDEEL



AANDELEN FAVORIET



GRAFIEKEN: HUIB KOEL

structuur met een vast tarief. 'Daar zijn wij heel open in', zegt Geoffrey Bruyn, directeur van Merrill Lynch Nederland. 'Voor de allocatie naar de actieve fondsen maken wij dan waar mogelijk gebruik van de institutionele share classes. Institutionele share classes betalen geen distributievergoeding in tegenstelling tot gewone share classes.'

Toch nemen met de succesvolle opkomst van ETF's ook de waarschuwingen toe. Zowel het Internationaal Monetair Fonds als de Financial Stability Board (FSB) van de G20 waarschuwde eerder dit jaar voor het groeiende ge-

'Bij synthetische ETF's kan de benchmark veel nauwkeuriger worden gevolgd'

bruik van zogenoemde synthetische ETF's. FSB spreekt van een 'additionele laag van complexiteit die hierdoor wordt toegevoegd aan het financiële systeem'.

Synthetische ETF's zijn tweede generatie ETF's waarbij in plaats van fysieke replicatie van de index gebruik wordt gemaakt van een derivaat dat het rendement nabootst. Dit derivaat is een contract tussen de ETF en een grote zakenbank, waarbij het er grofweg op neerkomt dat de zakenbank het rendement van de te volgen index minus kosten verschuldigd is aan de ETF. Om de schade voor de ETF in het geval van faillissement van de zakenbank te minimaliseren, wordt er meestal gewerkt met een vorm van onderpand.

In de VS zijn dergelijke constructies niet toegestaan, maar onder de nieuwe Europese regelgeving van Ucits III mag een beleggingsfonds wel gebruik maken van dergelijke derivaten en tot 10% aan ongedekt tegenpartijrisico lopen.

Synthetische ETF's zijn goedkoper

omdat er wordt bespaard op transactiekosten en administratieve kosten verbonden aan het eigendom van aandelen. Deze productcategorie is zo populair, dat zelfs de voormalige tegenstanders van synthetische replicatie, zoals BlackRock Ishares, het gebruik ervan niet meer uitsluiten en zelfs synthetische varianten aanbieden.

Tracking error

De grote vraag voor de internationale toezichhouders is of de kostenvoordelen van synthetische ETF's wel opwegen tegen de risico's. Daarbij kijken de toezichhouders vooral naar het vermeende gebrek aan transparantie en zeggen zij bevreesd te zijn dat de risico's uiteindelijk worden afgewenteld op het collectief van het financiële systeem, zoals tijdens de kredietcrisis ook met de subprime hypotheek het geval bleek te zijn.

'Het grote voordeel voor de belegger van een synthetische ETF is dat de benchmark veel nauwkeuriger of zelfs zonder tracking error gevolgd kan worden, terwijl er bij fysieke replicatie altijd sprake is van een tracking error', zegt Roxana Zuercher, ETF Structuring Specialist bij UBS. De tracking error, die de gemiddelde afwijking van het rendement van de ETF ten opzichte van de index is, kan zowel positief als negatief zijn en wordt onder meer veroorzaakt door transactiekosten, inkomsten uit het uitlenen van aandelen en portfolio-optimalisatie (actief management).

'Mede hierdoor laat de ETF-markt op het gebied van kosten transparantie nog altijd te wensen over, aangezien bepaalde kosten niet worden meegenomen in de TER en daardoor niet zichtbaar zijn', aldus de ETF-specialist. Volgens haar is de term Total Expense Ratio (TER) soms misleidend, omdat er ten onrechte de suggestie mee wordt gewekt dat alle kosten zijn inbegrepen. Bij synthetische replicatie kunnen de totale kosten voor het fonds tegenover de index beter worden ingeschat en kunnen beleggers beter beoordelen wat het resultaat van de ETF zal zijn, zegt zij, terwijl bij fysieke replicatie het rendement vergeleken met de index fors lager kan uitvallen dan de TER suggereert.

De stormachtige innovatie op het terrein van ETF's is een antwoord op de sterke vraag van beleggers naar nieuwe producten en productcategorieën. Maar de grote, breed gedragen angst in de sector zelf is dat een bedrijfsongeval of een schandaal de succesvolle Europese opmars in de knop breekt.

BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

STELLING: SYNTHET PRO

Fysieke replicatie van een index verdient duidelijk de voorkeur boven kunstmatige nabootsing, omdat daar extra en vooral ook onnodige risico's door ontstaan, betoogt Martijn Rozemuller.

TEKST: MARTIJN ROZEMULLER

DE LAATSTE WEKEN duiken ze steeds vaker op in het nieuws: synthetische ETF's. Verschillende organisaties hebben waarschuwingen doen uitgaan over de enorme groei van deze synthetische ETF's, en dit waren bepaald niet de minste namen: het IMF, de FSB en de BIS om precies te zijn. Wat is er nu precies aan de hand?

Toen de eerste ETF's het levenslicht zagen, maakten deze gebruik van fysieke replicatie. De manier waarop deze ETF's de performance van een index nabouwen is simpel: koop gewoon alle onderliggende aandelen in de juiste verhouding, en het mandje dat zo ontstaat, zal in zeer grote mate hetzelfde koersverloop kennen als de index die nagebootst wordt. Omdat de onderliggende waarden in bezit van het fonds (de ETF) zijn, is er geen sprake van een zogeheten tegenpartijrisico. Dit tegenpartijrisico is waar alles om draait, en dit speelt een grote rol bij ETF's die met behulp van synthetische replicatie een index nabootsen.

De eerdergenoemde organisaties vinden de enorme groei van synthetische ETF's verontrustend omdat synthetische ETF's het rendement van de index kunstmatig nabootsen door een juri-

dische overeenkomst (een swap-constructie) aan te gaan met een tegenpartij. Door deze swap-constructie ontstaat een extra risico, namelijk het risico dat de tegenpartij failliet gaat. Dit is dus het hierboven genoemde tegenpartijrisico. Ondanks het feit dat er vaak onderpand wordt geleverd door de tegenpartij in de swap, kent de synthetische ETF dus een extra risico voor de belegger.

Kunstmatige nabootsing

Dan rijst de vraag waarom er überhaupt synthetische ETF's zijn. Soms wordt het argument gebruikt dat synthetische ETF's goedkoper zouden zijn. In sommige gevallen is de beheervergoeding van een synthetische ETF inderdaad wat lager dan die van fysieke ETF's, maar daar staat dan dus wel een risico tegenover. Fysieke replicatie hoeft overigens niet duurder te zijn. Er zijn ook voorbeel-

'Fysieke replicatie. Waarom moeilijk doen als het makkelijk kan?'

den te vinden waarbij een synthetische ETF zelfs duurder is dan een vergelijkbare fysieke ETF. Sommige aanbieders brengen namelijk naast de management fee een synthetische replicatie-fee in rekening waardoor de synthetische ETF duurder wordt dan een vergelijkbare fysieke ETF. Een tweede argument is dat synthetische replicatie in sommige ge-

vallen de enige manier is om een index na te bouwen omdat fysieke replicatie simpelweg niet mogelijk is. Denk hierbij aan moeilijk toegankelijke markten zoals China.

Hoewel het tegenpartijrisico zoals dat bij synthetische ETF's voorkomt niet bij fysieke ETF's speelt, is er wel een ander aandachtspunt dat genoemd moet worden. Het feit dat veel aanbieders van fysieke ETF's de onderliggende stukken uitlenen* om dividendlekkage goed te maken, zorgt ook weer voor een risico. Hier staan weliswaar opbrengsten tegenover, maar die moeten vaak worden gedeeld met de aanbieder, terwijl het risico geheel bij de belegger belandt.

Kortom, het tegenpartijrisico wordt dus alleen volledig geëlimineerd wanneer een ETF fysieke replicatie gebruikt en de onderliggende stukken niet uitleent. Dit is iets waar de belegger dus goed op moet letten, en bij twijfel zou moeten navragen bij de aanbieder.

Zijn synthetische ETF's dan per definitie ongewenst? Nee, maar synthetische replicatie heeft alleen bestaansrecht als u wilt beleggen in zeer moeilijk toegankelijke markten of als synthetische replicatie duidelijke kostenvoordelen biedt. In alle andere gevallen verdient fysieke replicatie duidelijk de voorkeur. ■

**ThinkCapital maakt bij zijn ETF's gebruik van fysieke replicatie, leent de onderliggende stukken niet uit en heeft geen last van dividendlekkage.*

MARTIJN ROZEMULLER IS
MANAGING DIRECTOR VAN THINKCAPITAL.

SYNTHETISCHE ETF IS RISICO CONTRA

Swap-based ETF's bieden beleggers de mogelijkheid snel uit te stappen en geven de marktprijzen op transparante wijze weer. Het vermeende systeemrisico is beperkt, betoogt Nizam Hamid.

TEKST: NIZAM HAMID

DE FINANCIAL STABILITY Board stelde onlangs in een rapport dat recente trends in Exchange Traded Funds (ETF's) een potentieel risico vormen voor de financiële stabiliteit. Dat de FSB aandacht heeft voor deze sector is vooral ook een teken van het succes en de groei van ETF's. Deze producten zijn een goedkope en transparante wijze om exposure te krijgen naar verschillende markten.

De kritiek van de FSB richt zich vooral op synthetische, ofwel swap-based ETF's, die Lyxor sinds 2001 uitbrengt in Europa. Dat gebeurt met producten die volledig zijn gereguleerd volgens Ucits en zijn goedgekeurd door de toezichthouders. Die Ucits-regels richten zich op het gebruik van derivaten, leverage, tegenpartijrisico's, conflicterende belangen en de fiduciaire verplichtingen die de asset manager heeft. Wij denken dat onze ETF's altijd transparant en begrijpelijk voor onze klanten zijn geweest. In het algemeen zijn swap-based aanbieders zeer open. Het belangrijkste voordeel van een swap-based product in vergelijking met een fysieke of cash-based product is dat het een minimale tracking error biedt ten opzichte van alle benchmarks. Dat gebeurt tegen relatief lage kosten en met een hogere flexibiliteit wat betreft handel en liquiditeit.

De problemen die zich nu voordoen en de zorgen die de FSB heeft, zoals complexiteit en ondoorzichtigheid, doen zich vooral voor op het terrein van pro-

ducten die verward worden met instrumenten die verward worden met ETF's, zoals ETN's, ETC's en ETV's. De FSB noemt dergelijke instrumenten in haar waarschuwing van financiële stabiliteit zonder daarbij te vermelden dat het om producten gaat die niet gereguleerd zijn door Ucits.

Voor ons bestaat een ETF-structuur altijd uit twee componenten, de fysieke activa van het fonds en de swap-blootstelling. Hierbij is Société Générale de tegenpartij. De swap-blootstelling wordt beperkt door de Ucits-regels. Dat biedt klanten zekerheid dat risico's zijn gereguleerd en dat de toezichthouder erop toeziet. Maar de focus van FSB op de zogenoemde over the counter-swaps die in ETF's worden gebruikt, is wellicht een oneerlijke weerspiegeling van de omvang van de markt en wordt overdreven dramatisch voorgespiegeld. Want eind

'Er is sprake van een oneerlijke weerspiegeling van de markt'

juni 2010, was volgens de Bank for International Settlements het totaal aan swaps in aandelerderivaten \$ 1.754 mrd. Tegelijkertijd was de totale omvang van de activa onder beheer in swap-based ETF's in Europa \$ 124 mrd, wat aangeeft dat ETF's nog altijd een zeer beperkt deel van deze door de autoriteiten gehekelde markt vormen.

Natuurlijk is er een mix van swap-based modellen in Europa. Zo is de swap-blootstelling van ETF's die wij voeren beperkt tot een maximum van 10% van de activa onder beheer. Maar zelfs als men uitgaat van de volledige \$ 124 mrd, dan komt dit neerkomen op niet meer dan 7% van de OTC swap-blootstelling.

Alle aan aandelen gekoppelde posities bedroegen juni 2010 in totaal \$ 6.300 mrd. In vergelijking hiermee is de Europese blootstelling aan swap-based ETF's minder dan 2% van het totaal. Je kunt daarom niet zeggen dat synthetische of swap-based ETF's een bron van besmetting en systematische risico's vormen – zeker niet als je dat vergelijkt met de bredere swap- en OTC-markt.

De ETF's die wij aanbieden, profiteren van de liquiditeit van het onderpand binnen de fondsen, de diepte van de repo-markt en het open multi-dealer market maker model. Wij geloven dat deze structuur, vooral het tegenpartijrisico op de swap beperkt tot een maximum van 10%, betekent dat exitstrategieën efficiënt kunnen worden uitgevoerd en dat marktprijzen op een transparante manier worden weergegeven. ■

NIZAM HAMID IS HEAD STRATEGY VAN LYXOR.

FOTO: TIMOTHY FOSTER





Loop geen onnodig risico. Lees de Financiële Bijsluiter.

zeer groot
vrij groot
zeer klein

risicometer

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDEDELING

ETF's van RBS

RBS Market Access ETF's bieden de belegger toegang tot diverse grondstoffen- en aandelenmarkten en bieden de mogelijkheid om hier gespreid in te beleggen via een index.

- **Kostenefficiënt:** goedkoper dan rechtstreeks of via een actief beheerd fonds beleggen.
- **Transparant:** duidelijkheid over kosten; dagelijkse NAV.
- **Gereguleerd:** RBS Market Access ETF's zijn in overeenstemming met UCITS III regelgeving.
- **Liquide:** dagelijks verhandelbaar op Euronext Amsterdam van NYSE Euronext.

Beleg bijvoorbeeld met de **Jim Rogers RIC[®] ETF** (LU0249326488) in 38 grondstoffen, met de **DAXglobal[®] Asia Index ETF** (LU0259323235) in de opkomende markten van Oost-Azië of met de **S&P 500[®] EUR Hedged Index ETF** (LU0562681899) in de S&P 500[®] met een beperkt euro/dollar wisselkoersrisico.

Ga naar rbs.nl/markets voor meer informatie of bel **020 - 464 3333**



RBS[™]
The Royal Bank of Scotland

RBS Market Access ETF's zijn opgenomen in het register dat wordt aangehouden door de Autoriteit Financiële Markten. De waarde van de activa van de RBS Market Access ETF's kunnen als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. Ga naar www.rbs.nl/markets voor de brochure, de toepasselijke leaflets, het prospectus en de financiële bijsluiter.

© The RBS Bank of Scotland plc. Alle rechten, behalve indien expliciet toegekend, worden voorbehouden. Reproductie in welke vorm dan ook van de inhoud van dit document is zonder voorafgaande schriftelijke toestemming verboden tenzij voor persoonlijk gebruik. Jim Rogers, James Beeland Rogers Jr, Rogers, Rogers International Commodity Index[®], RIC[®] en RIC[®] EnhancedSM zijn (geregistreerde) merknamen van Beeland Interests Inc. Beeland Interest Inc is eigendom van James Beeland Rogers Jr. De namen Jim Rogers en James Beeland Rogers Jr. zijn intellectueel eigendom van James Beeland Rogers Jr. Beeland Interest Inc en James Beeland Rogers Jr. zijn op generlei wijze betrokken bij de totstandkoming of verkoop van dit product, noch wordt door hen enig advies tot aankoop van dit product gegeven. Jim Rogers RIC[®] ETF is not and will not be offered or sold in the United States to or for the account of U.S. persons as defined by U.S. securities laws. Each purchaser of the Jim Rogers RIC[®] ETF will be asked to certify that such purchaser is not a U.S. person, is not receiving the Jim Rogers RIC[®] ETF in the United States, and is not acquiring the Jim Rogers RIC[®] ETF for the benefit of a U.S. person.

'CONSOLIDATIE ETF-MARKT ZAL ER KOMEN'

DEBORAH FUHR OVER TRENDS

- *Uitdaging: managen van groei*
- *Passief groeit in asset allocatie*



DEBORAH FUHR

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

FUNDAMENTAL INDEXING WORDT door ETF-beleggers niet op grote schaal omarmd. 'Er is geen sprake van een grootschalige groei van ETF's die zijn gebaseerd op dergelijke indices.'

Dat zegt Deborah Fuhr. Zij is hoofd van BlackRock's ETF Research en verantwoordelijk voor de implementatie van de strategie. Fuhr reageert op het feit dat steeds meer actieve fondsmangers zeggen naar een benchmark te zoeken die niet kapitaalgewogen is, maar op andere fundamentele criteria is gebaseerd. Als argument wordt daarbij vaak genoemd dat een belegger met – bij voorbeeld – een kapitaalgewogen obligatieindex vooral exposure krijgt naar de zwaarst verschuldigde landen in een index. Doorgaans wil een institutionele belegger die beta-risico juist vermijden.

Dat de fundamenteel gewogen index geen alternatief is voor ETF-beleggers, heeft volgens Fuhr vooral ook een praktische reden: een aanpassing doen in de benchmark is voor een fondsmanager of een institutionele belegger zeer kostbaar en tijdrovend, omdat de meeste asset managers werken met marktkapitalisatie-benchmarks. 'Pensioenfondsen werken vaak met externe mandaten, die zijn gebaseerd op een dergelijke benchmark. Ik zie dat niet veranderen op de korte termijn.'

Fuhr, die een van de meest gezaghebbende professionals op het terrein van ETF-onderzoek is, zegt dat fundamenteel gewogen indices een optie kunnen zijn voor aanbieders van actief beheerde ETF's. Dergelijke producten, die een grijs gebied vormen tussen actief en passief management, vindt wel enige vraag in de VS, maar niet of nauwelijks in Europa.

Revolutionaire groei

In de VS is op dit terrein vooral Powershares actief. Maar de instroom is gering. De meest succesvolle, op een fundamentele index gebaseerde ETF's hebben amper \$ 1 mrd onder beheer, terwijl recentelijk 27 producten bij gebrek aan belangstelling zijn geliquideerd.

Volgens Fuhr is de groei van ETF's thans revolutionair: was het wereldwijd beheerde vermogen eind 2009 nog \$1.000 mrd, nu komt eind dit jaar de \$2.000 mrd in zicht. De groei komt vooral uit Europa, waar ETF's steeds vaker worden gebruikt door institutionele

'Opkomst van fundamenteel indexing gaat aan ETF-beleggers voorbij'

beleggers en banken om portfolio's mee (op) te bouwen.

De grootste uitdaging ziet Fuhr in het managen van de groei. 'De proliferatie van producten en noteringen is een zorg, evenals het feit dat de producten niet altijd onder de juiste naam of categorie op de markt komen. Dat stelt hoge eisen aan educatie en toezicht.' Als voorbeeld van de proliferatie noemt Fuhr de 34 ETF's die de Eurostoxx 50 repliceren, 160 beursnoteringen hebben en bijna € 30 mrd onder beheer. Dat veroorzaakt keuzestress, stelt Fuhr.

Toch verwacht zij een consolidatie onder de huidige 142 aanbieders en hun 4.000 producten. De omvang van het fonds, alsmede de liquiditeit en de beschikbaarheid, zijn essentieel. Nu al nemen de drie grootste aanbieders – iShares, State Street, Vanguard – ongeveer 70% in de VS voor hun rekening. 'Fondsen en ETF's hebben meer dan € 100 mln nodig om break even te draaien. Indexproducten worden toenemend gebruikt als bouwstenen van de asset allocatie. Daarom zijn permanente liquiditeit en verhandelbaarheid essentieel.'

Afschaffing kickback

Fuhr denkt dat de opmars van indexproducten niet meer te stuiten is. Afgezien van het feit dat banken overal in Europa aan het nadenken zijn hoe ze ETF's een plaats kunnen geven in hun portfolio's en modelportefeuilles, zal nieuwe Euro-

pese regelgeving die opmars bespoedigen. Zo kunnen fondsen onder Ucits tot 20% van het fondsvermogen in andere producten, zoals ETF's, investeren. Ook tekent zich een ontwikkeling af in de VS, die ook een voorland voor Europa kan zijn: asset allocatie-fondsen die volledig worden ingericht met passieve producten. In de VS was in 2008 \$ 5 mrd in dergelijke producten belegd, in 2010 was dat al gestegen tot \$ 28 mrd. Fuhr denkt dat als de distributievergoeding (kickback) verboden wordt in Europa en er een adviesfeemodel komt, adviseurs steeds meer asset allocatie-producten zullen aanbieden, waarbij sterk wordt gekeken naar de risicotolerantie.

Actieve fondshuizen denken dat als de kickback wordt afgeschaft en vervangen door een adviesfeemodel bij de banken zij de concurrentie beter aankunnen met de ETF-aanbieders. Maar Deborah Fuhr bestrijdt dat. 'Natuurlijk zijn klanten bereid te betalen voor actieve managers die alpha genereren. Maar praktijk is dat van de Amerikaanse aandelenfondsen 67% de S&P 500 na aftrek van kosten niet weet te verslaan. Nu kosten die fondsen gemiddeld 180 basispunten, tegen 32 basispunten voor ETF's. Ook als de distributievergoeding vervalt, wordt dat verschil niet goed gemaakt.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Verandering stopt nooit.



BEIJING



LONDON



AMSTERDAM



NEW YORK



TOKIO

Speel daarop in!



iShares®

Keep evolving

In de wereldwijde markt van vandaag kunnen veranderingen lang na het sluiten van de markt nog invloed hebben op uw beleggingen. Om optimaal van alle ontwikkelingen te profiteren, heeft u een strategie nodig die 24/7 actief is op de wereldwijde markten. Wordt het geen tijd om kennis te maken met de dynamiek van iShares ETF's?

Alle financiële beleggingen gaan gepaard met enig risico.

Geef verandering de ruimte met 's werelds grootste aanbieder van ETF's.

Ga naar iShares.nl of bel 0800 – 0233 466

BLACKROCK®

WILDGROEI BEDREIGT ETF'S

Transparantie en eenvoud niet altijd aanwezig bij exotische varianten

TEKST: JEROEN BOOGAARD

ALS ER EEN product is dat beleggers in de afgelopen jaren in ongekend hoog tempo hebben omarmd, dan zijn het de Exchange Traded Funds (ETF's) wel. In Nederland zijn ze vooral bekend als trackers. Na de lancering van de eerste tracker in 1993 is de markt uitgegroeid tot een omvang van intussen bijna \$ 1.400 mrd. Wereldwijd zijn er nu ruim 2.500 soorten trackers beschikbaar.

Trackers beleggen passief. Het doel van een tracker is om het rendement van een index te genereren. Wanneer bijvoorbeeld de AEX-index met 2% stijgt, dan zal een tracker op de AEX in principe ook met 2% stijgen. Omdat er geen dure fondsbeheerders nodig zijn die de markt continu afspeuren naar de beste investeringsmogelijkheden zijn de kosten laag. De hogere kosten en het feit dat koersen redelijk onvoorspelbaar zijn maken het voor actieve beleggingsfondsen bijzonder lastig om de markt te verslaan. De meeste slagen daar dan ook niet in, wat de markt voor trackers geen windeieren heeft gelegd. Waarom zou je immers betalen voor actief beheer als het simpelweg volgen van een index veelal tot betere prestaties leidt?

Indexfondsen

Wie passief wil beleggen kan natuurlijk ook een indexfonds kopen. Maar in vergelijking met trackers is de verhandelbaarheid slechter, de transparantie soms minder en liggen de transactiekosten soms hoger, zo geeft Roel Thijssen, Managing Director bij BlackRock en hoofd iShares Benelux en Midden-Oosten, aan. 'Waar trackers net als aandelen continu verhandelbaar zijn, worden de meeste indexfondsen maar een keer per dag verhandeld en in sommige gevallen zelfs maar een keer per

week. Ook zijn niet alle indexfondsen volledig transparant over de transactiekosten, terwijl bij trackers de spread en de aan- en verkoopkosten die de bank of broker berekent wel goed bekend zijn. Sommige aanbieders van indexfondsen rekenen bovendien met een extra kostenpost in de vorm van een op- of afslag ten opzichte van de intrinsieke waarde', aldus Thijssen. Een ander verschil is dat trackers in tegenstelling tot indexfondsen uitgeleend kunnen worden, wat voor professionele beleggers een belangrijk voordeel kan zijn.

Het aanbod van trackers is tegenwoordig zo veelzijdig dat beleggers alle kanten uit kunnen. Maar daardoor staan zij wel voor de uitdaging om de grote hoeveelheid trackers op hun eigen merites te beoordelen. Bij de selectie van een tracker dienen niet alleen de onderliggende index en de kosten, maar ook de structuur aan een kritische blik onderworpen te worden.

Fysiek

De eerste generatie trackers worden ook wel fysieke trackers genoemd. Omdat deze trackers daadwerkelijk alle aandelen of obligaties in de onderliggende index kopen, blinken zij uit in eenvoud en transparantie. Zo houdt de iShares DAX de aandelen van alle dertig ondernemingen die deel uitmaken van de DAX-index in overeenstemming met hun individuele gewicht in de index.

'Niet alle indexfondsen zijn over de kosten volledig transparant'



Synthetisch

Andere trackers gebruiken synthetische replicatie: deze kopen niet alle effecten van de onderliggende index, maar kunnen via swaps wel het rendement van de index leveren. Met swaps komen ook minder gangbare indices binnen het bereik van trackers, maar de risico's zijn ook groter.

'Onze voorkeur gaat uit naar fysieke trackers, vooral vanwege de transparantie die fysieke structuren bieden. Omdat zij daadwerkelijk de onderliggende stukken kopen hebben fysieke trackers niet te maken met tegenpartijrisico's die een swap per definitie met zich meebrengt', zegt Thijssen. De tegenpartij met wie de swap is afgesloten kan immers failliet gaan, met alle gevolgen van dien. Daarnaast zijn de kosten van een synthetische tracker volgens hem niet bij

alle aanbieders even transparant. En dan gaat het om de hoogte van de swap fee en of die wel of niet wordt doorberekend. 'Sommige partijen zeggen dat de swap fee gratis is, maar dat is natuurlijk niet het geval. Kennelijk worden die kosten dan ergens anders weer gecompenseerd.' Tot slot is ook het onderpand, of de kwaliteit daarvan, dat bij een swapstructuur wordt meegenomen volgens Thijssen niet altijd geheel duidelijk.

Toch biedt ook iShares in gevallen dat het op fysieke basis niet goed mogelijk is om een index te repliceren synthetische trackers aan. 'Maar dan gebruiken wij drie tegenpartijen en bepalen wij zelf hoe groot en welk onderpand het is', aldus Thijssen. De risico's blijven voornamelijk beperkt door 'over-collateralisation', waarbij de totale marktwaarde van het onderpand groter

VERVOLG VAN PAGINA 29

is dan de totale tegenpartij-exposure. Ook is de transparantie gewaarborgd: op de website van iShares zijn dagelijks het onderpand, de swap spreads en de geaggregeerde swap exposure te vinden. iShares gebruikt synthetische trackers bijvoorbeeld in landen als Rusland en India, met name vanwege juridische aspecten. 'De operationele en juridische risico's zijn in deze landen niet geheel duidelijk als je in fysieke effecten belegt, wat je via swaps kan omzeilen. Voor de klanten is een swap dan beter', verklaart Thijssen. BlackRock's iShares is een vermogensbeheerder en neemt volgens Thijssen zijn fiduciaire verantwoordelijkheid heel serieus. 'We bieden alleen ETF's aan die voor onze klanten van hoogwaardige (institutionele) kwaliteit zijn. Wat iShares betreft worden echte ETF's gekenmerkt door transparantie, een goede institutionele kwaliteit, hoge liquiditeit en relatief lage kosten.'

Optimalisatie

Een vaak gehoord argument voor de keuze van swaps is dat sommige markten, zoals bijvoorbeeld delen van de obligatiemarkt, niet liquide zijn. 'Ook in deze gevallen hebben wij echter veelal fysieke structuren, omdat wij dan gebruik maken van optimalisatietechnieken door bijvoorbeeld niet alle stukken maar alleen de meest liquide obligaties in een index te kopen. Dat heeft uiteindelijk weinig tot geen invloed op de tracking error', zegt Thijssen. Bij brede aandelenindices als de MSCI World is het eveneens vanuit kostenoverwegingen niet altijd efficiënt om alle componenten daadwerkelijk aan te houden.

Leveraged

Creativiteit kan de uitgevende instellingen niet worden ontzegd, want er verschijnen steeds meer trackers op de markt die weinig overeenkomsten meer hebben met de oorspronkelijke simpele fysieke versies. Tegenwoordig zijn er bijvoorbeeld ook trackers die het rendement van een onderliggende index verdubbelen of zelfs verdrievoudigen. Met behulp van derivaten wordt dan een hefboomeffect van twee of drie gecreëerd. Een voorbeeld daarvan is de Leveraged DJ EuroStoxx 50 van Lyxor, onderdeel van het Franse Société Générale, die op dagbasis met een hefboom van 200% de onderliggende procentuele verandering van de eurostoxx 50 volgt.

'Vooral particulieren hebben nogal eens moeite om verlies te nemen'

Stijgt de index met 2%, dan zal de tracker normaliter met 4% stijgen. Kortom, hetzelfde rendement kan worden verkregen met een 50% lagere investering.

Interessant, maar volgens Sjef Pieters, hoofd business development Benelux bij Lyxor Asset Management, moeten beleggers wel bedacht zijn op het feit dat de tracker dagelijks wordt gereset. Hoe langer de tracker wordt aangehouden, hoe groter de discrepantie tussen de waarde van de onderliggende index en de tracker kan uitvallen, zeker bij grote volatiliteit. In feite werkt de tijd hier in het nadeel van de belegger. 'Het is zeker geen buy-and-hold-product. Vooral particuliere beleggers hebben nogal eens moeite om verlies te nemen als hun visie niet uitkomt, terwijl dat bij deze tracker wel belangrijk is', zegt Pieters. Uit de hoge omzetten blijkt dat beleggers de leveraged trackers hooguit enkele dagen in bezit houden. En dat is wel zo verstandig.

Short

Ook bij de Lyxor ETF AEX Short vindt dagelijks een reset plaats, zodat bij deze tracker de rendementsdoelstelling eveneens alleen op dagbasis wordt waargemaakt. Wie echter gewend is om kort op de bal te spelen en wil profiteren van een marktdaling kan met dergelijke short – of inverse – trackers goed uit de voeten. Daalt de AEX bijvoorbeeld met 2%, dan stijgt de Lyxor ETF AEX Short die dag met 2%. Beleggers kunnen de tracker volgens Pieters ook gebruiken om hun portefeuille op korte termijn te beschermen tegen neerwaartse risico's, dus als alternatief voor putopties, die in volatiele tijden duur kunnen zijn. 'Omdat er geen sprake is van een aflooptdatum en verwachtingswaarde is de tracker vooral een goede hedge voor particuliere beleggers.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

COLUMN

ACTIEF EN PASSIEF: WATER EN VUUR, OF EEN IDEALE COMBINATIE?



TEKST: ALAN BROWN

De discussie over actief of passief beleggen blijft vaak vrij vruchteloos omdat beide kampen haast onwrikbare standpunten innemen. Maar misschien, heel misschien, komt er nu wat beweging in het debat. We zien bij de fondsen namelijk een duidelijke tendens om in de selectie van beheerders een 'barbell-aanpak** te hanteren, waarin ze passieve strategieën combineren met high alpha-strategieën, die in het algemeen niet aan een benchmark gebonden zijn. Deze aanpak gaat ten koste van de meer gecentreerde benadering, de core-strategieën. Wie de naar marktkapitalisatie gewogen benchmark volgt, zoals passieve beheerders, kan ervan op aan dat hij *achteraf* de duurgeprijsde effecten overwogen en de goedkopere onderwogen blijkt te hebben. Passieve beheerders doen dit omdat ze niet geloven dat zij *vooraf* de te dure effecten kunnen onderscheiden van de te goedkope, althans niet goed genoeg om na aftrek van de hogere aanschafprijs winst over te houden. Actieve beheerders daarentegen menen dat zij wel (relatief) goedkoop van duur kunnen onderscheiden. Een beleggingsfonds zou kunnen beslissen beide beheersstijlen te combineren, niet op grond van heilige overtuigingen maar omdat het het actieve risicobudget zo veel mogelijk wil besteden in de meer inefficiënte delen van de markt, waar naar alle waarschijnlijkheid het meeste waar(de) te vinden is voor het geld.

Maar hoe zit het dan met de core-beheerders? Juist daar ontstaat een rommelige vermenging van de twee 'heilige overtuigingen'. Door strategieën met een laag risico te volgen, waarin portefeuilles doorgaans worden ingericht op basis van de indexweging, overwegen deze beheerders opnieuw de prijzige effecten terwijl ze de goedkopere onderwegen. Ze zitten vast en zeker wat

ongemakkelijk in die positie, omdat ze aan de andere kant ook beweren dat ze de overgewaardeerde van de ondergewaardeerde stukken kunnen onderscheiden.

Een combinatie van passief en actief met het zwaartepunt aan de beide uiteinden, zonder core-posities, is misschien wel de verstandigste manier om twee beleggingsstijlen die op tegengestelde filosofieën berusten met elkaar te verzoenen.

Tot slot wil ik nog het volgende opmerken. De afgelopen dertig jaar is de branche geëvolueerd naar een steeds meer gespecialiseerd model, waarin fondsbeheerders in feite toeleveranciers zijn van allerlei onderdelen van de totaaloplossing die cliënt en consultant voor ogen staat. Dit heeft gevolgen gehad die niet altijd wenselijk waren. Zo heeft het geleid tot relatief onflexibele assetallocatiestructuren en relatief hoge beheerskosten. Een ander gevolg is dat beheerders zich vooral richten op de *relatieve waarde* van effecten ten opzichte van hun benchmark, en niet op *intrinsieke*

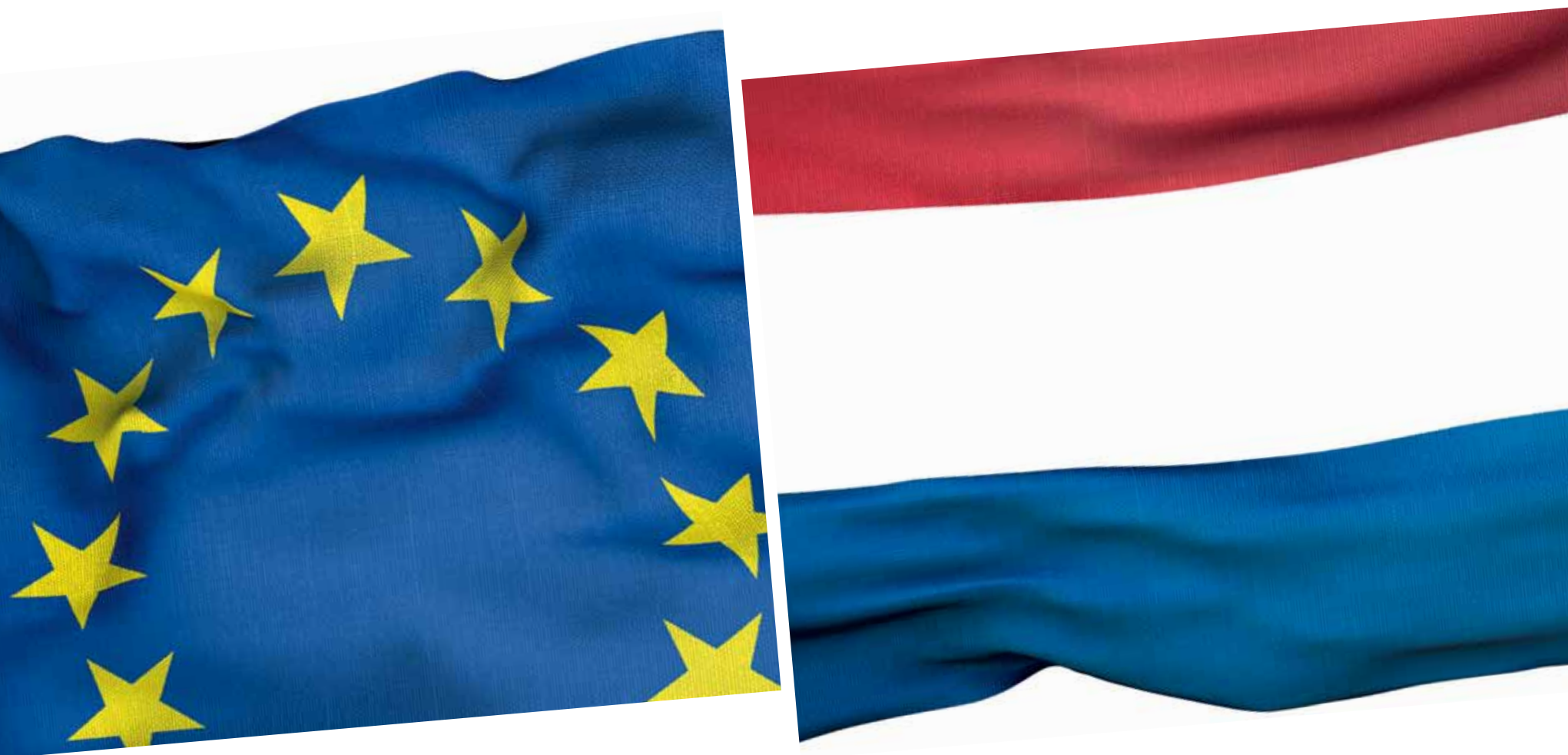
'Bij de hoge volatiliteit van nu moet iemand het totaalplaatje bewaken'

waarde. Maar als markten en risicopremies zo heftig fluctueren als ze pakweg de laatste tien jaar hebben gedaan, zal iemand het totaalplaatje moeten bewaken. De opkomst van 'new balanced'-strategieën zou zomaar het passende antwoord hierop kunnen vormen.

**Barbell-approach: een strategie uit de obligatiewereld waarbij de focus ligt op kortlopend papier en zeer lange obligaties, zonder posities in het middenveld. De naam barbell (gewichtshalter) slaat op het patroon waarbij de posities worden geconcentreerd aan de uiteinden.*

ALAN BROWN IS CHIEF INVESTMENT OFFICER VAN SCHRODERS. EERDER WERKTE HIJ IN DEZELFDE FUNCTIE VOOR STATE STREET GLOBAL ADVISORS.

De zoektocht naar rendement start hier >



Staatsobligaties: 1,3%*, EMD: 6,1% , High Yield: 6,9%***.**
Maar wat is nu de optimale mix?

Sinds 2004 biedt het **ING First Class Obligatie Fonds** een uitgekende vastrentende portefeuille gericht op een aantrekkelijk dividend rendement. De basis van het fonds bestaat uit staatsobligaties aangevuld met de vele mogelijkheden die voor de belegger soms moeilijk toegankelijk zijn. Daarmee richt het **ING First Class Obligatie Fonds** zich op een aantrekkelijke yield tegen een aanvaardbaar risico in een dynamische omgeving.

Voor meer informatie ga naar www.ingim.nl

INVESTMENT MANAGEMENT

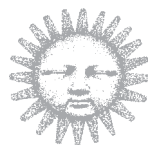


ING Fund Management B.V. is de beheerder van het ING First Class Obligatie Fonds en is als zodanig in het bezit van een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) te Amsterdam op grond van de Wet op het financieel toezicht. Voor gedetailleerde informatie over genoemd beleggingsfonds verwijzen wij u naar het prospectus en het daarbij behorende supplement van het beleggingsfonds. Voor ieder beleggingsfonds is tevens een financiële bijsluiter of een vereenvoudigd prospectus opgesteld. Loop geen onnodig risico. Lees de financiële bijsluiter of het vereenvoudigd prospectus voordat u het product koopt. Het prospectus, supplement, financiële bijsluiter en vereenvoudigde prospectus is verkrijgbaar via www.ingim.nl.

* Nederlandse 1-jaars staatsobligaties 15-Jan-2012 ** JP Morgan EMBI Global Diversified *** Barclays Capital High Yield 70% US 30% Pan Euro 2% Capped ex Fin Subord 18 april 2011

Je kunt je aandacht
verdelen over 50 strategien.

Je kunt je ook vastbijten in een paar.



KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT