

fondsNIEUWS

THEMA
CREDITS

NOVEMBER 2014

WWW.FONDSNIEUWS.NL

ALS DE DOLLAR STIJGT...

GAAT ACHTER DE OPMARS EENVALUTAOORLOG SCHUIL?

PAGINA 5-7



RABOBANK: WAAROM WIJ MULTI-FACTORFONDSEN OMARMEN PAGINA 8-9

HOE INNOVATIE OLIEFONDSEN ONDERMIJNT PAGINA 12-13

RÖNTGENFOTO VAN DE VERMOGENSBEHEERMARKT PAGINA 20-21



Kansen benutten in elke fase van de cyclus



Kansen benutten door voor elke fase van de economische cyclus de meest veelbelovende aandelen te selecteren.

Dat is de kern van de Business Cycle-benadering van Schroders. Een bewezen aanpak, om succesvol door elke fase van de conjunctuur te navigeren.

U vindt deze unieke aanpak terug in de volgende drie Europese aandelenfondsen:

- Schroder ISF* European Opportunities
- Schroder ISF European Equity (ex UK)
- Schroder ISF European Equity Absolute Return

Schakel over op onze dynamische aanpak, kijk op schroders.nl/businesscycle

www.schroders.nl/businesscycle



Schroders

*Schroder International Selection Fund wordt aangeduid als Schroder ISF. **Beleggingsrisico's:** Het kapitaal is niet gegarandeerd. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het fonds dekt zijn marktrisico niet in een neerwaartse cyclus. De waarde van het fonds beweegt zich op gelijkaardige wijze ten opzichte van de markten. Uitsluitend van toepassing voor Schroder ISF European Equity Absolute Return: Elke verkoop op termijn van aandelen gebeurt met slechts één tegenpartij. In het geval van een wanbetaling worden de relevante aandelen verkocht op de markt en dit kan een effect hebben op de prestaties. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het is mogelijk dat het fonds op een indirecte manier een korte blootstelling heeft in afwachting van een daling van de prijzen van deze blootstellingen of een stijging van de interestvoet. Er is geen garantie dat een derivatencontract zijn beoogde resultaat zal bereiken, zelfs als volledig aan de voorwaarden van het contract is voldaan. **Belangrijke informatie:** Schroder International Selection Fund is een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF zijn op grond van artikel 2:06 van de Wet op het financieel toezicht ("Wvft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wvft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverlagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs of via www.schroders.nl. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegeneerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen.** w45838/NL0914

VOORWOORD

Maar liefst twee raadsels probeert de redactie van Fondsnieuws in dit laatste magazine van 2014 in kaart te brengen: de stijging van de dollar en de daling van de olieprijs. Hangen ze misschien samen? Waarschijnlijk niet, zo is de conclusie na uitgebreid onderzoek. De stijging van de dollar is het gevolg van economische divergentie tussen een aantal economische machtsblokken: VS en Groot-Brittannië proberen weer aan groei en herstel, terwijl de eurozone en Japan de geldkraan nu nog volledig open hebben staan. Vooral de dollarstijging loopt in het oog en is het gevolg van de verwachting dat de Amerikaanse centrale bank de rente eind volgend jaar gaat verhogen, terwijl daar in de eurozone en Japan geen sprake van is. Zakenbanken denken dat er meer aan de hand is, namelijk een niet-uitgesproken valutaoorlog. Hierin is het doel niet zozeer om de export te stimuleren, maar om deflatie te voorkomen. Een sterke dollar helpt daarbij - de vraag is alleen hoe lang de Amerikanen zich dat laten welgevalen. Het andere raadsel is de olieprijs, die daalt tot een niveau dat productie bijna niet meer lonend is. De verklaring is een sterk toegenomen aanbod, bijvoorbeeld vanuit Libië en een door de zwakke groei van de wereld-economie tanende vraag. Maar op de langere termijn doemen andere uitdagingen op: de schaliegasrevolutie, waardoor de Amerikaanse vraag terugloopt, en de snelle progressie die geboekt wordt op het terrein van duurzame energie, zoals zonne- en windenergie en de opkomst van zuinige batterijen voor elektrische auto's. 'Never a dull moment' in de 21e eeuw.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR
FONDSNIEUWS

FOTO: ISTOCKPHOTO



ALS DE DOLLAR STIJGT...

OPMAAT TOT EEN HEUSE VALUTA OORLOG?

PAGINA 5-7



FOTO: MARJIN ALDERS

RABOBANK OMARMT SMART BETA

Zogenaemde smart beta-fondsen zijn een goedkoop alternatief voor actieve fondsen die outperformance behalen met overwegingen naar small caps en waardebeleggingen, stelt Han Dieperink, cio van Rabobank.

PAGINA 8-9

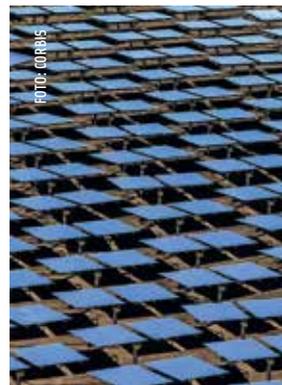


FOTO: CORBIS

INNOVATIEREVOLUTIE TREFT OLIEFONDSEN

Behalve een bijna onverklaarbare daling van de olieprijs, worden olie- en gasbedrijven op termijn door nog grotere uitdagingen bedreigd: naast schaliegas zijn dat zonne- en windenergie en intelligente batterijen.

PAGINA 12-13

EN VERDER

VERMOGENSBEHEERDERS IN KAART GEBRACHT

De Fondsnieuws-redactie dook in het AFM-register en legt de wondere wereld van de vermogensbeheerders bloot.

PAGINA 20-21

THEMA: BELEGGEN IN CREDITS

Credits, die het midden houden tussen aandelen en staatspapier, zijn vol in trek.

PAGINA 23-31

RUBRIEKEN

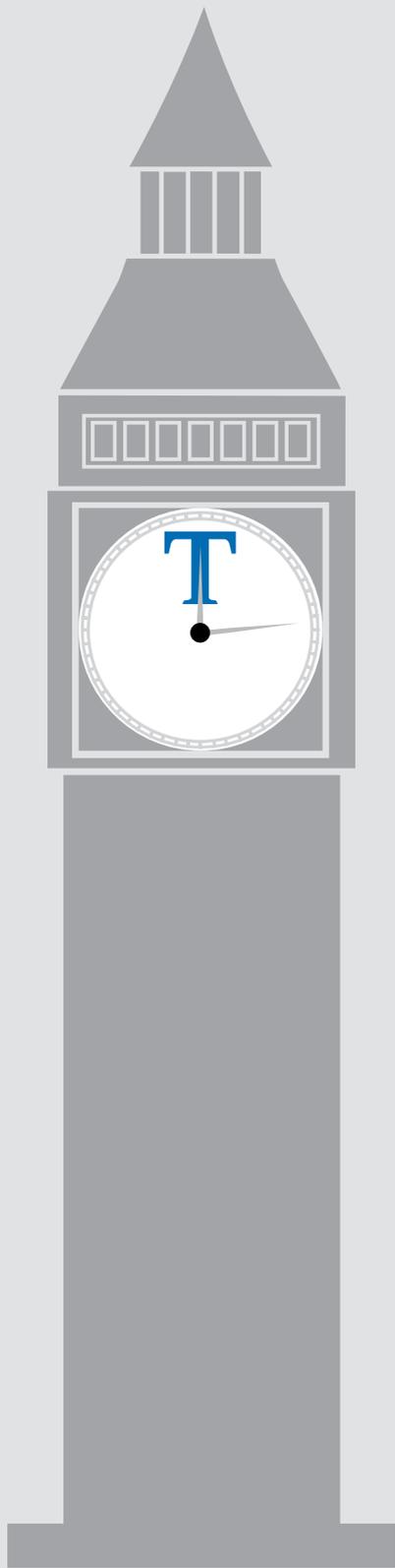
FAVORIETE GRAFIEKEN 10
ASSET-ALLOCIATIEDASHBOARD 15

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE HOOGENBOOM BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, JEROEN BOOGAARD, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, KIM RAAD, ANTON REIJINGA, MIRANDA SCHOOTSEN, EELCO UBBELS, SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIA-GROEP DAT ZICH RICHT OP GESTANDAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.



Hoogste tijd om selectief te zijn

T. Rowe Price Funds SICAV – European High Yield Bond Fund

De Europese high yield markt groeit snel en biedt zeer interessante beleggingskansen. Maar met zoveel nieuwe emittenten is het belangrijk om selectief te zijn.

Portfoliomanager Mike Della Vedova legt uit hoe hij in European High Yield belegt. Bekijk de video op troweprice.com/EHYB



T. Rowe Price 
INVEST WITH CONFIDENCE

Asia • Australia • Europe • Middle East • The Americas

2014 Morningstar, Inc. Alle rechten voorbehouden per september 2014. Het European High Yield Bond Fund is een subfonds van de T. Rowe Price Funds SICAV, een Luxemburgse Instelling voor Collectieve Belegging in Effecten (ICBE), ingeschreven in Nederland in de registers van de AFM (Autoriteit Financiële Markten). De registers van de AFM kunnen worden geraadpleegd via www.afm.nl/register. Het European High Yield Bond Fund wordt alleen aangeboden aan professionele beleggers zoals gedefinieerd in de Wet op het financieel toezicht. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het fonds wordt aangeboden op basis van het document met Essentiële Beleggersinformatie (EBI), het prospectus en de jaar- en halfjaarverslagen. Het EBI, het prospectus, de halfjaarverslagen en de meest recente prestaties kunnen worden opgevraagd via www.troweprice.com/sicavfunds. Deze informatie is niet bedoeld als beleggingsadvies - beleggers moeten ervoor zorgen dat ze de juridische en fiscale consequenties evenals de toepasselijke regelgeving begrijpen wanneer ze beleggen in het fonds. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het logo van het dikhoornschaap zijn gezamenlijke of individuele handelsmerken en/of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Verenigde Staten, de Europese Unie en andere landen. Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor gebruik in bepaalde landen.

ALS DE DOLLAR STIJGT...

GAAT ACHTER DE OPMARS VAN DE MUNT EEN VALUTAORLOG SCHUIL?

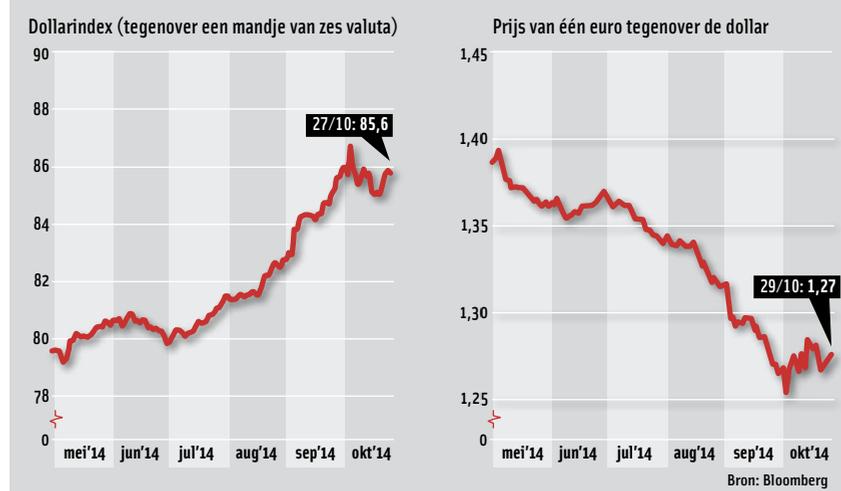
De huidige kracht van de dollar is de zwakte van andere munten, zoals de euro. Economische divergentie is er één, de renteontwikkeling is er een andere verklaring voor. Maar op de achtergrond speelt een andere strijd mee: via wisselkoersbeleid inflatie bij de ander stelen.

TEKST ANTON REIJINGA

'A'ls de dollar valt' heet het boek dat toenmalig beurscommentator Willem Middelkoop in 2007 publiceerde. Volgens de één bewijs van zijn vooruitziende blik – gelet op de agressieve wijze waarop de Federal Reserve ten behoeve van een stimuleringsprogramma zijn balans opblies – volgens de ander een doomsce­nario dat inmiddels door de feiten is achterhaald. De Verenigde Staten persen zich namelijk geleidelijk uit de vraag- en kredietcrisis, waar de Europese Centrale Bank nu pas de bazooka van kwantitatieve verruiming in stelling brengt om kredietverlening te stimuleren en deflatie af te wenden.

De zomermaanden vormden het sterkste kwartaal voor de dollar sinds de crisis van 2008 en voor de euro was het een van de zwakste perioden sinds de lancering van de eenheidsmunt: van \$ 1,40 in mei daalde de euro naar onder de \$ 1,25 vorige week. Vrijwel alle zakenbanken zijn het erover eens dat de 'greenback' verder aan kracht zal winnen. De Britse bank HSBC voorspelt dat er in 2015 nog eens 20% op de euro

Dollar sterk, euro zwak



wordt gewonnen en Deutsche Bank – die beschouwd wordt als wereldmarktleider in de valutahandel – gaat er zelfs van uit dat de Europese eenheidsmunt in 2017 nog maar 95 dollarcent kost.

Valutaoorlog

De kracht van de dollar tegenover de euro wordt verklaard uit het feit dat de Amerikaanse economie de crisis grotendeels overwonnen heeft. Maar banken als HSBC leggen ook andere verklaringen op tafel, namelijk dat achter het indrukwekkende dollarherstel een valuta-offensief, en misschien zelfs wel een valutaoorlog schuilgaat. Een krachtige

dollar zorgt namelijk voor inflatie in partnerlanden die nu gebukt gaan onder een historisch lage inflatie en onder de dreiging van deflatie.

De zwakke euro komt volgens HSBC de lidstaten van de eurozone goed uit. Het doel is daarbij niet zozeer

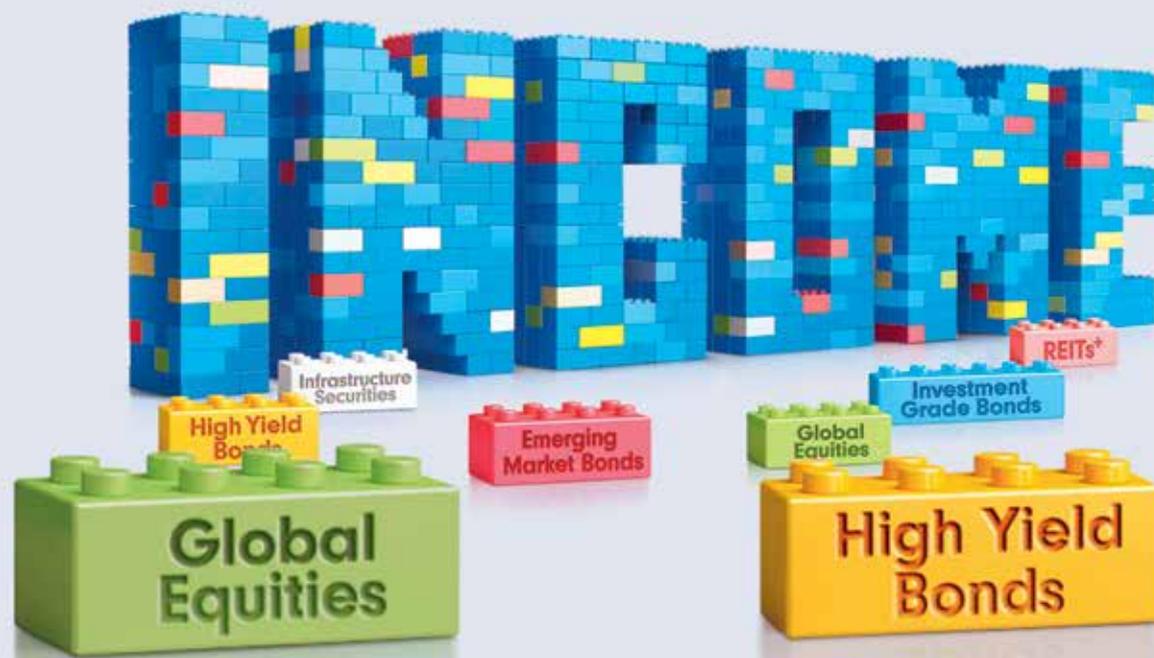
'DOEL VAN ZWAKKE MUNT IS NIET EXPORT, MAAR HET VOORKOMEN VAN DEFLATIE'

om de export te stimuleren, maar om het gevaar van dalende prijzen en lonen af te wenden. 'Dit is een valutaoorlog, waarin het stelen van inflatie een belangrijker doel is dan het bevorderen van export en groei,' schrijft de Britse bank in een recente analyse.

De Amerikaanse zakenbank Morgan Stanley voegt er nog een interessante opvatting aan toe. Volgens de bank zijn fusies en overnames (M&A) een belangrijke indicator voor toekomstige valutatrends. Zo is dit jaar wereldwijd voor meer dan \$ 13.000 miljard besteed aan M&A, waarvan bijna de helft in de VS. Dat wijst er volgens de zakenbank op dat de VS een bestemming voor investeringen zijn en de dollar een valuta waar velen een exposure naar willen hebben.

In oktober stakte de opmars van de dollar kort tegenover de euro, vanwege verwarrende uitslatingen van bestuurders van de Federal Reserve over een voortzetting van zijn opkoopprogramma. Maar inmiddels is het afwijzende antwoord daarop gegeven en zagen zelfs de weifelaars in vergelijkbare opgestarte verruimingsprogramma's van zowel de Bank of Japan als van de ECB reden hun stelling van 'long dollar' weer in te nemen.

De Japanse bank Nomura ziet vier argumenten waarom de opmars van de dollar door zal gaan: de groei is van een aanvaardbaar niveau, de waardering



Een 'all-weather' beleggingsoplossing die streeft naar stabiele inkomsten

Het Fidelity Funds - Global Multi Asset Income Fund is een zeer gespreide multi-asset oplossing die er naar streeft beleggers stabiele en regelmatige inkomsten te bieden. Het rendement van het fonds vloeit op natuurlijke wijze voort uit de onderliggende beleggingen, zoals dividend, rente en huurinkomsten. Omdat verschillende beleggingscategorieën wisselend presteren onder variabele economische omstandigheden, zorgt de brede, flexibele spreiding over vermogenscategorieën in combinatie met de beleggingsexpertise van Fidelity voor stabiliteit.

FF Global Multi Asset Income Fund:

- Streeft naar kapitaalgroei door herbelegging van dividenden
- Streeft naar stabiliteit door sterk gediversifieerde multi-assetstrategie
- Flexibel om allocatie aan te passen aan marktomstandigheden
- Sterk groeipotentieel bij herinvestering van inkomsten in de niet-uitkerende share class

Kijk voor meer informatie op [fidelity.nl/adviseur](https://www.fidelity.nl/adviseur) of bel gratis 0800 - 022 47 09



the currency of investing

Niets uit dit document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. 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 rechtsgelieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. FIL Limited en zijn respectieve dochtermaatschappijen vormen de wereldwijde beleggingsbeheerorganisatie waar doorgaans naar wordt verwezen als Fidelity Worldwide Investment. Beleggingsdeskundigen omvatten partners, analisten, beheerders van landen- en sectorfondsen met researchverantwoordelijkheid en technische en kwantitatieve analisten die deel uit maken van een researchteam. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, het Fidelity Worldwide Investment logo en het F symbol zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity Funds is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. Inkomsten worden uitbetaald aan de aandeelhouders. Het fonds tracht een stabiele betaling per aandeel te handhaven, voor zover dit redelijk is. De betaling is niet vast en varieert al naargelang de economische en andere omstandigheden en het vermogen van het fonds om stabiele betalingen te kunnen verrichten zonder dat dit op lange termijn een positieve of negatieve invloed heeft op zijn kapitaal. Dit kan er soms toe leiden dat er inkomsten uit het kapitaal worden betaald. De kosten worden in mindering gebracht op het kapitaal. De weergegeven rendementgegevens zijn voor aftrek van de aankoopkosten van het fonds. Aankoopkosten van 5,25% zouden betekenen dat een beleggingswinst van bijvoorbeeld 6% per jaar na 5 jaar zou worden gereduceerd tot 4,9% op jaarbasis. Dit is het hoogste tarief van toepassing voor de aankoopkosten. Als de aankoopkosten die u moet betalen lager liggen dan 5,25%, zal de impact op het algemene rendement kleiner zijn. 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 en de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) die kosteloos verkrijgbaar zijn 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 (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). [Fidelity Funds/Fidelity II] is/zijn 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. Uitgegeven door FIL (Luxembourg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). CL14091101/0215

van aandelen is redelijk, de handelsbalans verbetert en de rentecurve is in de VS hoger dan in de belangrijkste handelspartners, waarbij de consensus luidt dat de Fed eind 2015 de officiële rentetarieven zal verhogen. 'De ECB zal daarentegen in de stimuleringsmodus blijven, terwijl haar balans ook aanmerkelijk sneller zal groeien dan die van de Fed,' zegt fondsmanager Myles Bradshaw van Pimco uit Londen.

De verwachting is dat de Japanse centrale bank dit jaar in totaal \$ 700 mrd zal uittrekken om de inflatie en de groei aan te wakkeren, terwijl de ECB bereid is haar balans met € 1.000 mrd te vergroten teneinde stagnatie en deflatie te voorkomen.

China vs Japan

Zwakke wisselkoersen zijn er in Japan en de eurozone een gevolg van. Het zijn communicerende vaten: tegenover de winst van de één staat het verlies van de ander. Als het ene land door een zwakke munt zijn export kan verbeteren, betekent dat dat een ander land aan exportwaarde verliest. Als Japanse bedrijven met een goedkopere yen de concurrentie verhevigd kunnen aangaan, dan leidt dat op de exportmarkten tot lagere prijzen en wordt dus deflatie geëxporteerd. Exportland China wordt door het beleid van premier Abe en de Japanse centrale bank direct geraakt. De Chinese yuan is tegenover de yen met meer dan 15% gestegen. Gevolg: Chinese bedrijven verliezen aan concurrentiekracht. Maar dat niet alleen: de aanhoudende, maandenlange daling van de Chinese producentenprijzen drukt ook de Amerikaanse inflatie. Want de correlatie tussen Chinese producentenprijzen en Amerikaanse consumentenprijzen is maar liefst 70%, aldus Deutsche Bank.

De sluimerende valutaoorlog is voor beleggers ook een bron van rendement. Een portefeuillemanager met de overtuiging dat de dollar verder zal stijgen, kan hier binnen zijn risico- en rendementsrestricties op verschillende wijzen

mee omgaan. Zo kan hij – als het mandaat hem dat toestaat – volledig draaien naar de valuta die hij op dat moment het meest ziet zitten. Zo heeft het M&G Global Macro Bond Fund van het Britse Prudential de weging naar de dollar in het derde kwartaal opgevoerd tot 99%, terwijl de obligatieportefeuille voor nog geen 60% uit dollarschuld bestond.

Hiertegenover werden nagenoeg alle andere valuta's, waaronder de euro en het pond, onderwogen ten opzichte van hun portefeuillengewicht. In sommige valuta's ging het fonds zelfs verder dan het afdekken van de blootstelling. Het nam netto shortposities in Japanse yen en Australische dollar, landen waarin het ook belegt, en zelfs in Turkse lira en de Thaise bath, waarin het fonds geen bezittingen had. 'Deze aanpak was de voornaamste bijdrage aan het fondsrendement over het derde kwartaal,' aldus fondsmanager Jim Leaviss in een toelichting.

Ook andere fondsmanagers weten binnen de gestelde risicokaders ruimte te creëren om in te spelen op valutabewegingen. Het multi-assetfonds DWS Concept Kaldemorgen doet dit bijvoorbeeld door risico's op andere beleggingscategorieën deels af te dekken. Het zo vrijgespeelde risicobudget wordt aangewend om extra rendement te genereren in de valutamarkt. Hoe groot Kaldemorgen hierop inzet blijkt uit de assetverdeling van het fonds volgens Morningstar: 23% in aandelen, 21% in obligaties en 56% in kasmiddelen en geldmarktproducten.

Ivan Moen, manager van het Optimix Mix Fund en partner van de gelijknamige vermogensbeheerder, ziet de dollar vooral 'als een variabele in een gecompliceerd geheel'. Hij wijst op

DE KRACHT VAN DE DOLLAR WORDT GESPIEGELD IN DE RELATIEVE ZWAKTE VAN GOUD

de invloed van de dollar op beleggingscategorieën als grondstoffen en opkomende markten. Grondstoffen producerende opkomende landen hebben dubbel nadeel van de sterke dollar. Een voorbeeld is Rusland, al belegt Optimix daar om morele overwegingen sinds deze zomer niet meer.

Daarentegen werkt een overweging in dollars als verzekering, omdat in tijden van crisis beleggers vluchten in de meest liquide beleggingen, weet Moen. Hier houdt hij rekening mee bij de portefeuilleconstructie.

Verder probeert hij valuta's te koppelen van de onderliggende beleggingen. Amerikaanse aandelen en obligaties brengen dollarexposure mee. Gezien de huisvisie dat de dollar zal verzwakken tot onder de \$ 1,20, wordt dit niet afgedekt.

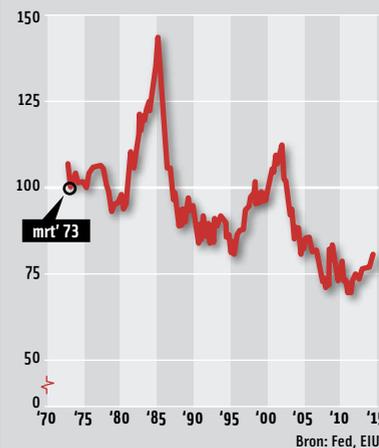
Carry trades

'De Japan-positie hebben we wel gehedged naar dollars,' zegt Moen. Optimix besloot in Japanse aandelen te beleggen via een dollar-hedged Japanfonds. Voor portefeuilles die Optimix zelf beheert wordt gebruik gemaakt van currency forwards met een standaard termijn van drie of zes maanden. Dit is wat anders dan carry trades, waarbij valuta's in lagerentelanden wordt geleend en uitgezet in landen met een hoge(re) rente. Want die worden voor langere tijd aangegaan en is volgens Moen speculatiever. In theorie zou het fonds ook euro-exposure kunnen afdekken, maar die stap is nog niet gezet.

Voor Pimco is de overtuiging dat de dollar verder zal stijgen geen aanleiding voor een radicale aanpassing van het beleggingsproces, aldus Myles Bradshaw, manager van Europese en wereldwijde obligatieportefeuilles. Het Amerikaanse fondshuis bepaalt aan de hand van valutamodelen, gebaseerd op koopkracht-pariteit, economische groei en rendementsverschil, een 'fair value' van een valuta. 'Valuta's blijven maar kort op hun fair value hangen, en daarom is het belangrijk om een goed beeld te hebben

Dollar historisch zwak

Handelsgewogen dollarkoers sinds 1973



van de factoren die de waarde op de korte termijn beïnvloeden.'

Short goud, long dollar

Bradshaw houdt liever vast aan het bestaande beleggingsproces, 'dat zich moet blijven richten op gevarieerde bronnen van rendement'

Naast beleggingen met een directe exposure aan de dollar, kun je ook denken aan bedrijven die profijt hebben van een sterke dollar. Bijvoorbeeld beleggingen die met de dollar meebewegen. Dat kunnen bedrijven in de eurozone zijn die betaald krijgen in dollars, die exporteren naar de VS of met bezittingen in de VS, of bedrijven die in de wereldmarkt concurreren met Amerikaanse bedrijven.

Tot slot: de kracht van de dollar en de angst voor deflatie worden gespiegeld in de zwakte van goud. Het edelmetaal was in 2008 en daarna favoriet onder beleggers die ervan uitgingen dat de kwantitatieve verruiming door de Federal Reserve zou uitmonden in gierende inflatie en uiteindelijk de val van de dollar als wereldvaluta. Maar de inflatie is (nog) niet gekomen, omdat er naast vraaguitval ook sprake is van prijsdrukkende megatrends als robotisering, automatisering en de Amerikaanse schaliegasrevolutie.

'Simpel' beleggers in aandelen en bedrijfsobligaties zijn de winnaars van deze crisis en genereren aanzienlijk meer rendement dan goud heeft gedaan sinds het herstel in maart 2009. Short goud, long dollar zou wel eens het beste advies kunnen zijn als men niet op inflatie maar op deflatie als heersende trend inzet. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Rabo werkt aan een uitbreiding van het assortiment met **multi-factorfondsen**

'ACTIEVE FONDSEN MOETEN ÉCHT ACTIEF ZIJN EN ZEER GECONCENTREERD'

Actieve managers danken hun goede prestaties vaak aan een overweging van waardebeleggingen en small caps. Multi-factorfondsen kunnen daarvoor een goedkoop alternatief zijn, oordeelt Han Dieperink van de Rabobank in bijdrage aan het Fondsnieuws magazine.

Altereerst is het goed om te onderkennen voor welke uitdagingen particuliere beleggers wereldwijd staan. Als we uitgaan van een gemiddelde neutrale portefeuille met 50% aandelen en 50% obligaties zou je daaraan een bruto prognoserendement mogen koppelen (wordt lastig met de huidige rente, maar goed) van 6%.

Particuliere beleggers raken daarvan ongeveer de helft kwijt (dus 3%). De helft daarvan (1,5%) gaat op aan te hoge kosten van actieve managers die bij elkaar de index wel weten bij te houden, maar na kosten daar 1,5% bij achterblijven. De andere helft verliest de gemiddelde particuliere belegger vaak door op de top te kopen en op de bodem te verkopen.

Eind 1999, op het hoogtepunt van de dotcombubbel, belegde iedereen in aandelen en op het dieptepunt in 2009 piekerden velen er niet over om in aandelen te beleggen, obligaties waren populair. Door deze strategie verlies je al snel 1,5% per jaar, dus met de kosten erbij 3%.

Alweer tien jaar geleden stuurden we (toen nog binnen Schretlen & Co) aan op een zogenaamde "core-satellite-portefeuille", die voor ruwweg de helft uit indextrackers bestond en voor de andere helft uit actieve beleggingsfondsen. Voor fondsen die dicht bij de index bleven (de

zogenoemde "indexhuggers") waren er opeens prima alternatieven. De analisten konden kritischer worden jegens deze managers, omdat er altijd een belegbaar indexalternatief was.

Bovendien was ons beleid sindsdien dat we bij actieve beleggers vooraf moesten onderbouwen waarom zij in staat zouden zijn om de markt te verslaan (o.a. afhankelijk van de liquiditeit, dispersie en transparantie in die desbetreffende markt). Verder was het percentage passief ook afhankelijk van de specifieke regioverdeling en de markt zelf. Dit jaar blijven weer bijzonder veel actieve managers achter bij de index, net als in de risk-off risk-on-periode. In beide gevallen kunnen we wellicht de centrale bankiers de schuld geven, want die zorgen voor assetinflatie (juist in relatief dure, maar uiterst liquide assets zoals Amerikaanse aandelen en staatsobligaties).

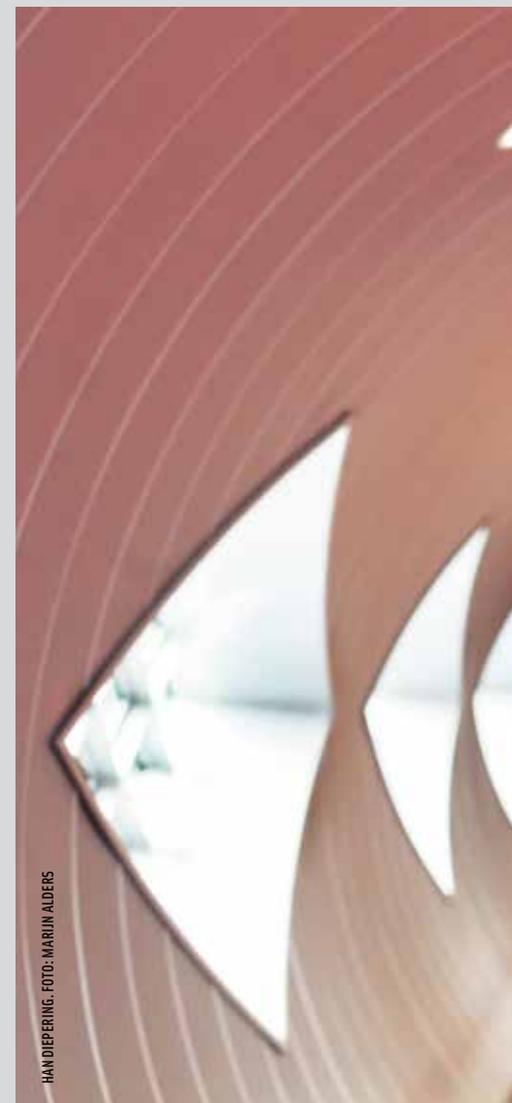
De factordiscussie (smart beta) is feitelijk een extra argument richting actieve

'FACTORDEBAT IS EEN ARGUMENT OM ACTIEVE MANAGERS ACTIEF TE LATEN ZIJN'

managers om te vragen om echt actief management. Het is relatief eenvoudig om een regressie uit te voeren op de prestaties van actieve managers en daaruit blijkt vaak dat een structurele voorkeur richting value en/of small caps een groot deel van het rendement boven de benchmark kan verklaren. In dat geval is er geen sprake van alpha – dat is immers alleen het geval bij het echt timen – maar van het structureel overwegen van bepaalde marktfactoren waarvan bekend is dat op lange termijn daarmee bovengemiddelde (gecorrigeerd voor risico) resultaten kunnen worden behaald. We kunnen dus nog kritischer zijn en zoeken voor het echt actieve deel van de portefeuille zeer geconcentreerde, door overtuiging gedreven beheerders.

Core-satellite

Dat betekent niet dat een fonds dat vooral profiteert van marktfactoren een slecht fonds is. De vraag is echter wel of er geen alternatieven zijn, bijvoorbeeld computers die dit ook nog een keer tegen lagere kosten kunnen repliceren. Bovendien zijn er vier factoren en small caps en value zijn relatief eenvoudig te vinden in het fondsenuniversum, maar low beta en momentum worden dan een stuk lastiger. Verder krijg je met vier factoren en vier regio's wel wat veel fondsen. Dat pleit



HAN DIEPERINK. FOTO: MARJIN ALDERS

ervoor om factoren te combineren. Bovendien kom je dan ook tegemoet aan de bezwaren dat een bepaalde factor langere tijd achter kan blijven bij de markt.

Daar komt bij dat een regionale verdeling in deze geglobaliseerde wereld steeds absurder wordt. Aan de Amsterdamse beurs staan bedrijven genoteerd die geen enkele binding meer hebben met Nederland en soms zelfs ook maar nauwelijks Europees zijn te noemen. Nokia is een Fins of een Amerikaans (Microsoft) bedrijf, maar de belangrijkste afzetmarkt is China.

Het onderscheid tussen de regio's is steeds minder te maken, maar een onderscheid naar factoren is wel degelijk rele-

vant. Dat hebben we de afgelopen jaren ook wel gezien. Europese groeibedrijven (wij noemden dit de vrije bedrijven, niet afhankelijk van overheid (via een infrastructuur zoals telecom, chemie of energie) of van banken (door zware financieringen)) presteerden door hun hoge kwaliteit net zo goed als de Amerikaanse tegenhangers. De achterblijvende ontwikkeling van de eurozone is vooral een gevolg van het hogere percentage financials (die ook nog eens veel slechter presteren dan hun Amerikaanse tegenhangers) in de eurozone en het hogere percentage cyclische waarden. Gelet op het relatief grote historische waarde-ringsverschil tussen value en groei den-

ken wij dat dit wel een goed moment is om value wat structureler te overwegen. Op zich geloven we dat de exposure naar deze specifieke vier factoren structureel moet zijn, maar het startmoment is wel degelijk van belang.

Rendemix

Wat verder ook een rol speelt is ons besluit om met onze klantoplossing Rendemix een volledig passieve belegging tegen zeer lage kosten aan te bieden. Deze passieve belegging is feitelijk een interne concurrent van actief beheer (waarvoor we hogere kosten rekenen) en om dan binnen een dergelijke actieve portefeuille passieve beleggingen aan te houden betekent dat de hogere kosten goed moeten worden gemaakt met het resterende actieve deel.

Uitgaande van een 50% passief, 50% actieve portefeuille en 0,7% kosten betekent dit dat op het actieve deel 1,4% extra rendement moet worden behaald om deze kosten goed te maken. En dan nog is het rendement gelijk aan de index. Een prestatie boven de index betekent al snel een alpha-doel van 2% en bij een tienjaarsrente die inmiddels 1% noteert is dat een absurde doelstelling. Een verdeling over multi-factorfondsen gecombineerd met actieve, geconcentreerde managers geeft een evenwichtiger verdeling van het risicobudget. Bovendien is het risico bij de zoektocht naar alpha dat je feitelijk meer beta koopt. De totale beta van de portefeuille bij alleen actieve managers kan dan ook vrij hoog liggen. Gecombineerd is er sprake van een betere verdeling.

Een ander argument is dat je automatisering en robotisering in de financiële

sector ook niet moet onderschatten. Smart beta is niet nieuw, maar de computers maken meer mogelijk. Als we de enorme informatiestroom combineren met toegenomen rekenkracht van computers, dan is er een geduchte concurrent ontstaan voor menselijke analyse. Helemaal uitsluiten kan je de menselijke factor niet. In economische modellen wordt vaak het aanpassingsvermogen van de mens onderschat, maar we weten ook dat de menselijke psychologie vaak de grootste vijand is van de mens als belegger. Computers kennen die emotie niet en daarmee zou geprofiteerd worden van dit irrationele gedrag van mensen.

Bescheidenheid

Gevaar blijft hier echter wel dat de assetmanager die de heilige graal heeft gevonden er tegelijk voor zorgt dat er een enorme toestroom is van middelen, waardoor het effect zal verdwijnen. Nu is dat niet het geval bij value en small caps. Als iedereen dezelfde value- of small cap-aandelen koopt is het simpelweg geen value of small cap meer door de gestegen koers, maar dat is niet het geval bij low beta. Daar zorgt een stabiele instroom niet alleen voor een hogere waardering, maar tegelijkertijd ook voor een relatief laag blijvende volatiliteit. Zeker omdat dit gedrag wordt gestimuleerd door het monetaire beleid zijn we ten aanzien van de laatste factor wat terughoudend.

Tot slot: er is bij elk segment dat sterk groeit veel kaf onder het koren. Er wordt veel onzin geschreven en ook verkocht. De kunst is om daarin de goede strategieën te vinden en ook daar past enige bescheidenheid. Wij hebben nog niet alle antwoorden, moeten deels ook reageren omdat er zoveel over wordt geschreven en aangeboden.

Op dit moment onderzoeken we de mogelijkheden van uitbreiding van ons assortiment met multi-factorfondsen. We hopen daar voor het einde van het jaar meer invulling aan te kunnen geven. ■

HAN DIEPERINK IS CHIEF INVESTMENT OFFICER BIJ RABOBANK.



**'GELET OP HET
VERSCHIL TUSSEN
WAARDE EN GROEI
OVERWEGEN WE
WAARDE GERICHT'**

LAND VAN DE RIJZENDE ZON

Frédéric Rollin is beleggingsstrateeg bij Pictet Asset Management. Hij focust in deze editie van 'de favoriete grafieken van...' op Japan, het potentieel van Amerikaans vastgoed en de cyberbeveiliging.

FRÉDÉRIC ROLLIN

Frédéric Rollin is beleggingsstrateeg van Pictet Asset Management. Voor zijn overstap in 2011 werkte hij als hoofd beleggingen van Novalis Taitbout en was hij actief als obligatiebelegger bij BNP Gestion en JPMorgan Asset Management. Van 2007 tot en 2009 is hij actief geweest als hoofd Fixed Income Portfolio Management bij Robeco.



'JAPAN LAAT DE LANGE PERIODE VAN DEFLATIE NU MET SUCCES ACHTER ZICH'

Japan laat deflatie achter zich

Nadat de speculatieve zeepbel van de jaren tachtig klapte, richtten de Japanse bedrijven en huishoudens zich vooral op het aflossen van hun schulden. Omdat dit leidde tot lage investeringen en een lage consumptie, kwam het land in een deflatiespiraal terecht. Dit proces loopt nu ten einde: de prijzen en lonen beginnen te stijgen. Ook de fusie- en overnameactiviteit neemt weer toe. Nog belangrijker, sinds 2011 stijgt het volume van de aan de economie verstrekte kredieten. Japan laat deflatie achter zich.

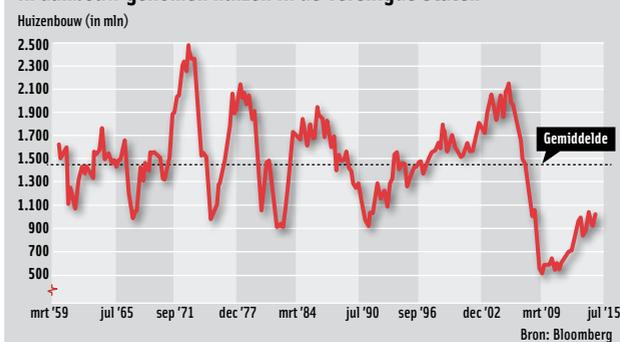
Ontwikkeling van kredietverstrekking door banken



Potentieel Amerikaanse vastgoedmarkt

Een miljoen woningen per jaar in de Verenigde Staten. Dat is tweemaal zo veel als in 2008, maar het is nog steeds weinig; het gemiddelde over de afgelopen veertig jaar ligt rond de 1,5 miljoen, dus 50% meer. Ondertussen zijn de prijzen betaalbaar, zijn de banken in een goede conditie, daalt de werkloosheid en is de rente laag. Alles is voorhanden voor een solide herstel van de Amerikaanse vastgoedmarkt. Bedrijven die gevoelig zijn voor deze sector kunnen het dus goed doen op de beurs.

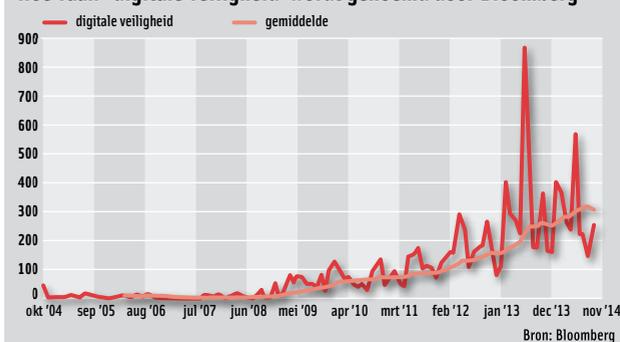
In aanbouw genomen huizen in de Verenigde Staten



Beveiliging: sterke trend

Drie factoren stimuleren de vraag naar beveiligingsproducten: verstedelijking, strengere regelgeving en technologische innovatie. In het bijzonder cyberbeveiliging blijft waarschijnlijk aandacht trekken. Er gaat geen maand voorbij of er is spectaculair nieuws over hacking: vandaag computers, tablets, smartphones en de cloud, morgen onderling gekoppelde apparaten, brillen, kleding, koelkasten. Deze bieden weer nieuwe kansen om onze bankrekening te hacken en ook voor bedrijven die antivirusmaatregelen aanbieden. ■

Hoe vaak 'digitale veiligheid' wordt genoemd door Bloomberg



DENK ANDERS OVER RISICO: CARMIGNAC GLOBAL BOND



Obligatiebeleggers over de hele wereld worden momenteel geconfronteerd met een complex risicoklimaat: **het kredietrisico**, dat voorheen werd gezien als een typisch fenomeen van de opkomende landen. Dit risico is sinds de staatsschuldencrisis van 2010 een belangrijke factor in analyses van Europese staatsobligaties. **Het renterisico** stijgt wereldwijd door de vrees dat het einde van de dertigjarige bullmarkt voor Amerikaans staatspapier nadert. **Het valutarisico en de volatiliteit** blijven hoog in een context waarin tien jaar van economische onevenwichtigheden zich volop laten voelen in de internationale economie.

Complexe situaties bieden echter ook kansen. Carmignac Global Bond heeft beleggers in de afgelopen vijf jaar geholpen om die kansen te benutten. Het fonds is niet gebonden aan geografische beperkingen, houdt de risico's strikt onder controle en heeft de flexibiliteit om een negatieve modified duration te implementeren, waardoor het op de huidige obligatiemarkten een aantrekkelijk alternatief vormt. Denk anders over risico: Carmignac Global Bond.



Jaarlijks rendement	3 jaar	5 Jaar
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	5,68%	5,18%
Referentiele-indicator ¹	1,49%	4,94%
¹ JP Morgan Government Bond (EUR)		

Meer informatie over Carmignac Portfolio Global Bond is te vinden op onze website www.carmignac.nl



*Risicoschaal van 1 (laagste risico) tot en met 7 (hoogste risico). Risicocategorie 1 betekent niet dat een belegging risicoloos is. Deze indicator kan in de loop van de tijd veranderen. Bron: Carmignac Gestion 30/09/2014. Carmignac Global Bond is een compartiment van de Luxemburgse SICAV Carmignac Portfolio. De ICBE biedt geen kapitaalgarantie en de aanbevolen minimale beleggingstermijn is 2 jaar. In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicatie voor de toekomst. Bovenstaande gegevens hebben betrekking op het deelbewijs F Eur Acc. Deze cijfers worden berekend na aftrek van commissies en kosten. De risico's en kosten staan beschreven in het EBI-document (essentiële beleggersinformatie). Het prospectus, het EBI-document en de jaarverslagen van het fonds zijn te vinden op de website www.carmignac.nl of kunnen worden aangevraagd bij de beheermaatschappij. De belegger dient over het EBI-document te beschikken voordat hij op het fonds inschrijft.

TECHNOLOGIEREVOLUTIE WERPT SLAGSCHADUW OVER OLIEFONDSEN

KLIMAATVERANDERING IS NU ECONOMISCHE STIMULANS VOOR INNOVATIE

Aandelen van grote oliebedrijven zoals Shell zijn al decennia de spreekwoordelijke hoeksteen van veel beleggingsportefeuilles. Maar met een ophanden zijnde energierevolutie is de vraag: voor hoe lang nog?

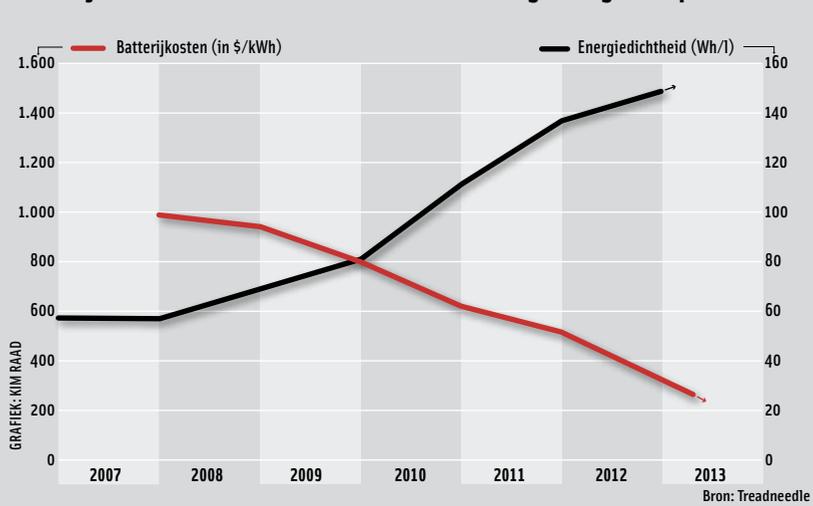
TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De eerste industriële revolutie vond plaats na de uitvinding van de stoommachine. De tweede industriële revolutie kan worden toegeschreven aan de verbrandingsmotor en aan elektrische communicatiemiddelen. Inmiddels staat de wereld aan de vooravond van weer een nieuw tijdperk, betoogt milieuactivist en politiek adviseur Jeremy Rifkin in zijn bestseller 'The Third Industrial Revolution'

Ditmaal is het de opkomst van duurzaam opgewekte energie in combinatie met internettechnologie die de wereld zal veranderen en de stagnerende wereldeconomie van een sterke impuls zal voorzien.

In de toekomst zullen mensen en bedrijven hun eigen groene energie produceren en dat met elkaar delen via het 'energie-internet', voorspelt Rifkin. Als het aanbod de vraag overstijgt, wordt het overschot tijdelijk opgeslagen in de vorm van waterstof. Verspilling is daardoor nog slechts een herin-

Batterijen voor elektrische auto's steeds krachtiger en goedkoper



nering aan het verleden. Vooral de transportsector zal dankzij batterij- en de brandstofceltechnologie een grote transformatie ondergaan.

De huidige wereldeconomie die draait op olie en andere fossiele brandstoffen loopt ondertussen op zijn laatste benen, aldus Rifkin.

De derde industriële revolutie is bij Rolinco, het wereldwijde trendfonds van Robeco, al een belangrijk beleggingsthema. Fondsbeheerder Henk Grootveld belegt daarbij in bedrijven die de industriële revolutie mogelijk maken, zoals Keyence, een Japanse on-

derneming die sensoren maakt.

Het Noorse staatsfonds, het grootste ter wereld, overweegt ondertussen al zijn beleggingen in olie-, gas- en steenkolenbedrijven – zo'n 10% van de

'DE SCHAAL, DE OMVANG EN DE SNELHEID VAN DE VERANDERING ZIJN ONGEKEND'

portefeuille – te verkopen. Doen beleggers er verstandig aan om hetzelfde te doen?

Autobatterijen

Olie staat vol in de belangstelling van beleggers sinds de prijzen deze zomer in een glijvlucht zijn beland. Dit is het gevolg een sterke toename van de productie in Libië en de VS, terwijl de vraag naar olie minder snel groeit dan verwacht. Door de verdeeldheid binnen het oliekartel OPEC over de vraag of het de productie moet verlagen, is het moeilijk te zeggen of er op korte termijn herstel zal optreden. Voor de langere termijn echter lijkt olie als belegging aan aantrekkelijkheid te hebben ingeboet.

Dat heeft alles te maken met de technologische vooruitgang. 'De schaal, omvang en snelheid van technologische ontwikkelingen zijn ongekend', zegt David Donora, hoofd grondstoffen bij Threadneedle Investments. 'Dit zal alleen maar verder toenemen.'

Een goed voorbeeld vindt hij de ontwikkeling van batterijen voor een P(H)EV, de afkorting voor een elektrische auto, ofwel 'plug-in (hybrid) electric vehicle'. De productiekosten van

autobatterijen dalen gestaag, terwijl de capaciteit steeds groter wordt. 'De batterij kan inmiddels bijna concurreren met de brandstofmotor. Je ziet nu dan ook al de verkoop van elektrische auto's exponentieel groeien.'

De prijsdaling wordt nog eens versneld door het opschalen van de productie, zegt Donora. Tesla heeft aangekondigd met Panasonic 's werelds eerste 'gigafabriek' voor batterijen te zullen bouwen in Nevada. Ook onder meer Samsung SDI, Toshiba en LG Chem hebben soortgelijke plannen.

De Zwitserse bank UBS schat dat autobatterijen tegen 2020 de helft goedkoper zullen zijn en dat één op de tien nieuw verkochte auto's een elektrische is.

Mogelijk dat die voorspelling eerder uitkomt dankzij een begin deze maand gepresenteerde batterij van Qichao Hu, oprichter van SolidEnergy, en hoogleraar Donald Sadoway van het prestigieuze Massachusetts Institute of Technology. Zij claimen dat hun lithiumbatterij de actieradius verdrievoudigt, terwijl de productiekosten 'significant' lager zijn.

Overigens zal de elektrische auto moeten gaan opboksen tegen de waterstofauto, waarvan het Japanse Toyota volgend jaar de eerste op de markt brengt.

Technologische ontwikkelingen staan ook aan de basis van de opmars van duurzaam geproduceerde energie. Citibank verklaarde eerder dit jaar dat 'het tijdperk van de duurzame energie' is begonnen. In sommige regio's in de VS kan duurzame energie al concurreren met conventioneel geproduceerde energie. Aan het eind van dit decennium, zo schat de Amerikaanse bank, zal zonne-energie zelfs onder de prijs van het in de VS in overvloed aanwezige en daarom spotgoedkope aardgas duiken.

Citi beschouwt aardgas – dat in toenemende mate steenkool vervangt voor de opwekking van energie en aandelen van bedrijven als Peabody Energy Corporation naar dieptepunten stuurt – dan ook slechts als een 'overgangs-



ZONNEPANELEN IN CALIFORNIA'S MOJAVE DESERT. FOTO: CORBIS

brandstof' om uiteindelijk te worden ingehaald door duurzame energie.

Schaliereductie

Ook hier worden met enige regelmaat (en met veel tamtam) grote technologische doorbraken gemeld. IBM bijvoorbeeld meldde vorig jaar dat het 80% van de zonnestrallen kan omzetten in energie, vier keer zoveel als met de huidige technologie mogelijk is.

Dan worden grote oliebedrijven als ExxonMobil, BP en Shell nog bedreigd vanuit een geheel andere hoek, namelijk met betrekking tot de winning van olie uit schaliegesteentes in de VS, waarin ze nauwelijks actief zijn of zich met wisselend succes hebben ingekocht. Door de sterk gedaalde gasprijzen is de focus daar de afgelopen paar jaar verschoven naar het opboren van olie (vaak met gas als 'bijproduct'), waardoor de olieproductie in het land inmiddels terug is op het hoogste niveau sinds 1970.

De nu nog controversiële technologie wordt snel schoner en efficiënter, waardoor het volgens Donora niet meer dan vijf jaar zal duren voordat het hydraulisch 'fracken' in combinatie met horizontaal boren zijn weg vindt naar andere landen. Het potentieel is daarbij gigantisch: volgens schattingen zou er op de wereld tot wel negen keer zoveel schalieolie in de grond zitten als er in conventionele oliebronnen nog aanwezig is. Meer aanbod zet druk op de prijzen, terwijl de investeringskosten voor conventionele oliewinning toenemen.

'De mondiale beweging van fossiele brandstoffen richting schone energie is onomkeerbaar. Vanuit dat perspectief staan de olie- en gasbedrijven zeker onder druk', zegt Marc van Loo, senior beleggingsanalist en verantwoordelijk voor onder meer de energiemarkt bij ING Investment Management. 'Niet alleen vanuit de langetermijnvraagkant naar olie en gas, maar ook in toenemende mate vanuit de beleggerswereld. De huidige "stranded asset"-discussie (het vroegtijdig afschrijven op met name dure olieprojecten) heeft dit dilemma bij beleggers zeer prominent op de kaart gezet.'

Broeikasewffect

Grote vraag is volgens hem hoe snel deze transitie richting schone energie zich kan voltrekken. 'Dit zal voornamelijk afhangen van overheidsbeleid en technologische innovaties, die beide moeilijk zijn in te schatten.'

Van grote invloed op het beleid van overheden wereldwijd zou de onlangs verschenen studie, de grootste ooit, naar klimaatverandering kunnen zijn. Daarin waarschuwen de Verenigde

Naties dat er geen tijd te verliezen is met het terugdringen van de uitstoot van broeikasgassen als gevolg van de verbranding van fossiele brandstoffen. De schade die het te snel opwarmen van de aarde veroorzaakt is anders niet te overzien, stellen de wetenschappers.

Maar zelfs in een optimistisch scenario voor duurzame energie zullen olie en gas voorlopig een belangrijke rol blijven vervullen in de wereldwijde energiemix, verwacht de ING-analist, mede doordat gas marktaandeel kan winnen van steenkool. 'Daarnaast is de verwachting dat de absolute vraag naar energie zal blijven groeien, wat betekent dat zelfs bij een lager marktaandeel van olie en gas in de energiemix, de absolute vraag naar olie en gas kan blijven groeien. Dit maakt dat de grote olie- en gasbedrijven een relevante factor zullen blijven binnen de energiemarkt voor de komende decennia.'

Voor beleggers zullen vooral de aantrekkelijke dividendrendementen (op dit moment 5-6%) van de grote Europese olie- en gasbedrijven hun aantrekkingskracht behouden, 'zeker met de voortdurende trend naar de zoektocht naar inkomen' Van Loo: 'Mocht de olieprijs voor langere tijd onder druk komen te staan, dan zullen managementteams eerst het investeringsniveau verlagen en pas in een uiterst scenario het dividend. Shell heeft echter sinds 1945 zijn dividend niet verlaagd, Total niet sinds 1981.'

'OLIE- EN GASFONDSEN BLIJVEN IN TREK VANWEGE DIVIDEND'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

WIJ ZIJN

Uniek in onze missie om het vermogen van onze klanten te beschermen en te laten groeien.

PIMCO

Elke dag is ons werk gericht op één ding: het beschermen en laten groeien van beleggingen en pensioeninvesteringen voor miljoenen mensen over de hele wereld. Wij begrijpen wat dat betekent. Die belofte aan onze klanten definieert wie wij zijn.



2400+
Medewerkers
wereldwijd



250+
Portefeuille-
beheiders



13
Kantoren
wereldwijd



1
Beproefd beleg-
gingsproces

PIMCO® | Your Global Investment Authority™

ALTERNATIVES. BONDS. COMMODITIES. EQUITIES.

nl.pimco.com

A company of Allianz

©2014, PIMCO.

MISSER VAN HET JAAR

Benchmarkers



De sterker wordende Amerikaanse dollar kan niet verhinderen dat grondstoffen de teleurstellende beleggingscategorie van 2014 zijn. Vastgoed, emerging market debt en Amerikaanse aandelen steken er duidelijk boven uit en ondanks negatieve opinies voor obligaties, zijn er toch goede rendementen te behalen.

Asset classes

Aandelen, obligaties, vastgoed, grondstoffen en valuta

MSCI AC World Index Daily Net	16,40%
JPM Global Aggregate Bond Index	11,78%
FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	24,55%
S&P GSCI Index Spot Index	-15,18%
USD-EUR X-RATE	

Regio's

VS - Europa - Japan - Azië exclusief Japan - Opkomende markten

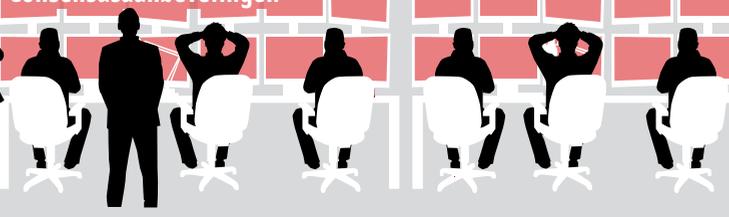
MSCI USA EUR	22,92%
MSCI EUROPE	5,13%
HSBC MSCI JAPAN INAV EUR	7,18%
MSCI Asia Pacific xJP Eur	18,93%
MSCI Emerging Markets Daily Ne	12,04%

Credits

Staatspapier, inflatielinkers, bedrijfsobligaties, high yield

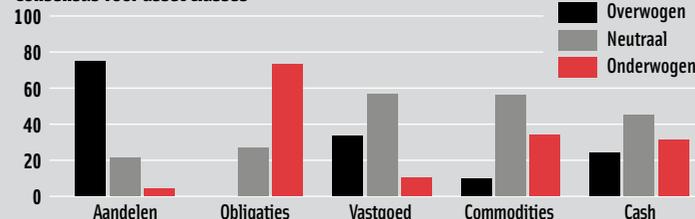
IBOXX OA PR	6,35%
IBOXX Global Inflation-Linked	7,71%
IBOXX CRP OA PR	4,42%
IBOXX Iboxx Eur High Yield Core Tmt	3,99%
JPMorgan EMBI Diversified	21,07%

Consensusaanbevelingen

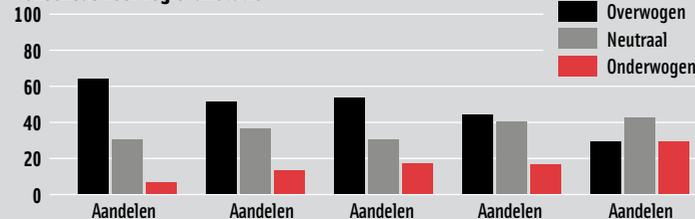


Aandelen blijven onverminderd het meest aantrekkelijk, waarbij vooral de regio's Amerika, Japan en Europa de voorkeur hebben. Bij de aanbevelingen voor staatsleningen zijn de eerste twee partijen opgestaan die deze categorie verhoogden naar 'overwogen'. Binnen de categorie obligaties zijn high yield en emerging market debt het meest aantrekkelijk.

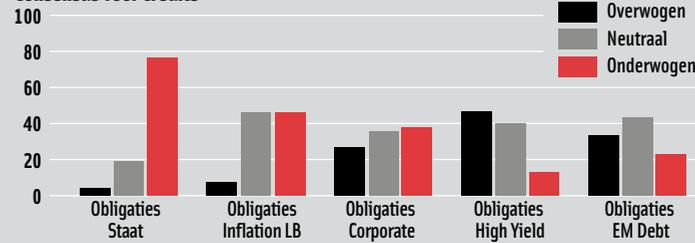
Consensus voor asset classes



Consensus voor regio-allocatie

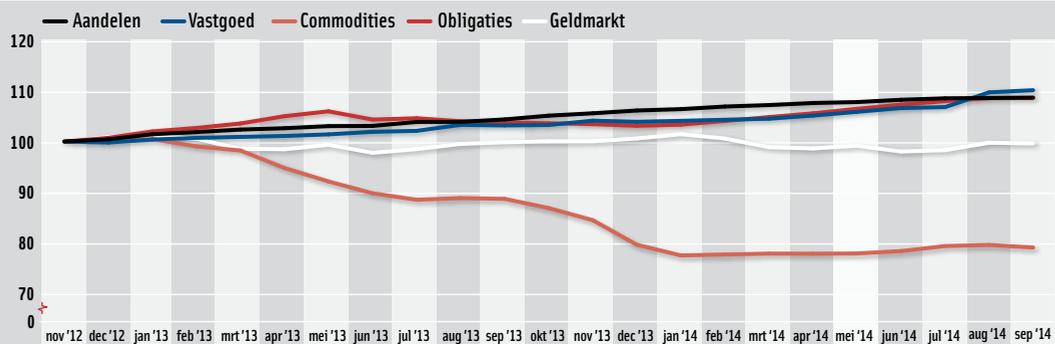


Consensus voor credits



In- en uitstroom

Vastgoed heeft relatief de grootste instroom dit jaar, maar ook bij aandelen en obligaties is de instroom te zien. Geldmarktfondsen zijn in evenwicht bij de aan- en verkopen. Grondstoffen hebben een slechte performance in 2014, en wellicht daardoor ook de meeste uitstroom te verwachten.



Bron: Alpha Research

ASSET-ALLOCATIEDASHBOARD

RENTE BLIJFT LAAG

De huidige lage economische groei en inflatie brengen volgens het economische boekje de rente op een historisch laag niveau. En dat duurt langer dan menig professional had gedacht. Dit jaar staan Europese staatsleningen op +12,56%. Wie had dit begin 2014 verwacht?

Fondshuizen lijken het aandelenbelang voorzichtig aan iets te neutraliseren. Hoewel tijdens de asset-allocationpoll van eind oktober nog steeds 74,5% aangaf 'overwogen' te zijn, is dit het laagste percentage sinds mei dit jaar. Bij de aandelenregio-allocation is Amerika aantrekkelijker geworden dan Europa en door de sterker wordende dollar is deze regio ook de best renderende. De consensus van de 52 assetmanagers blijft 'overwogen' voor Europa, maar elke andere regio rendeert beter.

De dollar geeft obligaties uit opkomende markten de wind in de rug, maar risico nemen wordt niet altijd beloond. Ondanks het predikaat 'neutraal' voor bedrijfsobligaties is het rendement erg bescheiden. Het hele jaar is high yield de meest favoriete categorie, maar het risicovolle karakter van deze leningen is niet beloond in 2014. Opvallend is dat staatsobligaties wel een mooi rendement scoren. Dat geen enkele partij gedurende 2014 de aanbeveling 'overwogen' voor staatsleningen had, is de misser van het jaar. Deze maand hebben echter twee van de 52 fondshuizen de aanbeveling voor staatsobligaties verhoogd naar 'overwogen'. Argument: het positieve (stimulerings)beleid van centrale banken.

High yield heeft sinds juni met significante verkopen te maken, terwijl schuld papier wel instroom krijgt. Europese aandelen hebben het afgelopen kwartaal te maken met significante uitstroom, daar waar aandelen als groep nog steeds instroom zien. Dat het geld in deze lagerenteomgeving hoofdzakelijk naar risicovolle beleggingen stroomt, is begrijpelijk.

EELCO UBBELS IS OPRICHTER EN DIRECTEUR VAN ALPHA RESEARCH.



Echt *flexibel* beleggen in vastrentende waarden.

Traditionele obligatiefondsen zijn meestal gebonden aan een bepaalde benchmark. De mogelijkheden voor portefeuillemanagers om in te spelen op veranderende marktomstandigheden zijn in dat geval beperkt. Het kan hierdoor voorkomen dat zij gedwongen zijn om te beleggen in markten of sectoren waar zij geen positieve rendementen verwachten, enkel en alleen omdat zij onderdeel uitmaken van de benchmark.



Kevin Zhao
Managing Director
21 jaar beleggingservaring



Simon Foster
Managing Director
16 jaar beleggingservaring

Kevin, wat zijn de voordelen van jullie strategie in de huidige marktomstandigheden?

Het UBS Global Dynamic Fund volgt een zogenaamde 'unconstrained' beleggingsstrategie. Zo'n strategie wordt gekenmerkt door de mogelijkheid om dynamisch te beleggen in wereldwijde markten voor vastrentende waarden en valuta's. Hierdoor kan er op middellange termijn een beter rendement behaald worden dan met breed geörienteerde obligatie benchmarks, zonder daarbij de risico's uit het oog te verliezen.

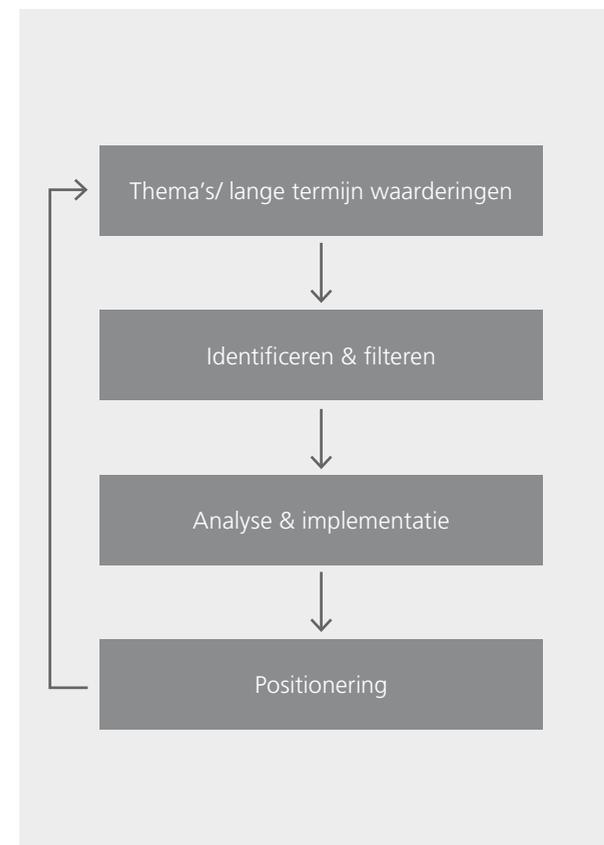
Om dat te realiseren neemt het fonds actief posities in overheidsobligaties, bedrijfsobligaties en valuta's en kan daarbij indien gewenst gebruik maken van derivaten. Daarbij zal altijd een netto long-positie en positieve duration voor de portefeuille als geheel worden aangehouden.

"Een belangrijk voordeel van onze benadering is een benchmark-agnostische strategie die flexibiliteit biedt om op een opportunistische

wijze te beleggen in het wereldwijde universum van vastrentende markten. Het voordeel hiervan is dat we, voor een positief rendement, veel minder afhankelijk zijn van positieve koersbewegingen op deze markten maar veel meer van actief portefeuillemanagement. Bij veranderende marktomstandigheden kunnen we actief onze posities wijzigen om ons beter te positioneren voor het leveren van positieve resultaten."

In welke marktomstandigheden komt een unconstrained-strategie het beste tot zijn recht?

"De grote flexibiliteit stelt zo'n strategie in staat om beter in te spelen op veranderende marktomstandigheden ook in het geval van stijgende rentes. Er is dus niet één specifiek beleggingsklimaat waarin de strategie het beste uit zou komen." Het UBS Global Dynamic wordt beheerd met een verwachte volatiliteit van 4-6% per jaar op de middellange termijn, maar periodes met een negatief rendement kunnen voorkomen.





Beleggingsproces UBS Global Dynamic Bond

- Vaststellen van thema's/ lange termijn waarden:** continue monitoren we het wereldwijde beleggingsklimaat, met speciale focus op de volgende onderdelen: positie economische cyclus, economische indicatoren, inflatiedruk, beleidsrespons en marktwaardering.
- Identificeren en filteren:** hierbinnen identificeren we de kansen. Deze worden grondig geanalyseerd en gefilterd op basis van het risico-rendementsprofiel. De beste ideeën worden geselecteerd voor nader onderzoek.
- Analyse en implementatie:** met behulp van kwantitatieve en kwalitatieve technieken bepalen we vervolgens het instapniveau, de stop-losslimieten en de transactieomvang.
- Portefeuillesamenstelling en risicobeheer:** Op basis hiervan stellen we de gediversifieerde portefeuilles samen. We bewaken de portefeuillerisico's zorgvuldig, middels stress testing en met speciale aandacht voor de staartrisico's en een strikt stop-loss management.

Ga voor meer informatie over UBS Global Dynamic Bond naar www.ubs.com/fondsen

Netto exposure¹

Interest rates

Totale duration	0 tot 10 jaar
-----------------	---------------

Credit

Investment grade bonds ²	50% to 100%	} Samen max. 50%
Emerging market bonds	25% max.	
High-yield bonds	25% max.	
Securitized bonds	30% max.	
Convertible bonds	10% max.	

Valuta's

Andere valuta's dan USD ³	40% max.
--------------------------------------	----------

¹ Verwachte bruto exposure ongeveer 200%

² Overheids- en bedrijfsobligaties

³ Van dit fonds is tevens een Euro Hedged aandelenklasse beschikbaar

UBS (Lux) Bond SICAV – Global Dynamic (USD) (EUR hedged) Q-dist
LU1109640307



STELLING: PASSIEF BELEGGEN

PRO

‘Indextrackers zijn waarde vrij en staan op gespannen voet met de bewuste ethische keuzes die wij willen maken’, stelt Albert van Zadelhoff.

TEKST ALBERT VAN ZADELHOFF

Onlangs publiceerde Eurosif zijn jaarlijkse European Sustainable and Responsible Investment Study. Conclusie is dat duurzame beleggingsstrategieën veel harder groeien dan de beleggingsmarkt als geheel. In deze markt dienen zich nieuwe producten aan zoals trackers op een duurzame index. Voorbeelden hiervan zijn de trackers op de Dow Jones Sustainability Indices en Think Sustainable World. Duurzame trackers kenmerken zich door lagere kosten dan duurzame beleggingsfondsen. Op het eerste gezicht misschien interessant voor retailbeleggers. Maar de hamvraag is natuurlijk of duurzaam beleggen via trackers überhaupt in het belang is van duurzame beleggers. Zij willen met hun beleggingen immers een tweeledig doel bereiken: financieel én maatschappelijk rendement? Vanwege hun – per definitie – passieve houding jegens ondernemingen geven duurzame

trackers echter geen impulsen voor beide vormen van rendement. Alleen daarom al zijn trackers dus ondergeschikt aan beleggingsvormen die wel een actieve dialoog met bedrijven aangaan. En juist deze actieve dialoog maakt het verschil! Immers, een ‘duurzaam bedrijf’ bestaat eigenlijk niet. Duurzame bedrijfsvoering is een beweging, een andere mentaliteit, waarbij meerdere belanghebbenden samenwerken om de duurzame prestaties te verbeteren. Inspannend werk dus en het momentum hiervoor wordt geleverd door de actieve en levende verbinding tussen belegger en bedrijf. In een studie van de VN onder 380 grotere beursfondsen gaf meer dan de helft van de ceo’s aan dat vooral actieve duurzame aandeelhouders hen motiveren om de duurzame prestaties te verbeteren. Van beleggers in trackers merken die ceo’s echter niets en dat is zonde. Drie van de vier ceo’s klagen erover dat een gebrek aan erkenning door beleggers de duurzame beweging in hun bedrijf schaadt.

Daarnaast is er nog iets interessants

‘DE PASSIEVE BELEGGER FOCUST OP KOSTEN, MAAR WIJ FOCUSSEN OP DE DIALOOG’

aan de hand. Wetenschappelijk bewijs stapelt zich op dat duurzame bedrijven niet-duurzame concurrenten outperformen, in gerapporteerde winst én op de beurs. Positieve selectie van duurzame bedrijven levert dus extra rendement op. Natuurlijk profiteren ook duurzame trackers hiervan, ondanks dat zij niet direct bijdragen aan de verduurzaming van het bedrijfsleven. Wat duurzame trackers echter moeilijker kunnen vangen is het extra rendement dat een succesvolle dialoog met bedrijven volgens Wharton University oplevert. Bedrijven die hun duurzame performance versnellen, realiseren in het jaar dat zij die beweging in gang zetten een extra financieel rendement van 4%! Een dialoog met bedrijven levert dus aantoonbaar resultaat op – ook maatschappelijk.

Beleggers in duurzame trackers moeten daarom beseffen dat het laten varen van een actieve rol als eigenaar consequenties heeft: een rendementsimpuls verdwijnt en bestuurders missen een stimulans om hun duurzame inspanningen te vergroten. Het is dus doodzonde dat duurzame beleggers in trackers hun invloed ‘verkoopen’ en duurzame eigenaren die wel investeren in een dialoog het inspannende werk laten opknappen. Troost is wel dat hun zweetdruppels zeer bevredigende resultaten opleveren. ■

ALBERT VAN ZADELHOFF IS DIRECTEUR PRIVATE BANKING VAN TRIODOS BANK.

IS NIET ETHISCH

CONTRA

‘Onzin, wij zitten altijd bij beursfondsen aan tafel – voor de eeuwigheid. En behartigen daar de belangen van alle beleggers’, countert Glenn Booraem.

TEKST GLENN BOORAEM

Indexbeleggers zijn helemaal niet waarde vrij – integendeel, zou ik zeggen. Bij Vanguard beheren we \$ 3.000 mrd. Twee derde daarvan is in passieve fondsen en oplossingen. We beleggen in maar liefst vierduizend bedrijven in de Verenigde Staten en in zeventien duizend bedrijven in de rest van de wereld. Het klopt dat we die bedrijven niet selecteren. Het zijn bedrijven die in een index zijn opgenomen waarin wij beleggen. Maar daarmee zijn we wel mede-eigenaar van die beursfondsen. Wij zijn actief betrokken bij die bedrijven. Dat onderstreept dat passieve beleggers niet noodzakelijkerwijs passieve eigenaars zijn.

Nog belangrijker: we zitten er in voor de langere termijn. We stappen er niet uit zolang die bedrijven in de index zijn opgenomen. Onze betrokkenheid bij de bedrijven manifesteert zich in de eerste plaats door ‘proxy voting’, stemmen op afstand. Dat doen we principieel voor alle 11.000 beursfondsen waarin we aandelen bezitten.

Uitgangspunt bij proxy voting zijn de beginselen en de procedures die Vanguard heeft geformuleerd. De belangrijkste is dat wij besluiten steunen, als ook aan te stellen bestuurders steunen die de creatie van langetermijnwaarde

voor alle beleggers nastreven. Dat past bij ons kerndoel: opkomen voor alle beleggers en ze de beste kans op beleggingssucces te bieden.

Wij blijven in gesprek

Echter, proxy voting beperkt soms complexe zaken tot een binaire keuze – je bent voor of tegen een bepaald voorstel. Wij bereiken vaak evenveel – zo niet meer – door een dialoog met de betrokken ondernemingen aan te gaan. Wij denken het meest effectief te zijn als we onze boodschap rechtstreeks overbrengen aan bedrijven waar wij veranderingen nodig achten.

In het afgelopen jaar hebben we dat in zo’n achthonderd gevallen gedaan. Het kan dan gaan om zaken als ‘hiring & firing’ en de beloning van bestuurders. Ook kijken we bijvoorbeeld of bestuurders die in de ‘board’ benoemd worden voldoende onafhankelijk zijn, relevante marktexpertise meebrengen en of er sprake is van voldoende diversiteit in de raad van bestuur.

Het is waar dat het vaak niet om

‘WIJ ZIJN PASSIEVE BELEGGERS, MAAR WIJ ZIJN NIET PER SE PASSIEVE EIGENAREN’

‘one size fits all’-benadering gaat. Zo is er in de Verenigde Staten nu al een aantal jaren een verwoede discussie gaande over de beloning van topbestuurders. Hoewel de situaties sterk kunnen verschillen, proberen we altijd op basis van onze bedrijfsbeginselen te handelen.

Wij geloven dus in een directe dialoog waar dat nodig is. Daarbij streven wij naar gemeenschappelijke opvattingen en benaderingswijzen. Soms zijn we het oneens, maar we stappen dan niet uit het bedrijf. Dat kan ook niet, omdat we nu eenmaal indexbeleggers zijn. Als je geen aandeelhouder zou zijn, zou je ook niets te zeggen hebben. Dat geldt niet voor ons, wij zitten altijd aan tafel – voor de eeuwigheid, om het maar zo uit te drukken. We blijven altijd in gesprek, onder alle omstandigheden.

Door dat commitment wordt er in de praktijk naar onze opvattingen geluisterd. Daar profiteren niet alleen wij, maar vanwege onze omvang alle beleggers van. Steeds meer, denk ik, en dat komt omdat beursfondsen steeds ontvankelijker worden voor de opvattingen van langetermijnbeleggers, als ook voor het idee van engagement.’

GLENN BOORAEM WERKT VOOR VANGUARD EN IS VERANTWOORDELIJK VOOR HET CORPORATE GOVERNANCE-BELEID.



VELEN DINGEN NAAR DE HAND VAN DE KLANT

VERMOGENSBEHEERMARKT IN KAART GEBRACHT

Standaardisatie van dienstverlening biedt onafhankelijke partijen kansen, maar strenger toezicht en wet- en regelgeving frustreren de groei ook.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Steeds meer klanten van grootbanken zijn de toenemende standaardisatie zat, zeggen onafhankelijke vermogensbeheerders en dus is er volgens hen ruimte voor groei en nieuwkomers op de markt.

Aan de andere kant neemt ook de regeldruk toe en ziet toezichthouder Autoriteit Financiële Markten (AFM) steeds nadrukkelijker toe op de kwaliteit van het advies en het beleggingsbeleid van vermogensbeheerders. Al een aantal jaren wordt daarom een consolidatieslag verwacht, die steeds maar niet echt van de grond komt.

De AFM zegt de laatste tijd 'een heel lichte toename' te zien: 'Er zijn veel gesprekken, maar nog weinig concrete stappen. Verschillen in beleggingsbeleid zijn vaak heikele punten. Partijen willen graag hun eigen identiteit bewaren.'

Fondsnieuws dook in het register van de AFM om te zien welke beleggingsondernemingen de laatste tijd nieuwe vergunningen hebben gekregen voor het verrichten van individu-

eel vermogensbeheer of het geven van beleggingsadvies. Ook werd gekeken van welke partijen de vergunningen de laatste tijd zijn beëindigd.

New kids on the block

In de eerste tien maanden van dit jaar hebben zeven partijen nieuwe vergunningen gekregen voor advies én individueel vermogensbeheer. Daarnaast verstrekte toezichthouder AFM nog één pure beheervergunning en negen pure adviesvergunningen.

Onder de partijen met een nieuwe advies- en beheervergunning is een aantal oude bekenden, maar ook vier nieuwe partijen: Alpha Capital uit Eindhoven, LG Partners uit Sint-Michiëlsgestel, Efidenz Capital Management uit Rotterdam en STEED uit Maastricht.

Alpha Capital is een nieuwe vermogensbeheerder opgericht door drie

'MET ADVIES STA JE IN ECHT CONTACT MET JE KLANT EN SPEEL JE BETER OP ZIJN WENSEN IN'

voormalige Van Lanschot-bankiers: Ben Labohm, Ortwin Linders en Dennis Richter.

LG Partners is deze zomer opgericht door Leo Lueb en Geert Vinken. Zij gaan binnenkort van start. Efidenz is het bedrijf van Frank Alexander, Erwin Blokland en Ron van Zwienen, drie voormalige Schretlen-adviseurs. Ze houden kantoor tegenover Rotterdam Airport.

STEED is vorig jaar opgericht door Richard Bessis en Vincent De Praet. De andere nieuwe beheer- én adviesvergunningen zijn voor SNS Securities, dat zijn bankvergunning inruilde voor een vergunning als beleggingsonderneming, Double Dividend Management (voortgekomen uit een fusie tussen Double Dividend en Activ Investor eerder dit jaar), Dasy Managed Accounts en APG Asset Management.

Dasy Managed Accounts is een zusteronderneming van Dasy Investment Strategies, dat ontstaan is na een splitsing van Cyrte Investments, dat ooit begon als beheerder van het privévermogen van John de Mol, maar later eigendom werd van Delta Lloyd. Dasy richt zich op een selecte groep grote professionele beleggers. Aan deze beleggers wil het bedrijf naast de huidige alternatieve fondsen nu ook managed accounts gaan aanbieden,

NIEUWE EN BEËINDIGDE AFM-VERGUNNINGEN VOOR

Nieuw in 2014:

LG Partners (b)
 SNS Securities (b, a)
 Dasy Managed Accounts (b, a)
 Alpha Capital (b, a)
 Double Dividend Management (b, a)
 Efidenz Capital Management (b, a)
 APG Asset Management (b, a)
 STEED Capital (b, a)
 Evolf (a)
 SVP Agency Execution Service (a)
 Grontmij Capital Consultants (a)
 Aon Hewitt Risk & Financial Management (a)
 Van Hemmen Investment Services (a)
 Almazara (a)
 Julius Baer (Netherlands) (a)
 De BeleggingsConsulent (a)
 Ortec Finance Investment Consulting (a)

Beëindigd in 2014:

ASR Nederland Beleggingsbeheer (b)
 ACTIAM (b, a)
 AEGON Investment Management (b, a)
 APG Investment Services (b, a)
 Asset Enhancement Group (b, a)
 BNG Vermogensbeheer (b, a)
 De Veste Vermogensbeheer (b, a)
 Delta Lloyd Asset Management (b, a)
 Double Dividend (b, a)
 DoubleDividend Management (b, a)
 Goris en Ladru Vermogensbeheer (b, a)
 IMC Asset Management (b, a)
 Keijser Capital (b, a)
 Kempen Capital Management (b, a)
 Optimix Vermogensbeheer (b, a)
 Persist Global Wealth Management (b, a)
 PGGM Vermogensbeheer (b, a)
 Robeco Institutional Asset Management (b, a)
 Shell Asset Management Company (b, a)
 Teslin Capital Management (b, a)
 Tielkemeijer & Partners Vermogensbeheer (b, a)
 TKP Investments (b, a)
 Transtrend (b, a)
 TRUSTUS Capital Management (b, a)
 ING AM Interfinance Services (a)
 The Alliance Partnership Netherlands (a)
 Robeco Securities Lending (a)
 Robeco Direct (a)
 Van Eck Securities Corporation (a)

Nieuw in 2013:

Clavis Familij Office (b, a)
 Ownership Capital (b, a)
 Farringdon Netherlands (b, a)
 Waerdeveld (b, a)
 Finquiddity Vermogensbeheer (b, a)
 SJS Markets (a)
 Robeco Direct (a)
 Frog Capital Management (a)
 XS Investments (a)
 ILFA Finance Monitor (a)
 Kleynen Derivatives (a)

Beëindigd in 2013:

Birch Caring Capital (b)
 RVO Vermogensadvies (b)
 GroeiVermogen (b, a)
 Credit Suisse Asset Management (b, a)
 Triple D (b, a)

INDIVIDUEEL VERMOGENSBEHEER EN ADVIES

Elite Fund Management (b, a)
 Maas & Van Lingen Vermogensbeheer (b, a)
 Dasyim Investment Strategies (b, a)
 Cardano Structuring (b, a)
 First Capital Asset Managers (b, a)
 Het Hollands Effectenkantoor (b, a)
 Merrill Lynch Bank (Suisse) (b, a)
 ING Personal Fund Service (b, a)
 Finaltrust Vermogensbeheer (b, a)
 Rotheresco Property Advisors (a)
 Luyk Investment Services (a)
 Goodlife Trader (a)

Nieuw in 2012:

Tesla Capital Management (b)
 Valuedge Partners (b)
 Balans Vermogensbeheer (b)
 Index Capital (b)
 Univest Company (b)
 De' Medici Vermogensbeheer (b)
 Blue Asset Management (b)
 Capitael (b, a)
 Orchestra (b, a)
 Triple Jump (b, a)
 CBRE Global Investors (b, a)
 Het Effectenhuis Commissionairs (b, a)
 Havika Advies en Vermogensbeheer (b, a)
 Topcapital (b, a)
 The Alliance Partnership Netherlands (a)
 Teslin (a)
 ClientFirstFinance Haarlem (a)
 Index Capital (a)
 iBeleggen (a)
 Duisenburgh Vermogensregie (a)

Beëindigd in 2012:

Rembrandt Asset Management (b)
 AFS Vermogensbeheer (b, a)
 LSP Advisory (b, a)
 Cornerstone Real Estate Advisers Europe
 Securitates (b, a)
 Liberator Asset Management (b, a)
 Private CFO Services (b, a)
 Amsterdam Effectenkantoor (b, a)
 Attica Vermogensbeheer (b, a)
 Gestion (b, a)
 Options Xpress Europe (a)
 AFS Equity & Derivatives (a)
 Towers Watson (a)
 Capital-F (a)
 Proventus (a)
 Hanzevast Capital (a)
 Nomura Nederland (a)
 KBC Clearing (a)
 De Weyerbergen (a)
 TOP Capital Vermogensadvies V.O.F. (a)

(b: beheer, a: advies)

N.B. Dat een partij geen vergunning meer heeft wil niet altijd zeggen dat een partij niet meer bestaat. Soms is de dienstverlening aangepast, waardoor de vergunning niet meer nodig is, of is een partij verder gegaan onder een andere vergunning. Ook kan een partij zijn overgenomen of gefuseerd.

Bron: Autoriteit Financiële Markten

vandaar de vergunningsaanvraag. Als gevolg van de Europese AIFMD-richtlijn mag één entiteit niet het volledige palet aan individuele vermogensbeheerdiensten aanbieden, vandaar de nieuwe bv. Bij APG zijn de nieuwe vergunningen het gevolg van een rationalisatie.

Een van de partijen die dit jaar een pure adviesvergunning hebben gekregen is Evolf, een onafhankelijk kantoor voor advies en financial planning uit Eindhoven, opgericht door oud-Rabo-adviseurs. 'Wij doen bewust geen beheer omdat je bij advies altijd in contact staat met de klant. Zo ken je de klant beter en kun je beter aansluiten bij zijn of haar wensen,' zegt beleggingspecialist Marco Kessels van Evolf.

Verder op de lijst met nieuwe adviesvergunninghouders onder meer Grontmij Capital Consultants (GCC), onderdeel van advies- en ingenieursbureau Grontmij. Deze adviseur richt op vastgoed- en infrastructuurbeleggingen. GCC bestaat al tien jaar, maar heeft nu een beleggingsadviesvergunning aangevraagd. Het bedrijf groeit en naast pensioenfondsen, family offices zijn mogelijk ook grote particuliere klanten geïnteresseerd in zijn dienstverlening.

Julius Baer

Een opvallende naam op het lijstje nieuwe adviesvergunningen is verder Julius Baer. Deze Zwitserse private bank had er ook voor kunnen kiezen geen Nederlandse vergunning aan te vragen, maar gebruik te maken van een Europees paspoort. Dat hier niet voor gekozen is, moet volgens de bank gezien worden als 'een teken van commitment aan een nieuwe thuismarkt'. De bank vroeg alleen een adviesvergunning aan, geen beheervergunning. De reden hiervoor is dat de Nederlandse entiteit geen beheeractiviteiten verricht. Nederlandse klanten die hierin geïnteresseerd zijn, worden vanaf elders bediend.

Daarnaast heeft ook financiële-modellenbouwer Ortec Finance dit jaar een adviesvergunning gekregen. Top-

man Ton van Welie legt uit dat dit voor de zekerheid is: 'In het algemeen doen we asset liability management of strategische advisering – waar je gek genoeg geen vergunning voor nodig hebt. Maar soms ondersteunen we klanten ook bij de verdere implementatie, bijvoorbeeld als we een bestuur of een bestuursbureau ondersteunen bij de implementatie van een renteaftdekking. Dan loop je toch het risico dat je plotseling betrokken raakt bij een advies over bijvoorbeeld een specifiek rentederivaat.'

Volgens de registers van toezichthouder AFM zijn er in Nederland nu 181 partijen met een vergunning voor het verrichten van individueel vermogensbeheer en 223 partijen met een vergunning voor het geven van beleggingsadvies. Vaak hebben partijen zowel een vergunning voor advies als voor individueel beheer, maar er zijn ook partijen met een van beide. Banken zijn in deze telling niet meegenomen, net als partijen die een Europees paspoort gebruiken om in Nederland actief te zijn.

Vergunning inleveren

Onder de partijen met een beheer- of adviesvergunning is ook een heel aantal aan pensioenuitvoerders of assetmanagers gelieerde bv's. Directeur Rob de Haas van SNS Securities, dat nieuwkomers helpt de markt te betreden, schat dat er in Nederland zo'n 130 tot 140 echte onafhankelijke vermogensbeheerders zijn en dat het totaal beheerd vermogen van deze beheerders onder advies en beheer zo'n € 16 mrd tot € 17 mrd.

Ervan uitgaande dat er enkele partijen met 1 miljard of meer onder beheer

zijn, wordt duidelijk dat er voor alle anderen niet evenveel geld overblijft. Het aantrekken van voldoende vermogen onder beheer is dan ook geen sinecure. Volgens kenners kunnen veel vermogensbeheerders zich maar met moeite bedruipen.

Dit lijkt geen reden voor vermogensbeheerders en adviseurs om de pijp aan Maarten te geven. Toch leverden dit jaar maar liefst 28 partijen hun advies- en/of beheervergunningen in. Dat zijn er veel meer dan in andere jaren, maar dit heeft te maken met de inwerkingtreding van de al genoemde Europese AIFMD-richtlijn.

Veel fondsaanbieders hadden tot voor kort ook een vergunning voor het geven van individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies, maar hebben deze dit jaar ingeleverd omdat je met een AIFMD-vergunning ook bepaalde beleggingsdiensten mag verrichten.

Daarnaast is er sprake van een aantal rationalisaties en fusies. Double Dividend en Activ Investor Management fuseerden zoals gezegd, maar ook Tielkemeijer & Partners Vermogensbeheer en Darion Capital Management. T&E Effecten, dat een jaar eerder al samen ging met Inmaxxa, fuseerde afgelopen augustus met Goris en Ladru Vermogensbeheer. Daarnaast meldde Het Financieele Dagblad eerder een deal over de verkoop van de vermogensbeheeractiviteiten van Ohpen.

Echt stoppen met vermogensbeheeractiviteiten doen er maar weinig. Bekend is dat Keijser Capital zijn vermogensbeheervergunning heeft ingeleverd, omdat het bedrijf dergelijke activiteiten niet meer verricht. De Asset Enhanced Group was al langer gestopt met zijn beheer- en adviesactiviteiten, maar is wel doorgegaan met het beleggingsfonds dat het eerder ook had. The Alliance Partnership Netherlands en Van Eck Securities Corporation hadden wel vergunningen, maar zijn nooit echt gestart in Nederland. ■

DOOR DE AIFMD- RICHTLIJN HEBBEN VEEL PARTIJEN HUN VERGUNNING INGELEVERD

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

MASTERCLASS: MULTI-ASSETBELEGGEN NIEUWE STIJL

De rente is kunstmatig laag en de fundamentals van het beleggingsvak worden ondermijnd door voortdurende monetaire verruiming. Hoe bouw je in zo'n klimaat een portefeuille die minder volatiel is, maar wel de markt verslaat? Hoor het in deze masterclass.

PROGRAMMA:

15.30

Ontvangst



16.00

Welkomstwoord door Cees van Lotringen, hoofdredacteur
Fondsnieuws



16.05

Daniel Rudis, lid van het Global Investment Solutions team van
UBS Global Asset Management, **OVER DE VOORDELEN VAN EEN DYNAMISCHE
ASSET ALLOCATIE EN EEN FLEXIBEL EN ACTIEF BEHEER.**



16.25

Georgina Taylor, lid van het Multi Asset Team van Invesco, **VERTELT
HOE MET TARGET RETURN-OPLOSSINGEN LANGE TERMIJNDOELSTELLINGEN
KUNNEN WORDEN BEREIKT.**

16.45

Discussie met de sprekers onder leiding van Cees van Lotringen

17.30

Borrel

**26 NOVEMBER 2014
15.30 TOT 17.30 UUR
WTC IN AMSTERDAM**

De masterclass is bedoeld voor professionals die zich bezighouden met het geven van beleggingsadvies, financiële planning, het samenstellen van beleggingsportefeuilles of het selecteren van beleggingsproducten voor particuliere en institutionele klanten. Professionals werkzaam in de asset management industrie zijn uitgesloten van deelname.

AANMELDING

Aanmelding is gratis, bent u geïnteresseerd in deze masterclass, stuur dan een e-mail naar info@fondsnieuws.nl onder vermelding van uw naam, de naam van uw bedrijfsnaam en uw functie. Zie ook: Fondsnieuws.nl/events.

IN SAMENWERKING MET:



UBS



Invesco

THEMA: CREDITS



THE UMPIRE STRIKES BACK

Europese high yields hebben een pak slaag gehad. Heilzaam, zeggen beleggers, want daardoor zijn ze weer aantrekkelijker.

PAGINA 24-25



WAARDE VAN EEN RATING

Met goede creditanalisten hoef je nooit verrast te worden door veranderingen in de rating van bedrijven.

PAGINA 26-27

EN VERDER

FLEXIBEL BELEGGEN

In de mode: unconstrained obligatiebeleggen

PAGINA 28-29

DE MOEDER ALLER VRAGEN

Obligatiebeleggers meenden dat de rente historisch laag stond en wel moest gaan stijgen. Maar de rente kon nóg lager, waardoor houders van schuldpapier andermaal recordwinsten hebben geboekt.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Zelden in de naoorlogse geschiedenis hebben monetaire autoriteiten de financiële markten zo uit hun slaap gehouden als nu. Sinds de ondergang van Lehman Brothers in september 2008 en het expansieve rentebeleid en opkoopprogramma dat erop volgde, maken centrale bankiers de muziek.

De rente zal stijgen, werd begin dit jaar door een keur aan specialisten in de Fondsnieuws Investment Outlook voorspeld. Een bloedbad op de obligatiemarkten zou er het gevolg van zijn, zo werd aan het beleggersfront georakeld.

Het tegendeel is het geval: de rente is nog verder gedaald, waardoor dit jaar

rendementen op Nederlandse staatsobligaties zijn geboekt van meer dan 8% en durfals die hun geld in Spaans, Iers, Italiaans en Belgisch schuldpapier hebben gestoken ruim 10% aan boekwinst konden bijschrijven. Bedrijfsobligaties zijn tot dusver goed geweest voor 7% – de obligatiemarkten hebben het weer eens beter gedaan dan aandelen.

Het enigma van de rente

De moeder aller vragen – ook voor de creditmarkt – is wat de rente nu gaat doen: zal deze stijgen of blijft deze langdurig op het huidige lage niveau? Beleggers zijn er niet meer zo uitgesproken over als aan het einde van vorig jaar. Toen ging men nog uit van een wetmatigheid die zei dat als de (Amerikaanse) economie aantrekt, de rente zal volgen. Inmiddels laten de centrale bankiers zien dat zij vooral ook 'Realpolitiker' zijn: de rente blijft laag net zo lang als

voor het herstel van de economie en van de arbeidsmarkten nodig is.

De Federal Reserve laat daar geen twijfel over bestaan. In haar beleid van 'forward guidance' heeft zij medio september in een persverklaring gezegd dat er een 'aanzienlijke periode' zit tussen het afronden van het kwantitatieve verruimingsprogramma QE en de eerste renteverhoging.

Een expliciet antwoord krijgen de markten niet als het gaat om de moeder aller vragen. Fed-president Yellen liet in het persbericht wel weten dat de rente

EEN OBLIGATIEHAND IS IN DEZE DAGEN VAN LAGE RENTE SNEL GEVULD

dit jaar niet meer verhoogd wordt; een meerderheid van het beleidsbepalend comité denkt dat de rente in de VS er eind 2015 niet hoger zal zijn dan 1,375%. In de eurozone is het beeld niet anders: de ECB vreest deflatie en probeert die te voorkomen met een historisch lage rente en een opkoopprogramma van schuldpapier dat zonder precedent is.

Aangezien de eurozone nog een veel langere weg heeft te gaan dan de VS in het cyclisch herstel, is de kans op een langdurige lage rente groot. Dat heeft ook gevolgen voor de creditmarkten. De risico-opslag is in absolute zin laag, maar in relatieve zin hoog. Zeg dat de Duitse tienjarige rente bijvoorbeeld 0,5% bedraagt, dan bieden bedrijfsobligaties 0,5 procentpunt meer. Dat is wel 100%. Een obligatiehand is deze dagen snel gevuld. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE HEILZAME WERKING VAN EEN PAK SLAAG

DE EUROPESE BEDRIJFSOBLIGATIEMARKT WAS SOFT EN WEEK GEWORDEN

Obligatiebeleggers richten het vizier weer op de toekomst. Om kansen en risico's van high yields goed in te schatten, ligt het accent op de ECB, de renteontwikkeling en het economisch herstel.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

In één klap waren Europese hoogrentende bedrijfsobligaties uit de gratie. Dat was in september, toen beleggers honderden miljoenen euro's terugtrokken uit deze categorie. De uitstroom ging gepaard met een zwakke performance. In september was het totaalrendement voor Europese high yields -0,82%, de slechtste prestatie sinds juni 2013.

De correctie had iets van de 'um-pire strikes back'. Aan het einde van het tweede kwartaal vonden wij ook dat de markt overduidelijk oververhit was, zegt Gemma Johnson, analist van ratingbureau S&P. Volgens haar waren beleggers vóór de zomer ook minder kritisch over structuren, prijzen en andere voorwaarden van uitgegeven schuldpapier. Maar inmiddels hebben ze hun eisen naar boven bijgesteld. 'Dat heeft de wind wel wat uit de zeilen van deze markt genomen,' zegt Johnson.

Hoewel de aanleiding wel breder was, was er in september ook een directe aanleiding voor de correctie: bedrijfsobligaties werden gedrukt door de aankondiging van de grootste leveranciers van de Britse mobiele telefonieverkoper Phones 4u dat verkoopcontracten niet vernieuwd zouden worden. Het maakte beleggers duidelijk dat veel kleinere, niet goed gediversificeerde bedrijven de lage rente hadden aangegrepen om (ten onrechte) schuldpapier uit te schrijven tegen voor hen gunstige voorwaarden. Zo was in de eerste zes maanden van 2014 voor maar liefst € 7,5 mrd aan junkbonds in Europa geplaatst – een verdubbeling ten opzichte van 2013. Het geval Phones 4u maakte duidelijk hoe risicovol dit CCC-papier wel kon zijn.

'DOOR DE LAGE RENTE FIGUREREN OP DE HIGH YIELD-MARKT ZOMBIE-BEDRIJVEN'

De risico-opslag op Europese high yields is inmiddels gestegen tot ruim boven de 5,5%, tegen 3,82% in juni. De aanleiding is de wake-up call waar Phones 4u voor zorgde. Het wijst er volgens Rogier Crijns en Walter Leering, obligatiespecialisten van Theodoor Gilissen Bankiers, op dat de lage rente ook een belangrijk neveneffect heeft, namelijk dat er zombiebedrijven kunnen ontstaan. Want goedkope stimuleringsprogramma's van de Europese Centrale Bank (ECB) zoals 'Targeted Long Term Refinancing Operation' (TLTRO) worden gebruikt om kredietverlening van niet-levensvatbare bedrijven door te rollen, waardoor tijd wordt gekocht.

'Dat krijg je als je de rente kunstmatig laag houdt,' zegt Crijns. Ook kopen lokale centrale banken hun eigen staatsobligaties op, wat een winstgevende arbitrage is. 'Je zag het eigenlijk ook bij de uitslag van de Europese stresstest, waaruit bleek dat een aantal Italiaanse banken slechts kan overleven dankzij de steun van de ECB,' stelt Leering.

Het tweetal is dan ook niet verbaasd dat beleggers in high yield weer

kritischer zijn als bedrijven schuldpapier naar de markt brengen. Zo stapten veel beleggers in oktober, toen er sprake was van een tussentijdse correctie, over naar het staatspapier van euro-kernlanden als Duitsland en Nederland. Dat ging onmiddellijk gepaard met liquiditeitsproblemen op deze relatief kleine Europese hoogrentende bedrijfsobligatiemarkt.

Herstel economie

Sinds de tussentijdse correctie van oktober is er echter alweer veel gebeurd. Het belangrijkste is dat de ECB haar balans gaat uitbreiden met bijna € 1.000 mrd tot de € 3.000 mrd, de omvang van de balans in 2012. Het programma, dat door institutionele beleggers wordt betiteld als 'van een hallucinerende omvang,' wordt vooral ingezet voor het opkopen van asset backed securities (ABS) en covered bonds. Dit programma duurt twee jaar en dat is positief voor de markten, oordeelt Crijns. Daarnaast zijn er geruchten dat de ECB ook bedrijfsobligaties zou willen opkopen.

Vooruitkijkend is de belangrijkste

vraag voor obligatiebeleggers hoe de Europese economie zich zal ontwikkelen. De consensus is dat de rente in Europa voorlopig laag zal blijven, waardoor bedrijfsobligaties hun aantrekkelijkheid blijven behouden. 'Afhankelijk van de looptijd maak je daardoor aanzienlijk meer rendement dan op een Duitse Bund.' Hoewel dit geen fundamenteel argument is, kijken beleggers in hun zoektocht naar yield wel naar dergelijke relatief grote verschillen, zegt Crijns.

'Sweet spot'

Het Britse Schroders kiest ervoor behoedzaam te zijn. Zo worden junk bonds (C+) zoveel mogelijk gemeden. 'Daar zijn de risico's dat men de rente op de schuld niet kan voldoen het grootst, zodat wij vooral focussen op B- en BB-obligaties,' zegt Michael Scott, portfoliomanager van Schroders. 'Het zijn ook bedrijven die het gevoeligst zijn voor de effecten van deflatie,' zegt Scott. Hij houdt er rekening mee dat het faillissementsrisico voor bedrijven met een junk bondstatus in de tijd zal toenemen.'

De 'sweet spot' voor beleggers is volgens de obligatiespecialisten van het huis te vinden in schuldpapier met een B- of BB-rating. 'Daar vind je over het algemeen goed gefinancierde bedrijven, met een goede kasstroom en ook zogenoemde "fallen angels". Dat zijn bedrijven die ooit een investment grade-rating hadden,' zegt Scott.

Scott: 'Daarom denken wij dat het steeds belangrijker wordt om in kwaliteit te beleggen. Dan moet je den-

ken aan bedrijven die marktmacht hebben en die in segmenten actief zijn waar het moeilijk is om toe te treden.' Crijns en Leering van Theodoor Gilissen Bankiers zijn het daarmee eens.

Leering denkt dat bedrijfsobligaties interessant blijven. 'Ze blijven doorgaans goed liggen als aandelenmarkten corrigeren. Dat geldt voor investment grade-obligaties, die de hoogste kredietwaardigheid hebben. Dit papier rendeert goed, omdat met name veel institutionele beleggers eraan uitwijken, als alternatief voor aandelen,' zegt Leering. Maar daarmee nemen beleggers wel voor lief dat de spread ten opzichte van staatsobligaties nog maar circa 85 basispunten is. In oktober waren deze investment grade-obligaties goed voor 0,34%. Year-to-date is het rendement zelfs 7,11%.

Draai naar EM Debt

Crijns en Leering, die zich bij Theodoor Gilissen Bankiers zowel met directe obligatiebeleggingen als met de selectie van beleggingsfondsen bezighouden, zeggen dat Europese high yield door de recente correctie weer aan aantrekkelijkheid heeft gewonnen. Maar toch namen ze dit voorjaar alvast een draai naar schuldpapier van opkomende landen – de zogenoemde 'emerging market debt'.

Crijns: 'Dat komt doordat wij de relatieve waardering van high yields te duur vonden. We hebben ze omgekeerd naar schuldpapier van opkomende markten, die door alle devaluaties in een verdomhoekje terecht zijn gekomen. Als je in EM Debt belegt en dan in valuta als de dollar, dan krijg je een aantrekkelijke spread.' Zo staat de teller voor de JPMorgan Emerging Market Debt – hard currency – index per 1 november op een rendement van bijna 10%. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

'HET WORDT BELANGRIJKER OM IN BEDRIJVEN TE BELEGGEN VAN HOGE KWALITEIT'

Rendementsoverzicht obligatiecategorieën

Year-to-date-cijfers (t/m 30 okt)

Citi Euro Broad	8.92
Staatsobligaties	
Duitsland	8.02
Nederland	8.99
Frankrijk	9.32
Italië	11.38
Spanje	13.15
Portugal	17.88
VS	4.08
Bedrijfsobligaties investment grade	7.11
covered bonds	6.95
jpm emerging market debt - hard currency	9.65
JPM emerging market debt - local currency	2.32
Barclaus Global High Yield	3.23

Bronnen: TGB Investments, Bloomberg, Citigroup, Barclays, JP Morgan

Economische divergentie werkt door op rentemarkten

Spread over Duits tienjarig staatspapier (in Bps)



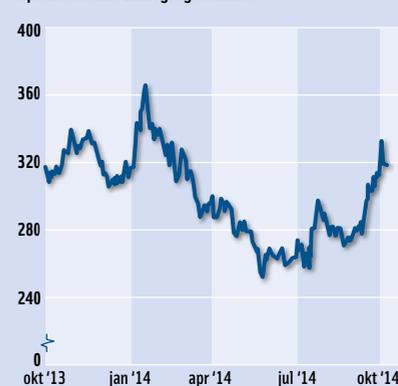
Verskil VS - Duitsland tienjaarsrente (in Bps)



Spread bedrijfsobligaties (in Bps)



Spread Global Emerging Markets



Bron: Theodoor Gilissen, Bloomberg

Loop geen onnodig risico.

Kleiner risico ← Doorgaans lager rendement Doorgaans hoger rendement → Groter risico

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

risikometer

Lees de Essentiële Beleggersinformatie.

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDEDELING

Wordt uw geld duurzaam belegd?

Nee/Geen idee
Gedeeltelijk
Jazeker

Ga naar www.eenanderrendement.nl

Is uw geld goed bezig?

Doe de check op duurzaamheid, rendement en risico

Uw vermogen laten groeien terwijl het werkt aan een betere wereld. Het kan als u kiest voor duurzaam beleggen bij de ASN Bank. Wereldwijd investeren de ASN Beleggingsfondsen in bedrijven en landen die respectvol omgaan met de aarde en oog hebben voor onze leefomstandigheden en die van generaties na ons. Dat duurzaam beleggen en een uitstekend rendement heel goed samengaan, bewijst onder andere het ASN Milieu & Waterfonds (Morningstar****). Laat ook uw geld de wereld socialer en groener maken. Ga naar www.eenanderrendement.nl om te zien hoe interessant duurzaam beleggen voor u is.

Liever persoonlijk contact? Bel gratis 0800 - 0380 (ma/vr).

ASN BANK

 voor de wereld van morgen

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het ASN Milieu & Waterfonds is een subfonds van ASN Beleggingsfondsen N.V. ASN Beleggingsfondsen N.V. is een beleggingsinstelling. De Wft-beheerder daarvan is ACTIAM N.V. (ACTIAM). ACTIAM en het ASN Milieu & Waterfonds zijn opgenomen in het register van de AFM. ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V. (ABB) voert de directie over de beleggingsinstelling en bepaalt het beleggingsbeleid van het ASN Milieu & Waterfonds. Dit waarborgt dat de beleggingen voldoen aan de duurzaamheidscriteria van de ASN Bank. Voor het ASN Milieu & Waterfonds is een prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) beschikbaar via www.asnbank.nl. Lees de EBI voordat u besluit het beleggingsfonds te kopen. Deze uiting mag niet worden aangemerkt als beleggingsadvies.

GEZOCHT: BEDRIJF ZONDER LIJK

VOOR HIGH YIELD-PAPIER HEBBEN MAAR WEINIG CREDITANALISTEN OOG

High yield-beleggers varen vooral op eigen onderzoek en vrijwel niet op credit ratings. 'Je belangrijkste taak is om niet te beleggen in de verliezers.'

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De afgelopen jaren is de markt voor bedrijfsobligaties met een lagere rating onstuimig gegroeid. High yield was het toverwoord voor veel beleggers: een aardig rendement en een laag risico. Faillissementen zijn immers schaars bij een historisch lage rente en een (weliswaar traag) economisch herstel.

'De high yield-markt trok de afgelopen tijd ook beleggers aan die opportunistisch in deze beleggingscategorie investeerden,' zegt Sjors Haverkamp, hoofd Europe High Yield bij ING IM.

De markt is hierdoor volatieler geworden. 'Deze beleggers halen hun geld sneller weg als angst de markt gaat beheersen. Dat gebeurde toen Phones 4u in september failliet ging,' aldus Haverkamp.

De high yield-fondsen van ING IM hadden geen geld uitgeleend aan deze Britse keten van telefoonwinkels. Dat geldt ook voor Robeco. 'Het bedrijfsmodel was te eenzijdig,' zegt Sander Bus (foto), beheerder van de high yield-fondsen van Robeco.

De beleggingsstijlen van het Robeco- en het ING-fonds zijn redelijk vergelijkbaar. Beide werken bottom-up. 'We hebben een geconcentreerde

portefeuille met circa zestig Europese namen. Dat is overzichtelijk. Wij verwachten tussen de 4 en 6% rendement voor de komende twaalf maanden,' aldus Sebastiaan Reinders, senior portfoliomanager High Yield bij ING IM.

Bommetjes

Volgens beide creditbeleggers spelen ratings een marginale rol bij hun beslissingen. 'Je moet je eigen analyses maken,' zegt Bus. 'Bovendien kijken ratingbureaus achteruit. Als belegger moet je de blik op de toekomst hebben gericht. Je moet voorkomen dat je bommetjes zoals Phones 4u in portefeuille hebt. Anders dan bij aandelen is de rendementsverdeling bij individuele obligaties erg scheef, met een kleine kans op een groot verlies als het fout gaat, maar geen kans op een verdubbeling als het goed gaat.'

Volgens Bus heeft het weinig zin te vragen naar het default-percentage van een high yield-manager. 'Dat percentage kun je beïnvloeden door te verkopen vóór het faillissement. Dat is niet altijd de beste beslissing. Soms stijgt de waarde van de lening na het faillissement omdat dan duidelijk is hoe de zaak wordt afgewikkeld. Daarom is het beter te letten op het rendement dat een fondsmanager behaalt.'

De ratings zijn voor sommige klanten wel een ankerpunt. 'Beleggers willen bijvoorbeeld niet meer dan een bepaald percentage van hun geld



FOTO: SANDER BUS

steken in bedrijven met een triple B-status. Door de ratings kunnen ze zien hoeveel een fonds in dat soort bedrijven heeft belegd,' aldus Bus.

Ook de risk managers van de vermogensbeheerders kijken met een schuin oog naar de ratings. 'Wij kunnen wel zeggen dat een onderneming goed is, maar dat is maar één bron. Een risk manager wil dat kunnen checken bij een onafhankelijke partij,' zegt Bus.

**'RATINGBUREAUS
KIJKEN TERUG.
MAAR WIJ ALS
BELEGGERS KIJKEN
JUIST VOORUIT'**

Bedrijfsspecifieke gebeurtenissen zijn voor creditbeleggers zelf het belangrijkste aandachtspunt. 'Ook om die reden zijn ratings niet zo belangrijk. Ratingbureaus nemen meer tijd om z'n gebeurtenis in de beoordeling te verwerken. Wij zien ratingveranderingen doorgaans van tevoren aankomen,' zegt Bus.

Een groot deel van de high yield-bedrijven is niet beursgenoteerd, bijvoorbeeld ondernemingen in handen van private equity-fondsen, zoals Hema. 'Slechts een handjevol analisten volgt dat soort bedrijven. Dat is wat anders dan aandelen van grote ondernemingen die in de gaten worden gehouden door voetbalvelden vol met analisten. Bij high yield credits heb je minder concurrentie,' aldus Reinders.

De creditanalisten hebben bij Robeco en ING IM wel contact met hun collega's op de afdeling aandelen. 'Wij kijken anders naar hetzelfde bedrijf,' zegt Bus. 'Wij hebben het liefst dat een bedrijf terughoudend is en geen geld gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen. Een aandelenanalist hoort liever een verhaal over groei en overnames. Bedrijven passen hun presentaties daarop aan. Als ondernemingen bij ons op bezoek komen, sturen we de credit- en de aandelenanalist. Dan weet je zeker dat je een eerlijker verhaal krijgt.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

RENTEDREIGING TE LIJF MET 'MOBIELE' MANAGER

'UNCONSTRAINED' ALS ANTWOORD OP JUK VAN OBLIGATIEBENCHMARK

Door de sterk gedaalde rendementen en het gevaar van een rentestijging nemen de risico's voor obligaties toe. Voor vermogensbehoud is een flexibele strategie zonder beperkingen noodzakelijk.

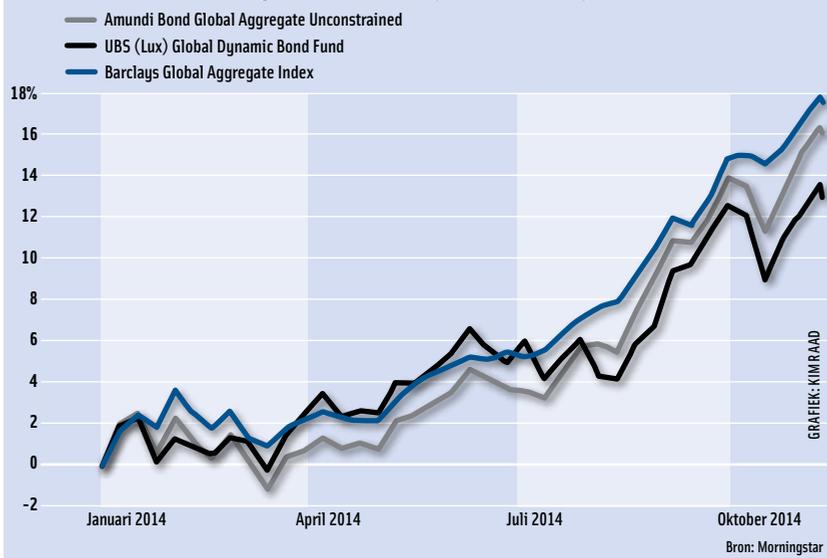
TEKST JEROEN BOOGAARD

Obligatiebeleggers hadden het de afgelopen decennia makkelijk. De gestage daling van de rente zorgde voor mooie koerswinsten. Maar nu de yields zijn gedaald naar ongekend lage niveaus, is het neerwaartse risico groot en de kans op verdere koersstijgingen klein. Deze ongunstige risico-rendementsverhouding bezorgt beleggers de nodige kopzorgen. Een rentestijging zal zich immers snel vertalen in flinke verliezen. Veel beleggers zullen dit lijdzaam ondergaan. "Traditionele obligatieportefeuilles zijn meestal gericht op een benchmark en de fondsbeheerders zijn nauwelijks bereid om hiervan af te wijken. De mogelijkheden om adequaat in te spelen op veranderingen in de markt zijn hierdoor beperkt", zegt Simon Foster, managing director van UBS Global Asset Management.

Een traditionele obligatiebenchmark heeft bijvoorbeeld vaak een gemiddelde looptijd van wel zes jaar. Aangezien



Flexibel beheerde obligatiefondsen blijven achter bij de benchmark



de yields sterk zijn gedaald, zullen veel beleggers zich volgens Foster niet comfortabel voelen bij een dergelijk hoge rentegevoeligheid in hun portefeuille. 'Als een manager deze zogenoemde duration verlaagt zal hij het bij een rentestijging weliswaar beter doen dan de benchmark, maar voor de klant kan dan evengoed verlies resteren.' Om kans te blijven maken op een positief rendement doen beleggers er volgens Foster goed aan om zich te bevrijden van de tirannie van de benchmark. 'Je moet "unconstrained" beleggen, met de vrijheid om duidelijk van de index af te kunnen wijken. Omdat het bij de huidige lage yields moeilijker is om een goed rendement te behalen, is het ook noodzakelijk om wereldwijd kansen te benutten en het beleggingsuniversum te vergroten,' aldus Foster.

Een groot voordeel van deze flexibele en actief beheerde obligatiefondsen is dat ze ook shortposities kunnen innemen. Dé manier om geld te verdienen wanneer de rente oploopt, is immers door short te gaan op obligaties. Bij een stijgende rente dalen de koersen van obligaties. Per saldo heeft het unconstrained Global Dynamic Bond Fund van UBS altijd een longpositie in zowel het rente- als het kredietrisico. Het fonds kan echter inspelen op 'relatieve waarde' tussen sectoren en overheidsobligaties, door bijvoorbeeld short te gaan op Amerikaanse staatsobligaties en long op Japanse staatspapier. 'Deze flexibiliteit stelt ons in staat om ook in een omgeving van oplopende yields een positief rendement te halen,' zegt Foster.

Aantrekkelijk rendement

Het Global Dynamic Bond Fund blijft dit jaar net als andere zogenoemde unconstrained obligatiefondsen achter bij de Barclays Global Aggregate, de traditionele benchmark. Volgens Foster speelden veel fondsmanager met een verlaging van de looptijd in op een stijging van de yields. Dat geldt ook voor het fonds van UBS, dat een veel lagere

duratie heeft dan de vijf of zes jaar van de traditionele index. Het zwakker dan verwachte economische herstel in de wereld en de lagere inflatie hebben echter tot een verdere daling van de yields geleid.

'Wij hoeven niet achter te blijven bij de markt, want we kunnen de looptijd verhogen tot tien en verlagen naar nul. Maar wij denken dat de yields op de middellange termijn gaan stijgen en dat een korte duratie verstandig is. Door kredietrisico te nemen zien we dan ook genoeg kansen om rendement te boeken,' aldus Foster.

Het Global Dynamic Bond Fund heeft grote posities in vastrentende waarden met een lagere kredietkwaliteit zoals high yield en emerging market debt (EMD) en is ten opzichte van de traditionele index onderwogen in staatsobligaties. Dat betekent volgens Foster echter niet dat het fonds een hoger risicoprofiel heeft. 'We proberen hetzelfde risico te nemen als in een traditionele benchmark, maar besteden ons risicobudget anders. Zo is onze blootstelling aan staatsobligaties gericht op Europa, waar de groei achterblijft en deflatie op de loer ligt. In de VS nemen we nu geen renterisico.'

Voor bedrijfsobligaties zijn de fundamentals volgens Foster nog altijd posi-

'IN EEN BULLMARKT BIEDT EEN FLEXIBEL OBLIGATIEBELEID BEPERKT VOORDEEL'

tief, met mogelijk nieuwe stimuleringsmaatregelen in de eurozone en een relatief laag percentage wanbetalingen. 'Doordat we geen benchmark hebben kunnen we bovendien zeer selectief zijn. Goede spreiding beschermt ons tegen onverwachte bedrijfsspecifieke tegenvallers.' De portefeuille biedt momenteel een yield van 2%, maar met actief beheer kan volgens Foster nog eens 3 procentpunt worden gepakt. 'Wanneer de yields zo laag blijven, hebben wij voldoende flexibiliteit om een rendement van circa 5% per jaar te boeken.'

Absoluut risico

Ook het 'Bond Global Aggregate' unconstrained obligatiefonds van Amundi blijft tot dit jaar achter bij de markt. Over de afgelopen vijf jaar zijn de prestaties echter veel beter dan de Barclays Global Aggregate-index. 'Een flexibele obligatiestrategie biedt slechts beperkt voordeel in een bullmarkt. Beleggers kunnen dan net zo goed in de index zitten. Maar dat verandert wanneer de volatiliteit toeneemt of wanneer je een periode van negatieve rendementen ingaat, zegt Marie-Anne Allier, hoofd Euro vastrentende waarden bij Amundi. 'Gezien het economische herstel in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk mag je hier een stijging van de rente en daardoor een negatief marktrendement verwachten. Als je in een traditioneel obligatiefonds zit, ga je daarin grotendeels mee.'

In Europa ligt de uitdaging volgens haar vooral in de extreem lage yields. 'Wie dicht bij de benchmark blijft, boekt of een negatief of een heel laag rendement. Het is dan beter om in een flexi-

bel obligatiefonds te beleggen, dat met een grote tracking error stevig kan inzetten op posities waar de managers de beste kansen zien,' zegt Allier.

In een omgeving waarin de rente stijgt heeft Amundi veel mogelijkheden om een positief absoluut rendement te halen. De beheerders van het Bond Global Aggregate-fonds hebben een breed wereldwijd universum tot hun beschikking en kunnen beleggen in high yield-obligaties, EMD, gesecuritized papier en converteerbare obligaties. Verder belegt Amundi actief in valuta's. 'Zelfs wanneer de yields in de VS oplopen, kan je bijvoorbeeld door long te gaan in de dollar versus de euro positieve rendementen behalen,' zegt Isabelle Vic-Philippe, hoofd staatsobligaties en inflatiemanagement bij Amundi. Ze denkt dat het op de middellange termijn mogelijk is om de benchmark met 3,5 procentpunt per jaar te verslaan.

Net als UBS zit Amundi relatief zwaar in obligaties met een lagere kredietkwaliteit. 'Omdat het fonds duidelijk afwijkt van de index is de tracking error groot. Zo bezien is er sprake van een hoger risico. Maar het absolute risico kan juist veel lager zijn dan de index. Als je er bijvoorbeeld van overtuigd bent dat de yields gaan stijgen, dan verlaag je de duration. Het relatieve risico ten opzichte van de benchmark neemt dan toe, maar het absolute risico daalt juist,' zegt Vic-Philippe.

'In de huidige lagerenteomgeving is een wereldwijde unconstrained strategie de beste aanpak,' oordeelt ook Michael Hasenstab, cio Global Bonds bij Franklin Templeton. 'Wij zijn gepositioneerd voor een rentestijging door een korte looptijd te hanteren en te mikken op een negatieve correlatie met Amerikaanse staatsleningen. Hoewel er geen garanties zijn, is het mogelijk om met een actief valuta-, credit- en duratiebeleid een positief rendement te halen in periodes waarin de Amerikaanse rente oploopt,' aldus Hasenstab. ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

WAT ALS UW VASTRENTENDE STRATEGIE NU EENS BESTAND BLIJKT TEGEN DE STIJGENDE RENTES?

Zodra de rentes stijgen, neemt de waarde van obligaties af. Dit is wat er van oudsher gebeurt met investeringen in obligaties. Wij denken echter dat het ook anders kan. Het begint met strategieën die minder rentegevoelig zijn. Die gericht zijn op het zoeken naar de beste waarde. Of die streven naar nieuwe bronnen van rendement.

Natixis Global Asset Management biedt u strategieën aan die u kunnen helpen uw weg te vinden op de hedendaagse obligatiemarkten.



**WILT U MEER LEZEN OVER ONZE STRATEGIEËN VOOR VASTRENTENDE
WAARDEN, GA DAN NAAR: DURABLEPORTFOLIOS.COM/FIXEDINCOME
OF BEL +31 (0)20 333 1702, VOOR MEER INFORMATIE.**

Natixis Global Asset Management heeft een reeks vastrentende fondsen die beter kunnen omgaan met de ontwikkelingen op de obligatiemarkten:

- **LOOMIS SAYLES MULTISECTOR INCOME FUND**
- **LOOMIS SAYLES GLOBAL OPPORTUNISTIC BOND FUND**
- **NATIXIS EURO HIGH INCOME FUND**

Loomis Sayles Multisector Income Fund en Loomis Sayles Global Opportunistic Bond Fund zijn sub fondsen van Natixis International Funds (Dublin) I, wat is georganiseerd als een beleggingsmaatschappij met variabel kapitaal onder de wetgeving van Ierland en is geautoriseerd door de Financial Regulator (Centrale Bank van Ierland) als een ICBE. Natixis Euro High Income Fund is een compartiment van Natixis International Funds (Lux) I, wat is georganiseerd als een beleggingsmaatschappij met variabel kapitaal onder de wetgeving van het Groothertogdom Luxemburg en wat door de financiële toezichthouder (de CSSF) wordt erkend als ICBE. NGAM SA delegeert investment management aan filialen van NGAM SA.

Details van de risico's verbonden aan de fondsen kan worden gevonden in het document met essentiële beleggersinformatie (KIID) en Prospectus, beschikbaar op onze website ngam.natixis.com / Nederland.

Natixis Global Asset Management is de houdstermaatschappij van een diverse gespecialiseerde investment management en distributie entiteiten wereldwijd. In Nederland: uitgegeven door NGAM, Nederlands filiaal (registratienummer 50774670). Maatschappelijke zetel: World Trade Center Amsterdam, Strawinskylaan 1259, D-Toren, Floor 12, 1077 XX Amsterdam, een tak van NGAM SA, een Luxemburgse beheermaatschappij geautoriseerd en gereguleerd door de CSSF. ADINT553-0914

FINE FLEUR ONDER DE CREDITS

NEDERLANDSE AANBIEDERS PRESTEREN GOED IN TOP-10 BEDRIJFSOBLIGATIES

Drie marktbevingen bepaalden dit jaar de fondsrendementen, waaronder uiteenlopende kapitaalmarktrentes. Morningstar-analist Niels Faassen licht toe.

TEKST ANTON REIJINGA

Elk jaar vragen beleggers zich weer af of aan de bullmarkt in vastrentende waarden een einde zal komen. Toch lijkt ook 2014 de geschiedenis in te gaan als een jaar waarin door bedrijven uitgegeven obligaties het beter doen dan aandelen.

De wereldwijde Barclays Global Aggregate Bond-index staat voor dit jaar inmiddels ruim 6% in de plus en de index van Markit iBoxx voor euro-bedrijfsobligaties zelfs ruim 7%. Ter vergelijking: de AEX en AMX-index noteren year-to-date respectievelijk 3% hoger en 3% lager – al zijn dit geen herbeleggingsindices.

In het FN Universe van meest bemiddelde beleggingsfondsen en exchange traded funds (ETF's) in Nederland, komen 29 fondsen voor in de categorie bedrijfsobligaties. De fondsen volgen uiteenlopende strategieën, hebben andere restricties en beleggen in diverse valuta's en regio's. Dit maakt ze moeilijk te vergelijken.

Morningstar-analist Niels Faassen (foto) wijst verder op drie marktbevingen die van invloed waren op de fondsrendementen. Zo zijn de kapitaalmarktrentes in de verschillende economische blokken uiteengedreven.

Top-10 Euro bedrijfsobligaties naar jaarrendement over de afgelopen 3 jaar:	
1. Morgan Stanley Euro Corporate Bond Fund	10,20%
2. Delta Lloyd Corporate Bond Fund	9,10%
3. iShares \$ Corporate Bond UCITS ET	8,99%
4. M&G European Corporate Bond Fund	8,37%
5. UBS Bond Sicav USD Corporates	8,31%
6. iShares Barclays Capital Euro Corporate Bond	8,04%
7. Pimco Euro Credit Fund (inst)	7,67%
8. Delta Lloyd Euro Credit Fund	7,61%
9. SSgA SPDR Barclays Capital Euro Corp Bond ETF	7,49%
10. Kempen Euro Credit Fund	6,98%

FOTO: BINH TRAN

Amerikaanse overheidsobligaties met een looptijd van tien jaar bieden ten opzichte van Duitse inmiddels een 1,5 procentpunt hoger rendement. De opslag die op bedrijfsobligaties wordt betaald – de spread – is intussen gedaald. En ten slotte hebben valutaffecten recentelijk een belangrijke rol gespeeld.

'KEMPEN EURO CREDIT FUND IS EEN FAVORIET: ZE VOEREN PROCES CONSEQUENT UIT'

Faassen focust op Europese bedrijfsobligaties. Deze euro credits vormen in de indeling van Morningstar een eigen categorie, naast bijvoorbeeld global credits. Opvallend is dat op driejaarsbasis vooral de fondsen die in het eurogebied beleggen het goed doen. Een voorbeeld is het Morgan Stanley Euro Corporate Bond Fund met een gemiddeld rendement van meer dan 10%.

Delta Lloyd staat tweemaal in de lijst, met het Corporate Bond Fund en het Euro Credit Fund. De fondsen worden gemanaged door een 'ervaren en stabiel team' aldus Faassen. De relatief grote vrijheid in de selectie maakt de fondsen ook 'een vreemde eend in de

bijt'. Zo belegt het Euro Credit Fund ook in semistaatsbedrijven, waarmee het een meer hybride karakter heeft.

Gold, Silver, Bronze

Het Kempen Euro Credit Fund is het fonds met de hoogste Morningstar-rating. Het oordeel werd deze maand verhoogd van Silver naar Gold. Faassen: 'Het is een van onze favorieten. Ze hebben een eenvoudig proces dat ze consequent uitvoeren. Dit leidt tot een relatief constante outperformance, zowel over sectoren als in de tijd.'

De op een na hoogste rating is voor het Invesco Euro Corporate Bond Fund, met het oordeel Silver. Het fonds maakt gebruik van zijn relatief grote vrijheid om meer in high yield, staatsobligaties en bijvoorbeeld financials te beleggen. Het year-to-date rendement van bijna 7% geeft menig dollarfonds het nakijken. Jammer volgens Faassen is dat de relatief grote omvang van het fonds niet leidt tot lagere beheerskosten.

Robeco Euro Credit heeft de rating Bronze. Dit fonds kan ook in meer exotische titels beleggen. Zo kan het shortposities innemen in Chinese of Russische bedrijven en kiezen voor off-benchmarkbeleggingen als high yield en asset backed securities, merkt de Morningstar-analist op. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Duitse precisie loont.

U kunt vertrouwen op onze wereldwijde expertise in bedrijfsobligaties.

Veel obligatiebeleggers streven naar een goed rendement met een beperkt risico en vinden vooral nu bedrijfsobligaties gunstig. Daarbij is het de kunst om de juiste obligaties te selecteren. Het kiezen uit de grote hoeveelheid mogelijkheden vereist diepgaande expertise en een gestructureerd beleggingsbeleid.

Ons team van 60 obligatiespecialisten analyseert wereldwijd 1.200 ondernemingen om de meest aantrekkelijke bedrijfsobligaties te selecteren. Dit komt onder andere terug uit de volgende fondsen:

Deutsche Invest I Euro Corporate Bonds ****

Deutsche Invest I Emerging Markets Corporates ****

Deutsche Invest I China Bonds

Passion to Perform



Belangrijke informatie

¹ Deutsche Asset & Wealth Management (Deutsche AWM) vertegenwoordigt de asset- en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van Deutsche AWM aangeboden krijgen vanuit een of meer verschillende juridische entiteiten welke kenbaar worden gemaakt aan de klanten voordat tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van Deutsche AWM aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. Deutsche AWM maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. Deze is te vinden op deutscheAWM.com. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. © 2014 Deutsche Asset & Wealth Management. Alle rechten voorbehouden.

* Bron: Morningstar, Inc. per: eind oktober 2014

© [2014] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen („Informatie”) hierin (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld (3), vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden (5), zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdige en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden geheel op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.