



DE MANNEN VAN 1 MILJARD

WERELDAANDELENBELEGGERS AAN HET WOORD

PAGINA 6 -9

**SECTORANALYSE:
BIOTECH BLIJFT IN TREK**
PAGINA 11-12

**FONDSSELECTEUR ABN GAAT
IN OP MANDATENFONDSEN**
PAGINA 14-15

**IS DE SUPERCYCLUS IN
GRONDSTOFFEN TEN EINDE?**
PAGINA 40-41

Een lage rente staat niet altijd gelijk aan een laag rendement.

Historische lage rentes kunnen beleggers aansporen om meer risico te nemen en zo op zoek te gaan naar een hoog inkomen ten koste van hun kapitaalbescherming.

Het **PIMCO GIS Income Fund** sluit geen compromis. Het streeft naar zowel inkomen en kapitaalbescherming door te putten uit diverse inkomstenbronnen en consistente en aantrekkelijke maandelijkse uitkeringen, zonder afbreuk te doen aan de stabiliteit van de onderliggende beleggingen.

Ontdek hoe het Fonds over langere tijd heeft gepresteerd voor investeerders op

nl.pimco.com/income

Portfolio Managers Dan Ivascyn en Alfred Murata - Morningstar U.S. Fixed-Income Fund Managers of the Year 2013 en bekroond door Citywire met een AAA-rating.



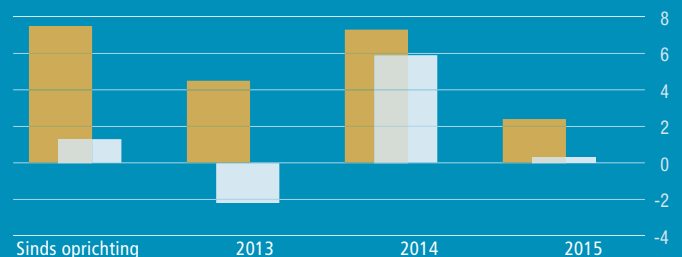
PIMCO GIS INCOME FUND

ISIN: IE00B8D0PH41

Institutional Euro Hedged Income

■ Fonds (na kosten) ■ Benchmark

Rendement (%)



Per 31 augustus 2015. Source: PIMCO

Benchmark: Barclays U.S. Aggregate (Euro Hedged) Index

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie of betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De institutionele share class is alleen beschikbaar via uw bank of vermogensbeheerder.



Belangrijke risico's

Vermogen loopt risico De waarde van uw belegging en de eventuele inkomsten die ermee worden gegenereerd kunnen variëren, en het is mogelijk dat u minder terug ontvangt dan uw inleg. **Krediet- en wanbetalingsrisico** De kans bestaat dat op bepaalde momenten een partij die een vastrentende waarde of een derivaat heeft uitgegeven of gegarandeerd, niet in staat is om aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen of zelfs volledig in gebreke blijft, wat ertoe kan leiden dat het fonds de inkomsten ervan en de initiële investering kwijtraakt. De kredietwaardering en de risico's van de effecten kunnen in de loop der tijd veranderen, en daarmee de prestaties van het fonds beïnvloeden. **Risico's van high yield** Bij hoogrenderende effecten is doorgaans sprake van een groter risico dat de partij die een bepaalde vastrentende waarde of een derivaat heeft uitgegeven of gegarandeerd, niet in staat is om aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen. Dit kan de prestaties van het fonds beïnvloeden. **Derivatennisico** Beleggen in derivaten kan leiden tot winsten of verliezen die groter zijn dan de omvang van de inleg. **Risico's van opkomende markten** Opkomende markten of minder ontwikkelde landen kunnen meer politieke, economische of structurele uitdagingen met zich meebrengen dan ontwikkelde landen, wat kan leiden tot verliezen voor het fonds. **Liquiditeitsrisico** Bepaalde beleggingen kunnen mogelijk moeilijk binnen een kort tijdsbestek te verkopen zijn. **Renterisico** De waarde van vastrentende beleggingen zal waarschijnlijk dalen wanneer rentes stijgen.

Morningstar kent de titel van obligatiefondsbeheerder van het jaar toe op basis van de kwaliteiten van de beheerder, zijn resultaten, zijn strategie en de naleving van de rentmeestercode ("stewardship code") door de maatschappij. Morningstar Awards 2013©. Morningstar, Inc. Alle rechten voorbehouden. De titel van obligatiefondsbeheerder van het jaar in de VS werd toegekend aan Daniel J. Ivascyn en Alfred Murata (PIMCO Income, 2013). Daniel J. Ivascyn en Alfred Murata zijn bekroond met een AAA-rating door Citywire voor hun risicogewogen rendement over de periode 31 augustus 2012 t/m 31 augustus 2015.

PIMCO Funds: Global Investors Series plc is een paraplumaatschappij voor beleggingen met variabel kapitaal, en een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid onder de Ierse wet, geregistreerd onder nummer 276928. Houdt u er alstublieft rekening mee dat niet alle fondsen in elk rechtsgebied geregistreerd zijn voor verkoop. Deze informatie mag niet worden gebruikt binnen enig land of met betrekking tot enige persoon of personen, waar zulk gebruik een schending van de daar geldende wet kan opleveren. **De informatie uit deze brochure is bedoeld ter aanvulling van de informatie uit de prospectus voor dit Fonds, en moet in samenhang daarmee worden gelezen.** Beleggers moeten de beleggingsdoelstellingen, risico's, lasten en kosten van deze Fondsen zorgvuldig afwegen voordat ze daadwerkelijk gaan beleggen. Particuliere beleggers kunnen het beste overleggen met hun financiële tussenpersoon.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie of betrouwbare indicatie voor toekomstige resultaten en er worden geen vergelijkbare rendementen in de toekomst gegarandeerd. De verschillende aandelenklassen van het fonds brengen verschillende kosten met zich mee. Tenzij het anders is geformuleerd in de prospectus of in het document met belangrijke beleggersinformatie, worden de fondsen die in dit document worden genoemd niet beheerd met een bepaalde benchmark of index als referentie, en voor zover er in deze tekst naar een benchmark of index wordt verwezen, is dat uitsluitend om risico's of prestaties te kunnen vergelijken. Deze tekst kan aanvullende informatie bevatten over hoe het fonds of de strategie wordt beheerd die niet expliciet in de prospectus staat. Die informatie is actueel op de datum waarop ze wordt gepresenteerd en kan veranderen zonder voorafgaande kennisgeving. Dit financiële promotiemateriaal wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden aangeboden – en moet als zodanig niet worden gezien als beleggingsadvies of aanbeveling van beleggingen, strategieën of producten – door PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517), dat bij zijn activiteiten op het gebied van beleggen onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS) in het Verenigd Koninkrijk. De vestigingen in Amsterdam (PIMCO Europe, Ltd Amsterdam Branch, Company No. 24319743) en in Italië (PIMCO Europe Ltd – Italy, Company No. 07533910969) staan daarnaast onder aanvullend toezicht van respectievelijk de AFM en van de CONSOB conform Artikel 27 van de Italiaanse Geconsolideerde Financiële Wet. De producten en diensten van PIMCO Europe Ltd zijn alleen beschikbaar voor professionele klanten zoals gedefinieerd in het handboek van de Financial Conduct Authority en zijn niet beschikbaar voor particuliere beleggers, die zich dan ook niet op deze informatie moeten verlaten.

VOORWOORD

Meer dan 300 mensen reisden eind september af naar Bussum voor de achtste editie van het Fondsevent, hét kennis- en netwerkevent voor beleggingsprofessionals in Nederland. De bijeenkomst stond dit jaar in het teken van geopolitiek en van het effect dat ontwikkelingen op dit vlak op de beleggingsportefeuille kunnen hebben. Experts schetsten de uitdagingen die op ons afkomen.

Enkele onliners gaven de kern goed weer. 'We moeten zorgen dat we niet het Verre Westen worden, zoals Azië na de Tweede Wereldoorlog het Verre Oosten was.' Ook bleef me de opmerking bij van strateeg en analist Rob de Wijk die over het ambitieuze Chinese plan voor een nieuwe zijderoute zei dat 'we moeten oppassen dat Rotterdam niet de achterdeur in plaats van de voordeur van Europa wordt'. Een andere uitdaging vormen de Russen met de onvoorspelbare Poetin. NRC-journalist Hubert Smeets illustreerde die onvoorspelbaarheid en vooral ook de onverschrokkenheid van de Russen met een Russisch spreekwoord: 'Zelfs de dood kan mooi zijn.'

Kortom, de status quo in de wereldpolitiek wordt aangevochten. Oppervlakkig bezien lijkt het alsof de kredietcrisis van 2008 daar de oorzaak van is. Maar dat is natuurlijk niet zo, al is het wel een katalysator geweest. Oorzaak van de paradigmawisseling is de natuurlijke beweging van opkomst en neergang. De relatieve neergang van het Westen wordt vooral gedreven door een combinatie van economische verzadiging, vergrijzing, en het gegeven dat andere landen en regio's van hun achterstand een voorsprong weten te maken. De macht van het getal speelt hierbij een grote rol: pakweg twee derde van de wereldbevolking woont in Azië.

Van de globalisering die eind jaren tachtig is ingezet hebben vooral deze volkenrijke landen geprofiteerd. Dankzij lage lonen en gunstige valutaverhoudingen werd grootschalig geëxporteerd naar het Westen. Mede hierdoor kon de middenklasse groeien en de politieke macht in de wereld toenemen. Het is het klassieke voorbeeld van macht die zich in het kielzog van handel ontwikkelt, zoals is te lezen in het magistrale boek *Power and Plenty* van Ronald Findlay en Kevin O'Rourke.

Machtsverschuivingen gaan nooit zonder slag of stoot. Niemand geeft zijn bevoorrechte positie zomaar op, zelfs het delen van macht is niet vanzelfsprekend, zoals blijkt uit de eindeloze discussie over de stem- en machtsverhoudingen in de internationale organisaties die na 1945 zijn opgericht. Maar de kredietcrisis heeft het aanzien van de VS in de wereld wel verzwakt. De crisisbestrijding die erop volgde met haar schuldaccumulatie laat vooral zien dat er nu sprake is van wat wetenschapper Paul Kennedy ooit 'imperial overstretch' noemde: alle imperia vallen uiteindelijk ten prooi aan hun eigen zelfoverschatting.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten mee

Frank van Alphen, Jeroen Boogaard, Ole Hansen, Cees van Lotringen, Joris Kooiman, Harm Luttkihedde, Barbara Nieuwenhuijsen, Robert van den Oever, Auke Plantinga, Kim Raad, Anton Reijinga, Féri Roseboom, Anouk Suwout.

Sales

Thijs Pessers
(pessers@fdmediagroep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

FONDSNIEUWS

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

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

Het eerstvolgende magazine verschijnt begin december.

INHOUD



DE MANNEN VAN 1 MILJARD

PAGINA 6-9

FOTO: MARIJN ALDERS

DE RISICO'S LOPEN WEER OP

De Amerikaanse winstmarges zijn momenteel uitzonderlijk hoog. Kempen-cio Lars Dijkstra vraagt zich af wanneer zij terugkeren naar hun historisch gemiddelde.

PAGINA 10



UITLEG OVER FONDSEN ABN AMRO

Topman Stephane Corsaletti van AA Advisors, de partij die de eigen fondsen van ABN in elkaar zet en beheert, vindt de gebruikte constructie een ultieme optimalisatie.

PAGINA 14-15



WAT ANDERS DAN ANDERS

Met lage rendementsperspectieven voor traditionele beleggingscategorieën komen alternatieven weer in beeld. Als gevolg van de volatiliteit ligt de focus op absolute return.

PAGINA 18-19



EN VERDER

GEZONDHEIDSZORG: INNOVATIEF EN DEFENSIEF

Biotechfondsen hebben uitstekende jaren achter de rug. Volgens sommigen zit er nog meer in het vat.

PAGINA 11-12

OP ZOEK NAAR EEN EFFICIENTERE INDEX

Volgens Mark Adema zijn veel indices verre van efficiënt. Dat kan beter, veel beter vindt hij.

PAGINA 28-29

FEUILLETON OVER VERMOGENSREGIE

Wat is het effect van de voorstellen voor aanpassing van de vermogensrendementsheffing.

PAGINA 22-24

THEMA GRONDSTOFFEN: PRIJZEN IN VRIJE VAL

Is de supercyclus in grondstoffen voorgoed voorbij of schijnt er licht aan het einde van de tunnel?

PAGINA 39-50

RUBRIEKEN

INTERVIEWS.....	13-14-15/28-29
FEUILLETON	22-24
COLUMNS.....	27/50
ESSAY	30-31
THEMA.....	39-50



**VERTROUWEN IS WETEN DAT ONZE BELEGGINGSBENADERING
DE TAND DES TIJDS WEERSTAAT**

Sinds 1937 zien wij bij T. Rowe Price het als onze missie om altijd in het belang van onze cliënten te handelen. Hoe complex de markten ook zijn, onze beleggingsaanpak is duidelijk. Wij geloven in teamwork, gedegen onderzoek en een langetermijnaanpak. U kunt dus zowel in goede als slechte marktomstandigheden vertrouwen op onze duurzame beleggingsaanpak.

Laat onze experts in het beleggen in aandelen en in vastrentende waarden voor u werken. www.troweprice.com

Expertise op het gebied van aandelen en obligaties

Alleen bestemd voor professionele cliënten. De waarde van een belegging en eventuele inkomsten daaruit kunnen zowel omlaag als omhoog gaan. Beleggers krijgen mogelijk een lager bedrag terug dan het bedrag dat ze belegd hebben. Gegevens per einde september 2015. Uitgegeven door T. Rowe Price International Ltd, 60 Queen Victoria Street, Londen EC4N 4TZ, dat erkend en gereguleerd is door de UK Financial Conduct Authority (de "FCA"). Uitgegeven in Zwitserland door T. Rowe Price (Zwitserland) GmbH ("TRPSWISS"), Talstrasse 65, 6th Floor, 8001 Zürich, Zwitserland. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het steenbok-ontwerp zijn, collectief en/of individueel, handelsmerken of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Verenigde Staten, de Europese Unie, en andere landen. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik in geselecteerde landen.



'WIJ CONCURREREN MET INDEXFONDSEN'

DE MANNEN VAN €1 MRD: DE WERELD ALS SPEELPLAATS

Sander Zondag en Mark Glazener beheren respectievelijk de wereldaandelenfondsen BNP Paribas Obam en Robeco NV. Met meer dan een miljard euro onder beheer staan ze aan de Nederlandse top. Een dubbelgesprek.

TEKST ROBERT VAN DEN OEVER EN ANTON REIJINGA

Na de recente wereldwijde beurscorrecties en de zorgen over een harde landing van de Chinese economie hebben aandelen het moeilijk. Is er nog wel rendement te behalen? Jazeker, antwoorden Mark Glazener van het Robeco-fonds en Sander Zondag van BNP Paribas Obam – de oudste en meest bekende beleggingsfondsen van Nederland.

Hoewel de wereldaandelenmarkten waarop zij actief zijn nu in de ban zijn van onzekerheid en volatiliteit, laat het tweetal – naar eigen zeggen – hun beleggingsbeleid niet door deze conjuncturele ontwikkelingen beïnvloeden. Zelfs van het rentebeleid van de Amerikaanse Federal Reserve liggen zij niet wakker. Doorslaggevend is de kwaliteit van de bedrijven waar ze in beleggen.

Zondag van BNP Paribas Obam legt uit hoe hij aandelen beoordeelt: 'Ik kijk naar het rendement op het geïnvesteerd vermogen van een bedrijf, de cashflow returns. In onze portefeuille zijn die gemiddeld 12%. Bedrijven die veel cash genereren en een lage schuld hebben, zijn interessant. Dat wordt vaak verkeerd geprijsd door de markt. Bij een correctie gaat dat soort aandelen regelmatig net zo hard omlaag als de rest, terwijl er met die bedrijven niets aan de hand is. Vaak zijn het mechanismen die onder bepaalde

'DUS BIJ EEN CORRECTIE DENK IK METEEN: KOPEN!'

grenswaarden automatisch gaan verkopen. Dus bij een correctie denk ik meteen: kopen!' Aandelen die onterecht afgestraft worden, koopt Zondag dus bij. Om ruimte te maken in de portefeuille, gaan aandelen die een mooi rendement hebben gescoord en zich goed hebben gehouden tijdens de correctie (zoals Nestlé) eruit.

Glazener wijst bij de Robeco-aanpak op de belangrijke rol van duurzaamheid: 'Mens, milieu en maatschappij nemen een belangrijke plaats in het beleggingsproces in. Bij de beoordeling van bedrijven wordt onze visie op goed ondernemingsbestuur, sociale en omgevingsaspecten geïntegreerd in de waardering van de onderneming. Sommige bedrijven, zoals Akzo-Nobel, die volgens Robeco leidend zijn in hun sector, krijgen op grond hiervan een hoger prijsdoel.'

Actieve aanpak

De aandelenfondsen van Glazener en Zondag onderscheiden zich

door een actieve aanpak. Beide fondsmanagers willen laten zien dat actief beleggen beter rendeert dan een index volgen. Zondag: 'Je moet aandelen met een gebrek aan groeimogelijkheden en met een te laag rendement op het geïnvesteerd vermogen, of bedrijven die niet eens hun kapitaalkosten terugverdienen, eruit laten. Terwijl je die er ook bij krijgt als je een index volgt en dat belemmert je beleggingsrendement.'

Dat het tweetal het vaak eens is, onderstreept Glazener: 'Wij concurreren niet met elkaar, maar met indexfondsen.' Actief beleggen moet volgens Zondag in een periode van drie tot vijf jaar een indextracker kunnen verslaan, 'ook tegen een vergelijkbaar risico-niveau'.

Glazener rekent voor aandelen op de lange termijn met een gemiddeld jaarlijks rendement van 8%. Zondag geeft aan dat Obam sinds 1989 een brutorendement van 8,8% heeft gehaald. Maar dat is volgens hem niet per se tevens een inschatting voor de toekomst.

Zondag: 'Wij zoeken bedrijven die zo veel rendement op hun investeringen maken dat ze dat herinvesteren in hun eigen business, of dividend uitkeren, of eigen aandelen inkopen, en liefst alle drie.'

China blijft interessant

De markten lijken in de greep van paniek over een harde landing van de Chinese economie. Geen dubbelcijferige economische groei meer, maar een procentje of 7 à 8. De Chinese overheid slaat zelfs aan het stimuleren van de groei.

Glazener: 'Het is nu ineens actueel, terwijl deze ontwikkeling al 5 jaar gaande is. De bullmarkt die

we in China hebben gezien, was gebaseerd op geleend geld. Mensen zijn ineens toch verrast dat er nu een correctie optreedt. De devaluatie van de Chinese munt speelt natuurlijk een rol. Daarmee probeert China zijn gebrek aan groei als het ware te exporteren.'

De officiële cijfers blijken nogal onbetrouwbaar, en daarom varen Glazener en Zondag op andere parameters die de werkelijke groei beter weerspiegelen. Dat zijn er drie: elektriciteitsverbruik, transport en geldleningen. De ontwikkeling van die drie ligt al jaren lager dan het economisch groeicijfer.

Dat de groei afneemt, vinden beide fondsmanagers niet zo'n probleem, want 'de kwaliteit van de groei wordt beter', stelt Zondag. 'Tot nu toe werd een groot deel van de economie gestimuleerd door overheidsprojecten in infrastructuur en vastgoed. Bruggen die nergens heen gaan. Is zo'n project eenmaal afgerond, dan komt er niet vanzelfsprekend iets nieuws voor in de plaats. Wat je nu ziet, is dat de consumentenbestedingen het overnemen. Dat vind ik een veel betere, stabielere vorm van groei die absoluut kansen biedt als het gaat om beleggen.'

Consumentgerichte bedrijven, dienstverlening en dan met name

'HEALTHCARE IS IN CHINA EEN VEEL-BELOVENDE BEDRIJFSTAK

SANDER ZONDAG

BNP PARIBAS OBAM

Jaar van oprichting: 1936

Zondag is manager sinds 2013

Fondsvermogen per 31/8: € 1,05 mrd

Benchmark: MSCI All Countries

Rendement per 31/8

Dit jaar: 9,75%

1 jaar: 15,09%

3 jaar (geannualiseerd): 14,53%

5 jaar (geannualiseerd): 7,49%

Lopende kostenfactor: 0,65%

Regioverdeling per 31/8

Verenigde Staten: 53,1%

West-Europa - euro: 22,4%

West-Europa - niet-euro: 6,9%

Azië / Overig opkomend: 9,7%

Japan: 5,4%

Bron: BNP Paribas, Morningstar ■

e-commerce-bedrijven zijn volgens Zondag de kanshebbers voor de komende tijd: 'Dat zijn enorme drivers van groei en dat zal nog wel even doorgaan. Internet pakt marktaandeel af van de fysieke retail, net als hier. In China slaan ze zelfs die stap gedeeltelijk over en begint het meteen met e-commerce. Die bedrijven nemen nu hun plek in de markt in.'

Ook healthcare is een veelbelovende bedrijfstak, aldus Zondag. 'Die staat in China nog in de kinderschoenen. Daar gaat de komende paar jaar heel veel gebeuren. Daarom hebben we daar posities ingenomen en ik denk dat die kunnen gaan verdubbelen.'

Healthcare is ook in de Ver-

MARK GLAZENER

ROBECO-FONDS

Jaar van oprichting: 1933
 Glazener is manager sinds 2003
 Fondsvermogen per 31/8: € 3,16 mrd
 Benchmark: MSCI World

Rendement per 31/8

Dit jaar: 5,34%
 1 jaar: 13,16%
 3 jaar (geannualiseerd): 14,64%
 5 jaar (geannualiseerd): 13,37%

Lopende kostenfactor: 0,64%

Regioverdeling per 31/8

Verenigde Staten: 54,2%
 West-Europa - euro: 14,6%
 Verenigd Koninkrijk: 11,7%
 West-Europa - niet-euro: 7,6%
 Japan: 7,3%

Bron: Robeco, Morningstar ■

enigde Staten interessant, meent Glazener. 'In de Verenigde Staten gaat 18% van het bbp naar gezondheidszorg. De helft wordt betaald door particulieren, de helft door de overheid. Amerikanen willen vrije prijsvorming en niet zoals in de rest van de wereld een overheid die de prijzen dicteert. Daar is een markt in ontwikkeling van bedrijven die echt nieuwe dingen doen. Geen kopieën van bestaande middelen, maar echte innovaties ontwikkelen.' Bedrijven gaan zich specialiseren in bepaalde medicijnen. En ook specifiekere medicijnen die effectiever zijn dan het schot hagel dat medicijnen nu soms zijn. 'Zulke nieuwe, gericht werkende medicijnen kun je hoger prijzen en daar

zit een veel beter businessmodel achter', aldus Zondag.

Regiospreiding

Beide aandelenfondsen beleggen wereldwijd, maar regiospreiding is geen doel op zich. 'Wij beginnen vanuit de individuele aandelen', zegt Zondag: 'Bottom-up. We laten de aandelenpositionering het bepalen en daar komt een regioweging uit. Als een regio of landenweging verhoudingsgewijs te extreem wordt, dan passen we dit met top-downrisicobeheersing aan. Dat doen we vanwege het vermijden van onder andere factorrisico's, politieke risico's of valutarisico's.'

Glazener heeft relatief veel Europa in zijn fonds. 'Ook wij gaan uit van individuele aandelen, maar vanuit risicoweging stellen we een limiet aan onze overweging in een bepaald gebied. In Europa zijn we nu 5% overwogen.'

Zondag is de laatste tijd wat meer in de richting van Europa opgeschoven in zijn portefeuille, 'maar dan wel met bedrijven die veelal exportgerelateerd zijn en dus niet te veel afhankelijk zijn van Europa. De dollar zal gaan verzwakken, dus die exportcomponent telt mee.' Liever dan naar regio's kijkt Zondag naar aantrek-

kelijke industrietakken wereldwijd en welke bedrijven daarbinnen interessante groeikansen bieden.

Hoewel beide fondsmanagers het opvallend vaak met elkaar eens zijn in hun benadering, vallen toch ook de verschillen op. Robeco heeft meer namen in portefeuille dan BNP Paribas Obam: 105 tegen 65. De active share is bij Robeco 82% tegen 91% bij Obam. Glazener wil naar een kleiner aantal namen in zijn portefeuille. Nog een verschil: Zondag zit in opkomende markten. Robeco doet dat bewust niet. Maar Glazener noemt met een één uitzondering: Baidu, het Chinese internetbedrijf.

Wel pakken beiden de groei in opkomende markten mee door te beleggen in westerse bedrijven die wereldwijd opereren en een groot deel van hun omzet en winst uit opkomende markten halen.

Glazener ziet nog een verschil: 'Wij zijn denk ik wat conservatiever. We blijven dicht bij het gemiddelde van de aandelenmarkt.' Een bewuste keus voor Robeco's vlaggenschip, want wie geconcentreerder wil beleggen, kan terecht bij Robeco's Global Stars fonds. Daar ligt het rendement doorgaans 3 tot 4% boven het gemiddelde aandelenrendement. Het Robeco-fonds zit daar zo'n 1% boven.

BNP Paribas Obam liet in het verleden grotere uitslagen zien in rendement, zowel naar boven als beneden. Zondag heeft die forse uitslagen inmiddels duidelijk omlaag gebracht. Vooral de uitslagen naar beneden zijn ingeperkt, zegt hij naar tevredenheid. ■

**'WIJ BLIJVEN
 DICHTER
 BIJ HET
 GEMIDDELTE
 VAN DE MARKT'**

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN
 FONDSNIEUWS. ROBERT VAN DEN OEVER IS
 MEDEWERKER.

'DE RISICO'S LOPEN OP'

WINSTMARGES ZIJN HISTORISCH GEZIEN ZEER HOOG

Lars Dijkstra, chief investment officer van Kempen, zet voor dit moment in op Europese aandelen met een verwacht rendement van 6%.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

'De vraag is of, en zo ja wanneer de Amerikaanse winstmarges terugkeren naar het historisch gemiddelde', stelt Lars Dijkstra. Die winstmarges zijn in historisch opzicht nu 'uitzonderlijk hoog' en dat kan volgens hem 'niet heel lang zo blijven'. Daar staat tegenover dat de wereldeconomie het per saldo beter doet, maar dat het risico op een recessie in de VS wel toeneemt.

De chief investment officer van Kempen Capital Management vindt het moeilijk in te schatten hoelang de winstgroei nog op het huidige hoge niveau kan blijven. Wellicht een jaar, schat hij in.

Geen inflatoire druk

Verontrustend vindt Dijkstra dat in 1880 en ook in de jaren dertig van de vorige eeuw – vlak voor de zware recessies dus – sprake was van een periode van ontbrekende inflatie. Dat laatste is nu ook het geval. 'Er is geen inflatoire druk. Dat komt door een combinatie van een sterke dollar, sterk gedaalde grond-



LARS DIJKSTRA FOTO: BINH TRAN

stoffenprijzen en balansverkrapping door overheden.'

Maar er zijn groeirisico's. De grootste komen volgens Dijkstra uit China en de opkomende landen, waar sprake is van afnemende groei, hoge schulden en van valuta's die gedeprimeerd of gedevalueerd worden. Hierdoor kan inflatie worden geïmporteerd en moeten de rentes stijgen.

Daarentegen is in de vijf grote regio's – Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk, eurozone, China en Japan – sprake van een kerninflatie die los van de grondstoffenprijzontwikkeling niet wezenlijk is

veranderd. 'Voor de middellange termijn nemen de inflatierisico's natuurlijk wel toe. Op enig moment stijgen de grondstoffenprijzen weer en ook de lonen zullen weer oplopen.'

Europese aandelen

Tegen deze achtergrond vindt Dijkstra Europese aandelen nog steeds interessant, net als Aziatische. Amerikaanse aandelen vindt hij wat aan de dure kant. In het basisscenario houdt Kempen nu rekening met een langetermijnrendement op Europese aandelen van 6%, Amerikaanse aandelen doen de komende jaren volgens Kempen 3,5%, Japan 2 tot 3% en Azië 10%.

'Bij een horizon van anderhalf jaar zijn Europese aandelen het meest interessant; emerging markets en Azië zijn vanuit het oogpunt van sentiment en cyclus nu risicovoller. Daar zijn we dan ook onderwogen.'

Ook in vergelijking met obligaties zijn aandelen volgens Dijkstra nu interessant. De risicopremie op aandelen bedraagt thans 4%. 'Maar kijk je naar de lange termijn dan zijn zowel aandelen als obligaties duur.'

BIOTECHBEDRIJVEN BLIJVEN IN TREK

GEZONDHEIDSZORG: INNOVATIEF EN DEFENSIEF

Gezondheidszorgfondsen hebben een reeks uitstekende jaren achter de rug. Ondanks de recente dip als gevolg van uitspraken van Hillary Clinton is er volgens beheerders geen reden winst te nemen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Aandelen in Nederlandse biotechbedrijven waren een van de betere farma-beleggingen van de afgelopen tijd. Vorige maand werd bekend dat het Amerikaanse Amgen bereid is een bedrag neer te tellen dat kan oplopen tot €1,3 mrd voor Dezima Pharma uit Naarden. Dit bedrijf, dat cholesterolverlagende medicijnen maakt, is het derde Nederlandse biotechbedrijf dat onlangs is overgenomen door een groot concern.

Particuliere beleggers kunnen geen geld steken in deze niet-genoteerde start-ups. Ze zijn aangewezen op fondsen die zich richten op de gezondheidszorg en vooral in de VS beleggen. Desondanks hebben ze weinig reden tot klagen: de resultaten zijn al jaren formidabel.

Sinds 2010 stegen deze fondsen jaarlijks met 20 tot 30%. Beleggers

zijn nog niet uitgekeken op deze sector: op menig lijstje met favoriete sectoren is de gezondheidszorg te vinden. De combinatie van voorspelbare winsten, groei en innovatie blijft onweerstaanbaar.

'Drie jaar geleden waren geneesmiddelenfabrikanten relatief laag gewaardeerd omdat veel belangrijke patenten waren afgelopen. Bovendien vreesde men negatieve gevolgen van de invoering van Obamacare', zegt Paul Vrouwes, fondsmanager van NN Investment Partners Healthcare. Ondanks de afloop van de patenten bleef de

**'ONDANKS
AFLOPENDE
PATENTEN
BLEEF WINST
OP PEIL'**

winstgevendheid van de grote pillenmakers redelijk op peil, zij het op een iets lager niveau.

Fusies en overnames

'Jaarlijks maken deze bedrijven tientallen miljarden winst', aldus Vrouwes. 'Nadat ruimhartig dividend is betaald en eigen aandelen zijn ingekocht, is er nog steeds geld over. Dat leidt tot fusies en overnames. Grote concerns kopen en verkopen onderdelen om hun bedrijfsvoering te optimaliseren. Zo ruilde Novartis en GlaxoSmithKline oncologieonderdelen om zich meer te kunnen specialiseren. Ook kopen ze kleine bedrijven die een veelbelovend product ontwikkelen', zegt Vrouwes. Bovendien kreeg de meer reguliere consolidatie een stimulans. Allergan kocht bijvoorbeeld Actavis en verkocht daarna de generieke medicijnenpoot door aan Teva.

De lage rente gaf een extra steuntje in de rug. 'Voorspelbare winsten zijn meer waard als de rente laag is. Mocht de rente gaan



FOTO: HOLLANSE HOOGTE

stijgen, dan leidt dat tot een wat lagere waardering van farmabedrijven', aldus Vrouwes.

Kleine medicijnenontwikkelaars hebben nog het meest geprofiteerd van de consolidatieslag. Niet alleen in Nederland, maar ook in de VS, Groot-Brittannië, Frankrijk en Zwitserland gingen deze bedrijven weg voor de hoofdprijs.

Volgens Anne Marden, fondsmanager van het JPMorgan Global Healthcare Fund, is dat ook een van de redenen dat haar fonds zo goed heeft gepresteerd. Dit fonds, dat relatief veel kleinere bedrijven in portefeuille heeft, staat hoog in de ranglijsten met vergelijkbare fondsen met een geannualiseerd rendement van bijna 33% over de laatste drie jaar. 'Veel kleine bedrijven hebben positieve klinische testresultaten laten zien voor de ontwikkeling van belangrijke nieuwe medicijnen', aldus Marden. 'Zo'n 40% van de ongeveer tachtig bedrijven in portefeuille is medium- of smallcap', zegt Marden. 'Als we geloven in het product dat zo'n bedrijf ontwikkelt, stappen we er vroeg in.'

Jaren met dubbelcijferige groei in een defensieve sector roepen de vraag op of het niet tijd wordt gas terug te nemen. Bedreigingen zijn

bijvoorbeeld een renteverhoging en de inspanningen van overheden wereldwijd om de kosten van de gezondheidszorg in te tomen.

De fondsmanagers geloven echter niet dat de rek eruit is. 'Deze sector kan nog verder groeien', zegt Vrouwes. 'Ten eerste worden mensen ouder en gemiddeld rijker. Dat vergroot de vraag naar gezondheidszorg. Ten tweede hebben opkomende markten nog veel potentieel. Als een op de tien Chinezen meer te besteden krijgt, is dat een enorme markt voor bestaande geneesmiddelen.'

Ook Marden ziet nog voldoende kansen. 'In de gezondheidszorg is ook in vergelijking met pakweg tien jaar geleden veel meer sprake van disruptie. Het traject van ontwikkeling naar het op de markt brengen is korter geworden. De

**'SOMS
ZIJN DURE
MIDDELEN
GOED TE
VERDEDIGEN'**

Food and Drug Administration (FDA) in de VS werkt meer mee om medicijnen goed te keuren. Bij zeldzame ziektes neemt de FDA bijvoorbeeld genoeg met een onderzoek onder dertig patiënten. Verder gaan ontwikkelingen sneller door nieuwe technologieën.'

Presidentskandidaat Hillary Clinton kondigde onlangs aan paal en perk te willen stellen aan de hoge kosten van sommige medicijnen. Koersverliezen van meer dan 10% waren het gevolg. Volgens Marden zijn dure geneesmiddelen soms wel goed te verdedigen. 'Er bestaat een duur medicijn voor de behandeling van hepatitis C dat goed werkt. Het kost \$1000 per pil waardoor de totale kosten van een behandeling oplopen tot bijna \$84.000. Toch vindt ze dit geen probleem omdat op deze wijze wordt voorkomen dat de patiënt vaak langdurig in een ziekenhuis moet worden behandeld. Dat is veel duurder op termijn.'

Vrouwes zet zijn kaarten mede op bedrijven die relatief sterke posities hebben in een drietal therapieën (immuno-oncologie, auto-immuunsysteem en cardiovasculair), waar hij grote medische doorbraken voorziet.

Marden verwacht eveneens veel van nieuwe generaties geneesmiddelen. 'Er wordt veel vooruitgang geboekt bij onderzoek naar het doden van kankercellen, zoals door middel van immuno-oncologie. De verwachting is dat de meeste vormen van kanker binnen enkele decennia te genezen zullen zijn. Dat heeft een enorme impact op de farmasector.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'EIEREN IN MEERDERE MANDJES HELPT NIET'

FAMILY OFFICE HELPT BIJ STRUCTURERING

Hans Wilton: 'Het mooiste wat je vermogende mensen kunt bieden is inzicht, overzicht én rust.'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Zeer vermogende particulieren (meer dan €25 mln vermogen) vertrouwen hun bankier doorgaans niet. Daarom kiezen ze voor meerdere banken om hun vermogen te beheren. Op het eerste gezicht lijkt het logisch om de eieren in meerdere mandjes te stoppen, maar in de praktijk is vaak een gebrek aan in- en overzicht het resultaat. Dit brengt meer risico's en hogere kosten met zich mee. Tot dat inzicht kwam Hans Wilton van het 'multi-family office' Wilton Investment Services toen hij omstreeks 2004 de schoenendoos met contracten en documenten meekreeg van een gefortuneerde ondernemer.

Het gebrek aan overzicht en daardoor grip op het proces werd door deze man onderstreept met de opmerking dat 'als ik dan eindelijk een inhoudelijke opmerking plaats tijdens een gesprek, er altijd een reden naar voren kwam waarom het toch weer anders was. Ik kreeg mijn vingers er niet achter.'



HANS WILTON

Wilton, die het weekend nam om in Excel een geconsolideerd vermogensoverzicht te maken, liet zien waar de werkelijke pijnpunten lagen: de ondernemer had als klant bij vijf banken vijf uiteenlopende risicoprofielen en tariefstructuren geaccepteerd. Bovendien bleek hij via fondsen, trackers en structured notes in 1900 verschillende aandelen te hebben belegd. Van een echte risicodiversificatie was geen sprake. Alle partijen deden immers nagenoeg hetzelfde. Dat was een eyeopener voor de ondernemer.

Voor Wilton, die lang als ban-

kier in Nederland en België heeft gewerkt, was die weekendklus reden om in 2005 zijn family office op te zetten. 'Lang had ik bij een family office gedacht aan een hondenuitlaatservice, of het inkopen van kaartjes voor exclusieve concerten voor de happy few, maar het was vooral ook een dienst om zeer vermogende families te helpen vermogen te structureren en zo inzicht, overzicht en rust te brengen.'

Volgens Wilton bloeien family offices, vooral als ze zich inzetten voor meerdere families. 'President Roosevelt en popzanger Michael Jackson zijn allebei ten onder gegaan aan hun eigen lijfarts. Wij vinden het prettiger om voor meerdere families te werken,' aldus Wilton. 'Van de verschillende casussen leer je en voorkom je een tunnelvisie. Als er onenigheid is, kun je je onafhankelijkheid behouden.'

Vaste fee per jaar

Wilton berekent zijn klanten een vaste fee per jaar in plaats van een percentage van het vermogen. 'Daardoor heb ik geen belang bij de uiteindelijke beleggingskeuze.' Bij banken is dat anders. 'Die zijn vooral bezig met het vergaren van beheerd vermogen, daar verdienen ze aan. Bij ons speelt dat niet. Of het vermogen nu in stenen zit of in fondsen, is voor ons om het even. Wij zijn vooral bezig met de optimalisering van het familievermogen.'

Doordat banken de afgelopen twintig jaar hun assetmanagers veelal hebben afgestoten en producten en strategieën nu inkopen bij externe partijen, is volgens Wilton de kennis over beleggen sterk uitgehold. 'Het ambacht is er vaak niet meer.'

'MANDATEN BIEDEN DE ULTIEME OPTIMALISATIE'

TOPMAN VAN FONDSSELECTEUR ABN AMRO GEEFT UITLEG

Huisfondsen zijn actueel. Toezichthouder AFM wil voorwaarden stellen aan het gebruik ervan. ABN Amro is echter net overstapt naar een grootschaliger gebruik van eigen fondsen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Al te veel kan hij er niet over zeggen. ABN Amro is als het interview plaatsvindt nog met de toezichthouder over de eigen fondsen in gesprek, maar in grote lijnen wil Stephane Corsaletti wel een paar zaken toelichten. Corsaletti is de topman van AA Advisors, de Franse ABN Amro-dochter die de zogenoemde 'fund of mandates' voor ABN Amro beheert en in elkaar zet.

ABN Amro werkte al langer ook voor particuliere klanten niet alleen met beleggingsfondsen, maar ook met mandaten verpakt in fondsen. In april dit jaar kondigde de bank echter aan dat ze in een van haar grotere beheerportefeuilles nog uitsluitend de eigen beleggingsfondsen gebruikt, gevuld met mandaten.

Het verschil tussen een fonds en een mandaat is dat je als je een



CEO STEPHANE CORSALETTI VAN AA ADVISORS

mandaat afneemt, je zelf daadwerkelijk in alle posities belegt en niet in een fonds dat daar op zijn beurt in belegt. Dit heeft als voordeel dat je als bank veel beter kunt zien waar je precies voor klanten in belegt bent en hoe dit zich verhoudt tot andere posities, waardoor je risico's beter kunt managen. Daarnaast is een mandaat geen standaardoplossing, maar een af-

spraak tussen twee partijen. Er is dus maatwerk mogelijk. Je kunt bij het afsluiten ervan onderhandelen over de inhoud en niet onbelangrijk: over de prijs.

Een ander groot voordeel van het werken met mandaten is volgens Corsaletti de betere toegang tot kleine gespecialiseerde fondshuizen. 'We kunnen nu mandaten afnemen van partijen die anders

niet toegankelijk waren voor Nederlandse particuliere klanten', bijvoorbeeld omdat ze wel een buitenlandse vergunning hebben, maar geen fondsen geregistreerd hebben voor verkoop in Nederland. 'Doordat het om eenop-eenafspraken gaat, hoef je bovendien geen rekening te houden met de invloed van bewegingen van andere grote beleggers in het fonds. Beleg je in een klein fonds, dan kan de koers beïnvloed worden door het in- of uitstappen van andere grote beleggers. Daar heb je geen last van als je de enige belegger in een bepaalde strategie bent.'

Een nadeel van beleggen in grote blockbusterfondsen is volgens Corsaletti dat ze minder flexibel zijn. 'Er is bijna altijd een negatieve correlatie tussen alpha en grootte.' Een 'boutique' zijn is uiteraard niet voldoende om voor selectie in aanmerking te komen. 'Een strategie is goed als hij structureel in staat is alpha te behalen, transparant is, een duidelijke filosofie en beleggingsstijl heeft en daar vervolgens ook consequent aan vasthoudt', zegt Corsaletti.

AA Advisors verpakt de mandaten vervolgens in fondsen omdat dit de enige manier is om mandaten voor particuliere klanten toegankelijk te maken. 'Voor het eerst deden we dit in 2005 voor de toenmalige ABN Amro-dochter LaSalle in de Verenigde Staten', vertelt Corsaletti. 'In de VS is het werken met fund of mandates nog altijd gemeengoed.'

In Europa gebeurt het wel voor institutionele beleggers, beaamt Corsaletti, 'maar is het als constructie voor retail- en private bankingklanten nog relatief onbekend, al doet AA Advisors dit al voor ABN

Amro sinds 2007, zij het op kleinere schaal. De bank spreekt daarom van een proces dat al lang gaande was. Anderen zien het overgaan op het grootschaliger gebruik van fund of mandates als een antwoord op het begin vorig jaar ingevoerde provisieverbod.

'Ten onrechte', zegt Corsaletti nu. In een interview met het Britse platform Citywire in 2011 noemde hij overgaan op een fund of mandatesplatform echter als een van de mogelijkheden om in ieder geval een deel van het wegvallen van inkomsten als gevolg van een provisieverbod op te vangen. 'In het mandaat neem je een fee op voor het structureren hiervan. Dit zal het wegvallen van de distributievergoeding niet volledig compenseren, maar het zorgt wel voor wat extra inkomsten voor de groep, die je anders waarschijnlijk niet aan je klant in rekening kon brengen.'

Marge

Directeur vermogensbeheer bij ABN Amro MeesPierson Richard de Groot zei eerder tegen Fondsnieuws dat er zo'n 10 tot 20 basispunten van de management fee op de fondsen naar AA Advisors gaat. In de markt werd daar verwonderd op gereageerd. Omdat ABN Amro haar schaal

kan inzetten bij het inkopen, zou er volgens kenners een veel grotere marge moeten zijn. Corsaletti zegt niet te kunnen bevestigen of het eerder genoemde aantal basispunten klopt. De marge verschilt volgens hem van mandaat tot mandaat, 'maar de gemiddelde marge is wel gestandaardiseerd. Het maakt voor ons dus niet uit, welk mandaat in een portefeuille komt.' Vanuit de management fee gaat er volgens Corsaletti verder niets naar ABN Amro. De bank wordt gewoon direct door de klant betaald voor haar dienstverlening. Dat AA Advisors een fee ontvangt is volgens Corsaletti niet in strijd met het provisieverbod omdat het hier gewoon gaat om een vergoeding voor geleverd werk. 'Wij zijn de grootste fondsselecteur van Europa. Goede strategieën selecteren, daar fondsen omheen bouwen, waarvan de risico's gemanaged moeten worden is hard werken. Wij zijn een organisatie van veertig man.'

Of zijn fund of mandates gezien moeten worden als huisfondsen, is een volgend delicaat onderwerp. 'Strikt genomen wordt onze vergunning gebruikt voor de fondsen, maar er wordt belegd in strategieën van anderen. Naar mijn mening zijn fund of mandates de ultieme optimalisatie van open architectuur. Dit omdat de transparantie toeneemt, voor ons, maar ook voor klanten die dat willen. Daarnaast willen we door op deze manier onze schaal in te zetten ook de kosten voor klanten omlaag brengen. Ons doel is goedkoper te zijn dan andere producten.' ■

**'ONS DOEL IS
GOEDKOPER
TE ZIJN DAN
ANDERE
PRODUCTEN'**

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Een nieuwe Kijk op wereldwijd beleggen.

Introductie nieuw fonds op 30 oktober.



Capital Group New Perspective Fund (LUX)

Beleggen in de uitdagende markten van vandaag vereist een echt wereldwijd perspectief. Bij Capital Group zijn wij van mening dat een beter begrip van beleggingskansen en -risico's kan worden verkregen door te kijken naar de bronnen van de inkomensstromen van een onderneming, meer dan door alleen te kijken naar in welk land de onderneming genoteerd staat. Deze visie is een van de drijvende factoren achter het succes van onze New Perspective strategie, die al meer dan 40 jaar zorgt voor superieure, consistente resultaten in de VS. Deze strategie zal op 30 oktober voor de eerste keer beschikbaar worden gesteld aan Europese beleggers via een nieuw, in Luxemburg gevestigd fonds (ICBE).

Een bewezen beleggingsgeschiedenis van meer dan 40 jaar

Beleggingsresultaten (USD), %	New Perspective strategie	MSCI ACWI ¹	Overrendement ²
Resultaten per jaar over hele levensduur sinds introductie in 1973	13,1%	8,3%	4,8%

Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

Het nieuwe fonds zal worden beheerd door hetzelfde team als de Amerikaanse strategie en zal dezelfde, wereldwijde beleggingsbenadering zonder beperkingen volgen door te beleggen in hoogwaardige blue-chip multinationals met uiteenlopende marktkapitalisaties. Het is een flexibele strategie die onze portefeuillebeheerders in staat stelt hogere groei cijfers te realiseren en seculiere trends en wereldwijde groeipatronen te volgen waar deze zich ook voordoen, zonder enige geografische beperking.

Geïntegreerde wereldwijde research vormt de ruggengraat van Capital Group



Ga voor meer informatie over nieuwe perspectieven voor wereldwijd beleggen naar thecapitalgroup.nl/newperspective

UITSLUITEND VOOR PROFESSIONELE BELEGERS

Beleggingsresultaten per 31 augustus 2015, in Amerikaanse dollars. Resultaten op jaarbasis die worden weergegeven voor de Capital Group New Perspective Composite zijn naar beleggingen gewogen en gebaseerd op initiële wegingen en maandelijkse resultaten, en zijn vóór aftrek van beheerkosten. Voorlopig. Introductiedatum: 31 maart 1973 Deze informatie is een aanvulling op of een uitbreiding van vereiste of aanbevolen publicatie- en presentatieregels van de GIPS®-standaarden, die op aanvraag beschikbaar zijn. GIPS is een handelsmerk van het CFA Institute. Bron: Capital Group

¹ MSCI All Country World Index (met herbelegging van nettodividenden) vanaf 30 september 2011; daarvoor MSCI World (met herbelegging van nettodividenden). Bron: MSCI ² Het overrendement wordt rekenkundig berekend.
³ Per 31 december 2014. De ondernemingen van Capital Group beheren aandelen via drie beleggingsdivisies. Deze divisies nemen onafhankelijk beslissingen inzake beleggingen en stemmen bij volmacht. Beleggingsprofessionals op het gebied van vastrentende waarden leveren research en beleggingsbeheer op dit gebied voor de hele organisatie van Capital Group; voor effecten met kenmerken van aandelen handelen zij echter uitsluitend namens één van de drie beleggingsgroepen.

Deze documentatie is uitgegeven door Capital International Limited (met vergunning van en onder toezicht van de Britse Financial Conduct Authority), een dochteronderneming van Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Deze documentatie is uitsluitend bestemd voor professionele beleggers, en particuliere beleggers dienen hier geen beslissingen op te baseren. Hoewel Capital Group redelijke inspanningen levert om informatie te betrekken van bronnen waarvan zij meent dat deze betrouwbaar zijn, staat Capital Group niet in voor de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de informatie. Deze documentatie pretendeert niet volledig te zijn en behelst geen beleggingsadvies, fiscaal of ander advies.

Risicofactoren die u dient te overwegen alvorens te beleggen:

- De waarde van aandelen en inkomsten daaruit kunnen zowel stijgen als dalen, en de kans bestaat dat u uw initiële belegging deels of volledig verliest.
- Resultaten uit het verleden zijn geen leidraad voor toekomstige resultaten.
- Als de valuta waarin u belegt stijgt ten opzichte van de valuta waarin de onderliggende beleggingen van het fonds worden gedaan, zal de waarde van uw beleggingen dalen.
- Het prospectus en de documenten met essentiële beleggersinformatie zetten risico's uiteen. Afhankelijk van het fonds kunnen deze risico's omvatten die samenhangen met beleggen in opkomende markten en/of hoogrentende effecten.

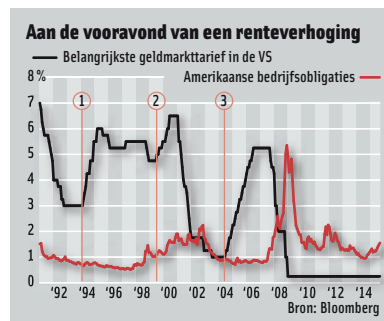
HAMVRAAG BETREFT CHINA

DE FAVORIETE GRAFIEKEN

Andrew Wells, chief investment officer vastrentende waarden van Fidelity, gaat in deze 'favoriete grafieken' in op credits, QE en de Chinese reserves.

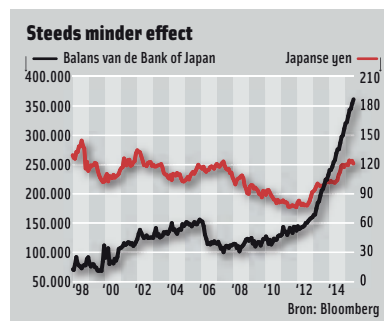
Bedrijfsobligatiemarkten zijn voorbereid op hogere rente

Nu een rentestap in de VS nog steeds boven de markt hangt, is bezorgdheid onder beleggers in bedrijfsobligaties over een spillover-effect voelbaar. Het schuld papier vertoont altijd zwakte voorafgaand aan verkrappend monetair beleid. Ook dit keer. De spreads zijn echter hoger dan ze ooit zijn geweest tijdens vergelijkbare stadia in de rentecyclus. Voor beleggers is dat een belangrijke buffer. Er bestaat een omgekeerde correlatie tussen spreads en renteveranderingen. Houvast is dat tijdens twee van de drie vorige cycli de spreads verkraptten toen de rentes werden verhoogd.



Het effect van monetaire verruiming neemt af

Beleidsmakers hebben hun monetaire verruimingsprogramma's steeds verder moet uitbreiden om het gewenste effect op de markt te bereiken. De ECB staat nu opnieuw onder druk om haar QE-programma uit te breiden. Met de huidige lage rentes hebben centrale banken weinig andere instrumenten in handen, mocht er zich een wereldwijde recessie voordoen. Op een bepaald moment komen hun geloofwaardigheid en hun valuta's echter in het geding. Dat risico moeten beleggers niet onderschatten. Bescherming hiertegen is mogelijk door ook in buitenlandse valuta's te beleggen.

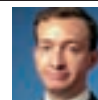


De quizvraag voor 1 biljoen

Welk effect heeft de inkrimping van de Chinese valutareserves op Amerikaanse staatsobligaties? Dat is de hamvraag. Een verstoring van de obligatiemarkten is niet uitgesloten, maar zowel de VS als China hebben er belang bij dat het een en ander ordentelijk verloopt. Er zijn al bewegingen te zien. De verkoopgolf van aandelen eind deze zomer heeft zich immers niet vertaald in een rally van Amerikaanse Treasuries. Dat komt ongetwijfeld door verkopen ervan vanuit China. Gelukkig is alles nog binnen de perken gebleven. Van beide kanten is men voorzichtig. Die trend zet door. ■



ANDREW WELLS IS CHIEF INVESTMENT OFFICER VASTRENTENDE WAARDEN BIJ FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT. BIJ DE AMERIKAANSE ASSETMANAGER HEEFT HIJ EEN LANGE STAAT VAN DIENST OPGEBOUWD. HIJ HEEFT ONDER MEER IN AZIË GEWERKT EN IS EERDER PORTFOLIOMANAGER GEWEEST.



BESCHERMING GEZOCHT IN ABSOLUTE RETURN

HISTORISCH LAGE RENTES ZIJN BELANGRIJKE DRIJFVEER

Met lagere rendementsperspectieven voor traditionele beleggingen komen alternatieven weer in beeld. De recente marktvolatiliteit vernauwt de beleggersfocus verder tot zogenoemde 'absolute return'-strategieën.

TEKST ANTON REIJINGA

Nadat obligaties drie decennia de wind mee hadden en aandelen meerdere jaren sterke stijgingen hebben gekend, vrezen beleggers dat de beurzen op een keerpunt staan. Beide beleggingscategorieën stonden de laatste maanden zwaar onder druk. Dit zaait twijfel over de veronderstelde diversificatievoordelen van het combineren van de twee. En intussen lijkt hun volatiliteit alleen maar toe te nemen.

Terwijl kapitaalmarktrentes de de nul naderen, is ook de rente op spaarrekeningen verwaarloosbaar. Dit doet veel beleggers uitkijken naar stabiele inkomsten-genererende alternatieven. Strategieën die zich aanprijzen als 'absolute return' klinken als de heilige graal.

Absolute return-strategieën vallen onder alternatieve beleg-



GARS-FONDSMANAGER GUY STERN

'HET AANBOD ALTERNATIEVE FONDSEN IS ENORM TOEGENOMEN'

gingen. Dit is een verzamelbegrip voor beleggingen die niet passen in een van de traditionele beleggingscategorieën. Enerzijds gaat het om onderliggende waarden anders dan aandelen en obligaties – uiteenlopend van zeer liquide beleggingen, zoals grondstoffen en valuta, tot minder verhandelbare varianten, zoals private equity, direct vastgoed, infrastructuur, bosbouw, kunst of vliegtuigleases. Anderzijds worden ook beleggingsstrategieën die anders niet voor long-only-beleggers beschikbaar zijn onder alternatieve beleggingen geschaard. Deze maken bijvoorbeeld gebruik van shortposities, termijncontracten of andere derivaten en leverage – vaak worden strategieën aangeduid als hedgefondsen, een categorie met een wereldwijde geschatte omvang van bijna \$ 3000 mrd.

Democratisering

Het aanbod van verhandelbare alternatieve beleggingsfondsen is

de afgelopen jaren enorm toegenomen. Alleen al in de Verenigde Staten is het vermogen onder beheer van alternatieve beleggingsfondsen tussen 2008 en 2014 gestegen van rond de \$100 mrd naar meer dan \$500 mrd. Het aantal fondsen verdrievoudigde tot meer dan 700. Het in Californië gevestigde Pimco, naar eigen zeggen de grootste Amerikaanse aanbieder in deze categorie, spreekt van een 'democratisering' als gevolg van de bredere beschikbaarheid en groei van de categorie.

De Amerikaanse dochter van het Duitse Allianz definieert liquide alternatieven als beleggingen die een geringe correlatie vertonen met traditionele aandelen- en obligatiebeleggingen en toegankelijk worden gemaakt in breed beschikbare fondsen, zonder de vaak bij private equity en hedgefondsen geldende beperkingen voor in- en uitstappen. De term liquide slaat daarbij op het fonds en niet zozeer op de onderliggende waarde – die kan zowel liquide als illiquide zijn.

Groei

Multi-asset strateeg Philippe Ferreira van Lyxor Asset Management in Parijs voorspelt dat ook in Europa de markt zal blijven groeien. Een sterke drijfveer is hierbij de ultralage rente. 'Uiteindelijk hebben we rendementen nodig om de pensioenen uit te betalen', zegt hij. Uit een doorrekening van verschillende scenario's concludeert hij dat hedgefondsachtige strategieën de komende jaren superieure rendementen van meer dan 5% moeten kunnen halen.

Global Absolute Return Strategies (GARS), een van Europa's bekendste en grootste fondsen in zijn

soort, met een vermogen van meer dan €66 mrd, heeft zich een rendement van 5% boven zesmaands euribor over een voortschrijdende periode van drie jaar ten doel gesteld. Investment director Chris Nichols van Standard Life Investments (SLI) waarvan GARS het vlaggeschipfonds is, zou het geen hedgefonds willen noemen. 'Hedgefondsen nemen extra risico om meer rendement te halen, terwijl ons proces erop gericht is de rendementsdoelstelling te halen met zo min mogelijk risico.'

Wel belegt GARS naast aandelen en obligaties in alternatieve beleggingsklassen en maakt het gebruik van alternatieve strategieën. De portefeuille wordt opgebouwd met ideeën aangedragen door een uitgebreid team van specialisten. De risico's worden met kwantitatieve modellen gemonitord. Als geheel moet de portefeuille rendement maken op basis van de centrale macrovisie van het huis, maar afzonderlijke posities kunnen ook gericht zijn op geld verdienen 'als het fout gaat in de wereld'.

GARS-fondsmanager Guy Stern benadrukt tijdens een perspresentatie op het hoofdkantoor in Edinburgh dat ook het personeelsbeleid van doorslaggevend belang is voor de continuïteit, zeker als

**'EEN
HEDGEFONDS
NEEMT EXTRA
RISICO, WIJ
JUIST MINDER'**

een fonds zo hard groeit als GARS. Twee jaar terug stapte geestelijk vader van GARS Euan Munro over naar Aviva en liep een deel van het beheerteam over naar Invesco. Maar volgens Stern is niet alleen geschikte vervanging gevonden, ook is ook al voorgesorteerd op toekomstige groei.

Handel in paren

De beleggingstactiek om te handelen in 'paren', waarbij tegengestelde posities worden opgezet met het doel te profiteren van relatieve over- en onderwaarderingen, terwijl het marktrisico wordt geïmmuniseerd, lijkt nog steeds te werken. Het fonds staat althans nog in de plus dit jaar tot nu toe. Het kwam in het eerste kwartaal goed uit de startblokken, waarna het iets prijsgaf in het tweede en vlak staat het voor het derde, aldus Nichols.

De beurzen presteerden in deze laatste drie maanden dramatisch slecht. Ondanks dat GARS zich niet met traditionele beleggingen wil meten, heeft Nichols er ook moeite mee het in de hoek alternatief te plaatsen. De strategie is immers ontstaan uit de beleggingen van verzekeringsmoeder Standard Life 'dus niet als alternatieve belegging, maar als dé belegging'.

Vanuit deze gedachte heeft SLI een fonds met een hogere doelstelling gelanceerd: Global Focused Strategies. Dit fonds, waarvan de Nederlander David Sol comanager is, heeft een doelstelling van 7,5% boven euribor. 'Als GARS aardappelen en vlees is, is GFS de hete, alternatieve, saus', lacht Nichols. ■

OPKOMENDE MARKTEN: NU EVEN NIET

MASTERCLASS IN TEKEN VAN BELEGGEN IN EM DEBT

Schuldpapier uit opkomende landen was lang favoriet in de zoektocht naar rendement, maar de recente correctie heeft het enthousiasme getemd. Voor de langere termijn zijn de vooruitzichten echter goed.

TEKST ANTON REIJINGA

Obligaties uit emerging markets (EM Debt) stonden dit jaar onder druk, in het bijzonder die welke geprijsd zijn in lokale valuta's. Er lijkt ruimte voor een opwaardering van de beleggingsklasse.

Dit zeggen Eugene Choi van het emerging market debt team van Pictet Asset Management, en David Furey, specialist passieve vastrentende strategieën van State Street Global Advisors (SSGA), tijdens een door Fondsnieuws georganiseerde masterclass over beleggen in schuldtitels uit nieuwe markten.

Valuta

Choi toont een grafiek waarop de koers van een mandje voornamelijk valuta's uit opkomende markten is afgezet tegen die van ontwikkelde landen. De opkomende

valuta's staan op het laagste niveau sinds 2009. 'We staan op drie standaarddeviaties onder wat wij zien als het evenwicht', licht ze toe.

Dit geeft aanleiding tot de voor de hand liggende vraag uit het publiek: 'Is dit bij uitstek een moment om te kopen?' Choi lacht: 'Onze salesafdeling moet nu wel van u houden. Maar zelf houden we een slag om de arm.'

Niet alleen de valuta's, maar ook de marktrendementen zijn momenteel zeer aantrekkelijk: rond de 6% voor de dollarleningen en 7% voor leningen in lokale valuta's. Dit terwijl de rentes in het Westen zich

**'ONZE SALES
HOUDT VAN
U, MAAR ZELF
HOUDEN WE
SLAG OM ARM'**

op marginale niveaus bewegen.

'Toch zijn beleggers nu zeer voorzichtig, meestal zijn ze iets comfortabeler als de markt al een opwaartse beweging heeft gemaakt', weet ze. Het trauma zit diep bij beleggers die de categorie de laatste jaren hebben ontdekt en hun vingers brandden. De meeste nieuwe instroom ging naar de obligaties luidend in lokale valuta's.

Rendement

Op lange termijn zijn er evenwel positieve rendementen te verwachten van de categorie, stelt Choi. 'Verwacht geen 20% per jaar, maar een fatsoenlijk rendement vergeleken met andere categorieën.'

Om te beginnen zijn er 'geen zorgen om faillissementen op de schuld'. De meeste landen hebben goede reserves opgebouwd. En daarbij zullen lage wisselkoersen stijgende export tot gevolg hebben, wat de balansen verder versterkt.

Furey van SSGA ziet dit ook, al is hij van mening dat de export en de groei van opkomende lan-



EUGENE CHOI EN DAVID FUREY FOTO: BINH TRAN

den nog wel even 'onder druk' zal staan. Afkoeling in China werkt via de grondstoffenmarkten door in tal van andere opkomende landen. Toch blijven opkomende markten ook in zijn visie een zeer interessante aanvulling op de portefeuille. 'In de basis is het verhaal: lagere schuld en meer groei dan in de ontwikkelde markten.'

Implementatie

De categorie blijft nog maar mondjesmaat vertegenwoordigd in brede portefeuilles. Choi wijst op de statistiek dat pensioenfondsen nog maar zo'n 1 à 3% van hun vermogen naar EM-obligaties alloceren. En al doen Nederlandse fondsen misschien iets meer, ten opzichte van het aandeel in de wereldbevolking, landmassa en zelfs bruto binnenlands product is het heel weinig.

Furey voegt eraan toe dat met name in lokale valuta's zich ook ge-

staag een binnenlands beleggerssegment ontwikkelt. 'Deze beleggers zijn daarbij meer geneigd om tegen stijgende yields in te lenen, in plaats van ervoor weg te rennen' — zoals buitenlandse beleggers doen.

Naast de keuze voor lokale of 'harde' valuta's, moet een belegger ook bedenken op welke wijze hij in opkomende landen belegt wil zijn. Onderzoek van SSGA laat zien dat actieve managers over het algemeen geen al te best trackrecord hebben.

HET TIMEN VAN HET IN- EN UITSTAPPEN IS HACHELIJK

'Het kan heel goed dat je met drie man in Moskou de lokale markt weet te verslaan, maar het gaat om de afweging van landen tegen elkaar', zegt hij. De groep landen is enorm 'heteroog', wat het 'timen' van in- en uitstappen een hachelijke zaak maakt.

Een passief product als dat van SSGA maakt deze 'call' niet en belegt op kostenefficiënte wijze in de index. Liquiditeit was ook met de uitstroom uit de strategie deze zomer geen probleem, zegt hij.

Pictet zag tegelijkertijd tot eigen verbazing geen grote uitstroom uit de categorie. Choi zegt dat van eerdere crises is geleerd en dat scherper op liquiditeit wordt gelet; voor het afdekken van valutarisico's wordt gebruikgemaakt van de zeer liquide markt voor forwards (derivaten). ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

4

DEEL

VERVOLGVERHAAL OVER FINANCIAL PLANNING-VRAAGSTUKKEN.

Door zaken handig te regelen, kun je veel geld besparen. Ontmoet in dit verhaal de familie Pietersen en leer van wat die tegenkomt. Vorige keer maakte moeder Marja kennis met het fenomeen deelnemingenbeleggen en leerde zij dat wie via zijn bv in 5%-belangen belegt, geen belasting over dividend en koerswinst betaalt. Dit keer vraagt zij zich af wat de veranderde vermogensrendementsheffing voor haar betekent en of er geen manier is om deze te vermijden.

© ELIANE GERRITS / COMICHOUSE.NL



Vermogensheffing

FEUILLETON

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN ILLUSTRATIE ELIANE GERRITS

‘S
 tonnd ik daar dus laatst met de Oranjevereniging voor Paleis Noordeinde te wachten tot de Gouden Koets de hoek om zou draaien en Willem-Alexander en Máxima het terrein zouden oprijden om vervolgens naar binnen te gaan voor de balkonscène, stoot Bep me aan en zegt: “Meis, dat jij hier nog zo vrolijk staat.” Ik zeg: “Hoezo?” ‘Ze zegt: “Nou, ze gaan de vermogensrendementsheffing toch veranderen? De rijkere moet meer gaan betalen. En nou, toen dacht ik bij me eigen: dat zal onze Marja wel raken. Die zal er dus wel de schurft in hebben en niet komen dit jaar.”

‘Ik wuifde dat natuurlijk weg en zei dat ik hele goede



mensen heb die dingen voor me regelen, maar onder-tussen vraag ik me nu dus eigenlijk wel af hoe het zit. Mijn beleggingsadviseur raadde me aan hiervoor een afspraak met jou te maken. Hij zei: "Daar kan onze financieel planner je alles over vertellen."

'Dat klopt', zegt Suzanne Verhoek met een glimlach. 'Gaat u zitten.'

Lage rente op sparen

'Wat er aan de hand is, is dat er bij de heffing van belasting op vermogenswinst altijd voor het gemak werd uitgegaan van een rendement op dit vermogen van 4%. Lange tijd was dat prima, maar sinds de rente op spaarrekeningen zo ontzettend laag staat – je moet tegenwoordig blij zijn als je 1% krijgt – voelt dit niet meer helemaal rechtvaardig. De overheid heeft hier iets aan willen doen door op Prinsjesdag voor te stellen om vanaf 1 januari 2017 drie schijven in te voeren die elk een ander fictief rendement kennen [zie kader volgende pagina]. De gedachte hierachter is dat mensen met meer vermogen meer beleggen en dus waarschijnlijk een hoger rendement zullen maken.'

'Maar voor welk deel van mijn vermogen geldt dit dan en hoeveel moet ik dan gaan betalen?'

'Even kijken. U heeft €2 mln belegd in een bv. Daarvoor geldt het niet. Daarover betaalt u vennootschapsbelasting en als u het weer via een dividenduitkering naar privé haalt, aanmerkelijkbelangheffing. Ik zie alleen dat u ook het vruchtgebruik hebt over een effectenrekening van €1 mln.'

'Ja inderdaad, dat heeft mijn man nagelaten aan mijn zoon, maar tot mijn dood mag ik het nog gebruiken, zeg maar.'

'Ja, precies. Nou, hoewel het dus eigenlijk uw geld niet is, moet u er als vruchtgebruiker wel de volledige vermogensrendementsheffing over betalen. Dat mag overigens van deze rekening. En dan heeft u ook zelf nog een spaarrekening met €400.000 erop. Ook hierover betaalt u vermogensrendementsheffing. In uw geval gaat het in totaal dus om €1,4 mln. In plaats van 30% over een fictief rendement van 4% komen er als gezegd drie schijven. Voor het gedeelte van € 25.000 tot en met €100.000 wordt uitgegaan van een rendement van 2,9%, voor dat meer dan €100.000 tot en met €1 mln van 4,7%, en voor alles meer dan €1 mln wordt uitgegaan van een rendement van 5,5%. Globaal komt dit bij u over het totaal neer op zo'n 4,8%.'

'Hm, ja ja. En kunnen we daar nog wat aan doen?'

'Ja, dat kan, een manier is bijvoorbeeld bovenstaand bedrag omlaag te brengen door uw hypotheek af te lossen. Ik zie dat u nog een hypotheek heeft van €400.000. Dat zou u geheel of gedeeltelijk kunnen aflossen. Wat verstandig is, hangt af van de mogelijke boeterente die u moet betalen bij vervroegd afbetalen. Meestal is het mogelijk boetevrij af te lossen in het jaar dat de rentevrijperiode afloopt. Dat is in uw geval volgend jaar. Dit is dus een optie.'

Schenken

'Een andere mogelijkheid om het zogenoemde box 3-vermogen te verlagen, is door te schenken., aan uw zoon bijvoorbeeld. In 2017 komt er weer een mogelijkheid maximaal €100.000 belastingvrij te schenken aan personen tussen de 18 en 40 jaar. Dit geld moet gebruikt worden voor de aflossing van de hypotheek, de aankoop van een nieuwe woning of een verbouwing. In uw geval is uw zoon boven de veertig, maar mag het toch nog omdat zijn vrouw jonger is dan veertig. Eerdere grote belastingvrije schenkingen moeten wel van het maximum van €100.000 worden afgetrokken.'

'Ja, dat is een goed idee. Ze willen graag een vakantiehuisje kopen op Texel!'

'Maar voor de aankoop van een tweede woning mag het geld dan juist weer niet gebruikt worden.'

'Oh, dat is jammer.'

'Een derde optie is het geld in uw bv te storten. In plaats van met een heffing van 30% over een fictief rendement, krijgt u dan te maken met een heffing van 20% over het werkelijk behaalde rendement, maar ook met een aanmerkelijkbelangheffing van 25% als u het geld weer naar privé haalt. Of dit gunstiger is, valt te bezien.'

BOX 3-VERMOGEN OMLAAG BRENGEN

Wie zijn vermogen in box 3 omlaag wil brengen, kan besluiten zijn hypotheek geheel of gedeeltelijk af te lossen. In het jaar dat de rentevrijperiode afloopt, kan dit meestal boetevrij. Een andere mogelijkheid is gebruik te maken van de verruimde schenkingsvrijstelling die voor 2017 weer is aangekondigd. Ten slotte is het mogelijk geld over te hevelen naar een bv of, fiscaal nog aantrekkelijker, een vrijgestelde beleggingsinstelling (vbi).

VERMOGENSRENDEMENTSHEFFING

ANDERE FICTIEVE RENDEMENTEN

Vermogen tot en met € 25.000	vrijgesteld
€ 25.001 t/m € 100.000	2,9%
€ 101.000 t/m € 1.000.000	4,7%
Boven € 1 mln	5,5%

Per schijf wordt voorgesteld uit te gaan van een gemiddelde vermogensmix, gebaseerd op de feitelijke gegevens uit alle aangiften over het kalenderjaar 2012. Of dit nog voldoende aansluit bij de realiteit of moet worden aangepast, wordt om de zoveel jaar geëvalueerd.

De rendementen waarmee gerekend wordt zullen jaarlijks worden herijkt. Volgend jaar zullen de percentages voor 2017 definitief worden vastgesteld.

Fiscaal partners kunnen beiden gebruikmaken van de lagere schijven en de vrijstelling.

N.B. Op het moment van schrijven was het voorstel tot aanpassing van de vermogensrendementsheffing nog niet door het parlement.

'Stel dat u verwacht 4% rendement te maken over uw €1,4 mln, dan betaalt u in de bv €11.200 vpb. Vervolgens betaalt u als u de resterende €44.800 naar privé haalt €11.200 aanmerkelijkbelangheffing. Dus u houdt €33.600 over. In box 3 zou u met de nieuwe schijven €36.057 overhouden.'

'Grosso modo kun je zeggen dat bij een lager verwacht rendement de bv een aantrekkelijkere optie is en dat bij een hoger rendement box 3 voordeliger is. Wilt u de belastingdruk verlagen, dan kunt u zoals u weet overwegen de bv om te zetten in een vrijgestelde beleggingsinstelling (vbi). Aan een vbi worden echter nogal wat voorwaarden gesteld. Zo moet er een tweede aandeelhouder zijn, die zich daadwerkelijk heeft ingekocht, en mag een vbi geen leningen verstrekken.

'Ja, ja, oké. Ik ga erover nadenken.'

Dit artikel is tot stand gekomen met hulp van Hanneke Kroonenberg, structureerder bij Van Lanschot Bankiers.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

RISICOAVERSIE IS TERUG

ALLEEN TRACKERS GROEIEN ONVERSTOORBAAR DOOR

Tot augustus stroomde dit jaar veel nieuw geld in beleggingsfondsen. Daarna sloeg de goede stemming eensklaps om.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De recente onrust op de financiële markten heeft het beeld van de geldstromen in de Europese fondsensector volledig op zijn kop gezet. Alleen etf's groeien nog onverstoord door.

Beleggers stapten in augustus massaal uit aandelen. De uitstroom van meer dan €20 mrd was de grootste (voor actief beheerde fondsen) sinds augustus 2011 toen de angst voor een Grexit het marktsentiment bepaalde, zo blijkt uit cijfers van Morningstar.

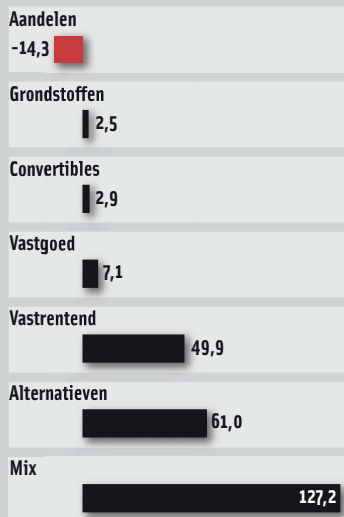
Door de forse sell-off die maand sloeg ook de balans sinds het begin van het jaar negatief uit. Vooral aandelen uit opkomende markten worden daarbij van de hand gedaan.

Ook voor obligatiecategorieën was in augustus de uitstroom met €17,7 mrd significant. 'De laatste keer dat dergelijke bedragen onttrokken werden, was tijdens de "taper tantrum" van Fed-voorzitter Bernanke in juni 2013', aldus analist Jeffrey Schumacher van de fondsenvergelijker.

Hier staan dit jaar tot nu toe

Omslagpunt

In augustus sloeg de instroom in aandelenfondsen dit jaar tot nu toe om in uitstroom.



Cijfers dit jaar tot en met augustus, in miljard euro.

Bron: Morningstar

GRAFIEK: KIM RAAD

vooral obligaties uit opkomende markten en high yields onder druk, 'wat in lijn is met het bredere beeld dat we de afgelopen maanden hebben gezien: beleggers worden meer risicoavers'.

Onderzoeker Detlef Glow van Lipper was vooral verrast dat beleggers geld onttrokken (€0,3 mrd) aan multi-asset fondsen omdat dit

type fondsen de laatste tijd zo geliefd is bij Europese beleggers.

Waar actief beheerde fondsen in augustus dus uitstroom zagen, bleef de trend richting passief intact.

Recordpeil

Met een instroom van ruim €10 mrd was het zelfs de op twee na beste maand ooit voor etf's, aldus ETFGI, het onderzoeksbureau van Deborah Fuhr die geldt als een autoriteit op het gebied van indexbeleggen. De aanwas van nieuw geld voor etf's in Europa blijft daarmee dit jaar op recordpeil.

Aandelen-etf's zagen zowel in augustus als year-to-date de meeste instroom, op ruime afstand gevolgd door trackers die in obligaties beleggen.

Nog zo'n duidelijke trend: de grootste aanbieders van etf's worden alsmaar groter. De top 4 verdeelt driekwart van de totale taart van nieuwe gelden, met iShares als de onbedreigde koploper. Dat blijkt dan weer uit het maandelijkse 'ETP Landscape'-rapport van BlackRock, het moederbedrijf van iShares. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ZEVEN VAN DE TIEN BELEGGERS WILLEN NIEUWE STRATEGIEËN OM HUN PORTEFEUILLES BETER TE DIVERSIFIËREN.*

WIJ KUNNEN DAARVOOR ZORGEN.

	 ²		PRIVATE EQUITY DIVISION ⁴
	 ³		 ⁵ investing beyond beta
		 ²	
	 ²		
 ¹	HARRIS ASSOCIATES	ossiam	

► Ontdek wat wij met onze vele partners kunnen betekenen voor u.
Bezoek onze website ngam.natixis.com.

1 Een merk van DNCA Finance.

2 Een dochteronderneming van Natixis Asset Management.

3 Een merk van Natixis Asset Management en Natixis Asset Management Asia Limited, gevestigd in Singapore en Parijs.

4 Bestaande uit zes aparte participatiemaatschappijen. Het dienstenaanbod is niet volledig in alle rechtsgebieden beschikbaar.

5 Een merk van Natixis Asset Management.

Natixis Global Asset Management, mondiaal onderzoek naar individuele beleggers, februari 2015. Het onderzoek omvatte ruim 7.000 beleggers in 17 landen.

Natixis Global Asset Management S.A., onderdeel van Natixis S.A., is de houdstermaatschappij van een wereldwijde verzameling van gespecialiseerde investment management en distributie entiteiten. In Nederland: gepubliceerd voor professionele beleggers door NGAM, Nederlands filiaal (registratienummer 50774670), World Trade Center Amsterdam, Strawinskylaan 1259, D-Tower, Floor 12, 1077 XX Amsterdam, een filiaal van NGAMS.A., een Luxemburgse beheermaatschappij gemachtigd en gereguleerd door de CSSF.

De teloorgang van de Nederlandse fondsindustrie

AUKE PLANTINGA: TOEZICHTHOUDER, NEEM EENS WAT MEER AFSTAND

Het is nog niet zo lang geleden dat Nederland probeerde van Amsterdam een financieel centrum van wereldformaat te maken. Maar inmiddels lijkt het erop dat Nederland deze ambitie heeft laten vallen. Dat is erg jammer, want veel financiële innovaties hebben een Nederlandse oorsprong.

Ook op het gebied van beleggingsfondsen is Nederland een relatief kleine speler aan het worden. De omvang van het in eigen land beheerde vermogen van beleggingsfondsen is beperkt. Veel distributeurs bieden naast Nederlandse fondsen ook een enorm assortiment aan buitenlandse fondsen. Op die manier laat het Nederlandse publiek een steeds groter deel van het vermogen in het buitenland beheren.

Op zijn is er met deze trend niets mis. Maar het brengt wel de vraag naar voren hoe het kan dat een land als Nederland ondanks voldoende expertise en een enorm opgebouwd vermogen in pensioenfondsen er niet in slaagt om een dito beleggingsfondsenindustrie te ontwikkelen. Het antwoord op deze vraag ligt deels in de omvang van onze pensioenfondsen. Omdat we zulke omvangrijke pensioenfondsen hebben, is er in verhouding tot de ons omliggende landen een kleinere behoefte om zelf via een beleggingsfonds voor een aanvullend pensioen te sparen.

Een andere verklaring is gelegen in het feit dat banken afstand hebben genomen van vermogensbeheer. Geen enkele van de drie grote Nederlandse banken heeft nog een substantieel assortiment echt eigen beleggingsfondsen. De meeste Nederlandse aanbieders zijn nichespelers of in handen van buitenlandse partijen.

Tot slot is een mogelijke verklaring dat het toezicht in Ne-



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

derland te streng is. Onze toezichhouders nemen hun werk serieus en voelen de druk van het publiek dat moeilijk onderscheid kan maken tussen enerzijds financieel wanbeheer en anderzijds de pech van een economische crisis. Wanneer een financiële instelling in de problemen komt, wordt tegenwoordig de vraag gesteld of de toezichhouder dit niet had moet weten en kunnen voorkomen. Voor iedere tegenslag is het noodzakelijk dat een schuldige gevonden wordt, en daarbij loopt de toezichhouder altijd het risico als zondebok te eindigen.

Een natuurlijke reactie is dan om het toezicht te verscherpen. Paradoxaal genoeg wordt daarmee

tevens de toezichhouder steeds meer primair verantwoordelijk voor het reilen en zeilen van de financiële sector. De toezichhouder verliest uiteindelijk zijn onafhankelijkheid wanneer hij een dominant stempel zet op het beleid van de instellingen die onder toezicht staan.

De toezichhouder zou er verstandig aan doen om iets meer afstand te nemen van de onder toezicht staande instellingen. Met name bij beleggingsfondsen is sprake van relatief eenvoudige instituten die inherent veel minder complex zijn in termen van toezicht in vergelijking met banken of verzekeraars. Ik pleit uitdrukkelijk niet voor het afschaffen van toezicht. Het alternatief is dat we uitsluitend fondsen kunnen kopen die onder toezicht staan van buitenlandse toezichhouders, waarmee de Nederlandse toezichhouder zichzelf de facto buitenspel zet. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



VAN STOCK PICKING NAAR INDEX PICKING

'INDEXPROVIDER, STEL BELANG INDEXBELEGGER VOOROP'

Mark Adema, dé expert in Nederland op het terrein van beleggingsindices, over intransparantie, kosten, passies en hypes en over de nieuwe 'kids on the block'.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Een passie' noemt hij het zelf, zijn grote betrokkenheid bij beleggingsindices. Mark Adema is een van de weinige experts op dit gebied in Nederland. Jarenlang stond hij bij beursbedrijf Euronext aan het hoofd van de afdeling die zich met indices bezighoudt en sinds 2009 is hij voor indexactiviteiten in te huren als consultant.

Veel stof opwaaien deed het toen TOM (The Order Machine) in 2014 de door hem ontworpen NL20-index lanceerde, een alternatief voor de hoofdgraadmeter van zijn voormalige werkgever, de AEX-index. Adema voert een strijd tegen inefficiënt samengestelde indices en de onvolledige transparantie ten aanzien van kosten van indexproducten.

Gaan providers het belang van de indexbelegger niet vooropstellen, zegt hij, dan schieten ze zich op termijn in eigen voet.



MARK ADEMA

Waarom?

'Vanwege de onstuitbare opkomst van indexbeleggen. In de VS gaat al veruit het grootste deel van de instroom van nieuwe beleggingsgelden richting passief. Europa zal hierin volgen. Dé trend is dan ook de beweging van stock picking naar index picking. Elke index zal daarbij een duidelijke en vaststaande beleggingspropositie moeten hebben. Door allerlei regeltjes in

te bakken wordt een indexproduct onnodig duur. Transparantie over de kosten legt dat bloot.'

Hoe is de markt voor aanbieders van indices op dit moment verdeeld?

'Je hebt twee hoofdmaken. Ten eerste heb je indices van beursbedrijven zoals Euronext met hun AEX of CAC 40. Daarnaast heb je de "big four": MSCI, S&P

Dow Jones, Russel en FTSE, al is de laatste tegenwoordig volledig eigendom van de London Stock Exchange.'

En wat is dan je kritiek?

'Neem bijvoorbeeld MSCI en Euronext, om van beide smaken er een te noemen. MSCI's businessmodel is in de eerste plaats benchmarking, oftewel, hoe doe ik het als professionele partij ten opzichte van een index. Dat betekent dat hun benchmarks geneigd zullen zijn heel breed te zijn, on-eigenlijk breed zelfs, want je zult nooit in de illiquide staart van zo'n index willen beleggen. Weliswaar maken ze heel veel verschillende indices, maar hun grote, bekende benchmarks pluggen ze ook bij uitgevers van indexproducten zoals trackers.'

'Hetzelfde geldt voor Euronext. Die gebruikt zijn indices ook ten dele voor een ander doel, met name het aantrekken van nieuwe noteringen, wat allerlei consequenties heeft.'

Ook ABN Amro hoopt op een zo snel mogelijke opname in de AEX...

'Ja. Maar is het logisch voor een indexbelegger om elk nieuw beursfonds dat op de markt komt meteen te kopen? Nee. Je kijkt het eerst even rustig aan en besluit pas na verloop van tijd of het aandeel geschikt is om voor de lange termijn in te beleggen. Voor al die wisselingen in dat indexmandje moet uiteindelijk de belegger betalen.'

Over welke kosten hebben we het dan?

Een snelle opname in een index haalt de voorspelbaarheid omlaag

wat nadelig is voor het verschil tussen de bied- en laatkoers van indexfutures. Ook de impliciete en expliciete transactiekosten voor bijvoorbeeld etf-beleggers nemen toe. Dit scheelt echt een slok op een borrel, zeker op langere termijn. En let vooral ook bij hypes als factorbeleggen op die kostenfactor. Hier is de omloopsnelheid binnen de index zo'n vier keer zo hoog als binnen een efficiënte gewone index. Op zich prima – ik ben zeker niet tegen innovatie – maar wees er in elk geval open over. Want vergeet niet, kosten zijn uiteindelijk de beste voorspeller van rendement.'

Was jij bij Euronext zelf ook niet verantwoordelijk voor de commercialisering van indices?

'Ja, en ik had daarbij alle indexactiviteiten in een aparte bv ondergebracht, duidelijk gescheiden van noteringen en contante markt. Maar de laatste jaren zie je dat bij Euronext de transactie-inkomsten onder druk staan als gevolg van toenemende concurrentie, waardoor noteringsvergoedingen steeds belangrijker zijn geworden binnen de organisatie als geheel. De belangen van beleggers in de AEX worden hieraan ondergeschikt gemaakt.'

'VOOR ALLE WISSELINGEN MOET DE BELEGGER BETALEN'

Is volledige kostentransparantie wel mogelijk?

Daar gaat het wel naartoe. De AFM en de banken hebben al een belangrijke stap gezet met de vergelijkende kostenmaatstaf. Maar ook van de verschillende transactiekosten, die nu nog alleen tot uiting komen in de tracking difference [het verschil tussen het rendement van de index en een tracker van deze index, red.], is een goede inschatting te maken zodat de zogeheten total cost of ownership, oftewel een getal dat de totale kosten van een belegging weergeeft, wel degelijk mogelijk is.'

Moeten indexaanbieders zich nu zorgen maken?

'Er zijn tekenen die daar op wijzen. Zo is BlackRock gaan opschonen. Het heeft gezegd: voor welke indices is het belangrijk om een merknaam erbij te voeren, en voor welke niet. Die indices gaan we dan zelf wel bouwen, zoals bij sectorindices. Nu hoeven ze geen licentiegeld meer te betalen. Dat bespaart al snel 3 à 4 basispunten per jaar. Dat scheelt fors in de huidige race-to-the-bottom van kosten onder de aanbieders in de VS.'

Stoot NL20 de AEX van de troon?

'Dat is een kwestie van de krachten. Het verandert in ieder geval niet als je de intransparantie van kosten niet aan de kaak stelt of zolang toezichthouders het niet verplicht stellen. Als de AEX door een onafhankelijke partij zou worden berekend, waren al die regelwijzigingen de afgelopen jaren in elk geval nooit doorgevoerd.' ■

De bel luidt voor het eindspel

WIE BETAALT DE REKENING VAN HET CRISISMANAGEMENT?

Het kabinet broedt op beleid om zijn schulden te reduceren. Kind van de rekening kan het sociale contract tussen Staat en burgers zijn. Een essay.

Er is sprake van een 'fundamentele vertrouwenszwakte in de wereld', stelt Simon Schama. De eminente Britse historicus wijst als oorzaak een combinatie aan van globalisering, migratie en vergaande technologische en sociale veranderingen. 'Dat gaat gepaard met nationalisme, dat vrijwel overal nu een religieus element heeft', aldus Schama in het discussieprogramma Buitenhof.

Onvermeld liet hij de bijdrage die overheden ook onmiskenbaar aan dat wantrouwen hebben gehad. Zo is op de kredietcrisis van 2008 gereageerd met een beleid dat historisch zonder precedent is: extreem lage rentes in combinatie met op hol geslagen geldpersen. Doel: het voorkomen van een implosie van het kapitalistische stelsel. Dat is gelukt, al lijkt de uitkomst sterk op het gezegde 'de ziekte is overwonnen, de patiënt is overleden'.

De globalisering als motor van de 'fundamentele vertrouwenszwakte' waarvan Schama gewag maakte, is sinds de jaren tachtig gepaard gegaan met toenemende inkomensongelijkheid — een ontwikkeling die recent versneld is door het kwantitatieve verruimingsbeleid van de centrale banken. Dit zorgde voor asset bubbels, waarvan vooral de haves in het post-crisistijdperk hebben geprofiteerd.

Over de kloof die dit tussen haves en havenots — of zoals men in de VS zegt tussen Wall Street en Main Street — heeft geslagen bestaat toenemend onbehagen. Dat



CEES VAN LOTRINGEN

blijkt alleen al uit het eclatante succes dat de Fransman Thomas Piketty met zijn boek *Kapitaal in de 21ste eeuw* heeft. Daarin beschrijft hij de economische ongelijkheid vanuit een historisch en statistisch perspectief. Het effect van dit massaal verkochte, maar beperkt (uit)gelezen boek is dat het de publieke opinie heeft gemobiliseerd en beleidsmakers wereldwijd van munitie heeft voorzien om de kloof tussen mensen mét en zonder geld enigzins te dichten.

Zo houdt het IMF in de paper 'Policies in support of selected sustainable development goals' een pleidooi voor het aanpakken van inkomensongelijkheid. Doel is om tot een samenleving te komen die 'inclusive' is. Dergelijke samenlevingen zijn doorgaans minder corrupt en gewelddadig en dus efficiënter en gelukkiger.

Maatschappelijk vertrouwen

De Amerikaanse wetenschapper Francis Fukuyama stelt in zijn boek *Trust* dat het welzijn in en het concurrentievermogen van een land afhangen van een overheersend aspect van de cultuur, namelijk de mate van onderling vertrouwen tussen de burgers. Dat vertrouwen komt tot uiting in het recht en in de gezagsverhoudingen in een land, maar vooral ook in de spontaniteit waarmee de burgers tot wederzijds voordeel relaties aanknopen. Fukuyama noemt dit het 'spontane associatievermogen', anderen spreken van het 'sociale kapitaal' van een land of van een 'ethos van vertrouwen'.

Voorbeelden van dergelijke 'high trust'-samenlevingen zijn Nederland, de Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Zwitserland – wat veelal in het protestantisme gewortelde samenlevingen zijn. Daartegenover staan 'low trust'-samenleving als Frankrijk, maar ook China, waar staatsvorming en ontwikkeling veelal vanuit een autocratisch centrum is opgelegd.

Maar de crisis van dit moment is een crisis die de landen met een hoog sociaal kapitaal even hard midscheeps lijkt te treffen als landen met een beperkt sociaal kapitaal. Deels zijn daar externe, deels zijn daar interne factoren als oorzaak voor aan te wijzen. Maar een inbreuk op dat maatschappelijke vertrouwen lijkt vooral ook het crisisbeleid van overheden te zijn geweest. Behalve met lage rentes, ging dit gepaard met een extreme schuldaccumulatie tot 286% van de wereldwijde output, schrijft McKinsey.

Dat roept de vraag op naar het eindspel dat overheden na de lediging van de ergste nood aan het voorbereiden zijn. Er zijn meerdere beleidsopties, die afzonderlijk of (waarschijnlijker) parallel worden ingezet – ik beperk me hier tot twee.

De eerste is een verhoging van de inflatieplafonds. Nu is dat 2%, maar zowel in de boezem van de Britse als van de Amerikaanse centrale bank – zo blijkt uit een voetnoot van een 11.000 woorden lange toespraak van centralebankvoorzitter Janet Yellen – wordt van een inflatiedoelstelling gesproken van 4%. Als dat staand beleid wordt, dan verdwijnen reële schulden relatief onopgemerkt en worden bovendien als bijvangst de vermogens van de haves – die zo sterk geprofiteerd hebben van de door centrale banken aangewakkerde asset bubbels – weer enigszins tenietgedaan. Nadeel: de havenots worden gestraft door stijgende kosten van levensonderhoud, maar dat kan een overheid compenseren door lagere belasting op arbeid te heffen.

**'OVERHEID
PAST
DERGELIJK
BELEID
NIET'**

Samenhangend daarmee worden (hogere) belastingen op vermogens voorbereid. Het kabinet-Rutte heeft een schot voor de boeg gegeven door van historische rendementen uit te gaan die de schatkist spekken, maar in de kern zo 'schimmig' zijn dat ze het maatschappelijk vertrouwen verder ondermijnen. Zo wordt voor obligaties een opbrengst aangehouden van 4% – als professionele beleggers dat jegens hun klanten zouden doen, zouden ze door DNB worden gegrield.

Sociaal contract

De overheid die al van financiële repressie wordt beschuldigd, kan zich dergelijk onbehoorlijk bestuur niet veroorloven. Belastingen maken namelijk deel uit van het sociale contract tussen Staat en burgers. De Staat biedt veiligheid in ruil waarvoor burgers belasting betalen. Dit uit de 17de eeuw stammende contract is het fundament van de westerse democratieën. Maar het staat onder druk, omdat overheden door schuldaccumulatie, tanende groei en vergrijzing veel van hun rollen aan het afbouwen zijn, terwijl het beslag dat de overheid doet op het inkomen van haar burgers niet afneemt. Dit holt de wederkerigheid van het sociale contract uit.

Wie maatschappelijk vertrouwen wil behouden, of belangrijker nog, versterken moet niet de kaasschaaf, maar de scalpel hanteren. Natuurlijk moeten de sterkste schouders de zwaarste lasten dragen, maar dan wel eerlijk – dat wil zeggen op basis van echte, behaalde rendementen. Daar zal niemand van de vermogenden op tegen zijn. Maar wie die spelregels van het sociale contract niet respecteert, moet niet verbaast zijn dat de fine fleur met haar opgebouwde kapitaal naar een minder vermogens onvriendelijke omgeving uitwijkt – want ook dát is een bijeffect van de geglobaliseerde wereld. ■

OP WEG NAAR BETER PASSENDE ADVIEZEN

MARKT MAAKT ZICH KLAAR VOOR REGELS VAN MIFID II

Natuurlijk moeten adviezen passen bij de klant. Daar is iedereen sinds de financiële crisis wel van overtuigd, maar nieuwe Europese regels op dit vlak schieten volgens sommigen een beetje door.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Banken en fondshuizen zijn druk met de voorbereiding van de implementatie van de Europese richtlijn Mifid II. Lastig is dat nog niet alle lagere regelgeving bekend is, dan wel helemaal vaststaat. De tijd begint echter te dringen. Het pakket treedt begin 2017 in werking.

Mifid II bevat aan de ene kant regels voor een betere werking van de kapitaalmarkt en aan de andere kant regels voor een betere bescherming van beleggers. Dit laatste betekent dat de richtlijn een provisieverbod kent en voorschrijft dat banken alle kosten die samenhangen met beleggen voor de klant inzichtelijk moeten maken.

In Nederland zijn op beide punten al grote stappen gezet. Nederland kent al een provisieverbod dat verdergaat dan Europa voor-

schrijft. De richtlijn schrijft alleen een provisieverbod voor vermogensbeheer en onafhankelijk advies voor. Wat dit laatste precies is, is nog niet helemaal duidelijk. Ook niet of het onderscheid tussen wel of niet onafhankelijk advies nog enige impact op de Nederlandse situatie gaat hebben.

Wellicht dat partijen wel in hun communicatie naar klanten moeten aangeven of ze onafhankelijk zijn of niet. Of dit klanten in de praktijk wat uitmaakt, betwijfelt Jasper Haak van consultancybureau AF Advisors. 'Particuliere

beleggers zijn over het algemeen honkvast. Zelfs toen ABN Amro praktisch failliet was en genationaliseerd moest worden, stapten klanten niet over naar Rabobank.'

Een ander verschil tussen de Nederlandse situatie en wat er nu aan regelgeving uit Europa komt, is dat de Europese regels niet voorzien in een provisieverbod voor execution only-dienstverlening. Nederland kent dat wel. Een partij als BinckBank heeft hier volgens Haak veel last van gehad. 'Misschien moet BinckBank ook beginnen met eigen fondsen', oppert hij.

Kostentransparantie

Ook op het gebied van kostentransparantie zijn door Nederlandse banken al flinke stappen gezet. Zij rapporteren sinds dit jaar van tevoren wat klanten met een bepaald profiel waarschijnlijk kwijt zullen zijn aan de bank en wat aan het fonds. Rabobank gaat al wat verder en geeft klanten direct zicht op de kosten van de eigen portefe-

**'FONDSHUIS
MOET BETER
AANGEVEN
VOOR WIE EEN
FONDS IS'**



BANKEN MOETEN PRECIËS IN KAART BRENGEN VOOR WIE EEN PRODUCT GESCHIKT IS. FOTO: HH

feuille. Voor de fondskosten zijn de banken echter aangewezen op wat de fondshuizen hierover rapporteren in de zogenoemde Essentiële Beleggersinformatie. Dit zijn niet alle kosten die binnen de fondsen gemaakt worden, maar alleen de lopende kostenfactoren. Deze bestaan uit de management fee en servicekosten. Een belangrijke kostenpost die hier nog ontbreekt, zijn de transactiekosten die binnen een fonds gemaakt worden.

Ook Mifid II lost dit probleem niet op, zo is de verwachting. De richtlijn kan fondsen hier niet toe verplichten. Daar moet andere regelgeving in voorzien. 'Dat gaat nog wel een paar jaar duren', verwacht adviseur financiële markten Michiel Peters van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB).

Een andere belangrijk punt in Mifid II is dat de zogenoemde ketenverantwoordelijkheid toeneemt. Nu weten fondshuizen wel of een bepaald product geschikt is voor retailbeleggers of niet, maar

doordat zij het product zelf meestal niet verkopen, weten ze niet of hun fonds wel past bij de mensen die erin beleggen, legt Haak uit. Het is bijvoorbeeld aan de distributeur om aan een klant uit te leggen dat een bepaald fonds niet zo liquide is en daarom misschien niet voor iedereen even passend is. Straks worden assetmanagers hier volgens Haak medeverantwoordelijk voor en zullen ze dus beter moeten aangeven voor welk type klant een product geschikt is. Ze moeten hierover in gesprek blijven met de distributeur. Deze interpretatie

'BANKEN HEBBEN MEER GEGEVENS VAN KLANTEN NODIG'

van de richtlijn wordt echter niet door iedereen onderschreven.

Banken moeten volgens adviseur financiële markten bij de NVB Michiel Peters in ieder geval heel precies in kaart brengen voor welk doelgroep een bepaald product geschikt is. 'In algemene zin is dat natuurlijk prima', zegt hij. Maar hij vindt dat de regelgeving wat is doorgeschoten. 'Ook voor gewone aandelen moet je dit heel precies aangeven. Wij vragen ons af wat hiervan de toegevoegde waarde is en of klanten hierop zitten te wachten. Bankers zullen meer gegevens van hen nodig hebben, niet alleen van advies en beheerklanten, maar waarschijnlijk ook van execution only-klanten', zegt Peters.

Goede zaak

Directeur Hans Janssen Daalen van vereniging van fondshuizen Dufas vult aan dat distributeurs ook in kaart moeten brengen hoe het rendement van het fonds zich in verschillende marktomstandigheden ontwikkelt. Hij stelt dat de kans vermindert dat de klant wordt teleurgesteld of op het verkeerde been wordt gezet wat betreft de prestaties van de fondsen die hij koopt. 'En dat is een goede zaak.'

De NVB vindt het echter allemaal wat veel. 'Voorafgaand aan iedere transactie die gedaan wordt voor een adviesrelatie moet straks een verklaring worden opgesteld waaruit blijkt dat de actie past bij de cliënt. Peters: 'Natuurlijk is het belangrijk dat een product bij de klant past, maar waar ligt de balans? Wij vinden dat een klant zelf ook moet blijven nadenken.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Emerging Market Debt: onze korte termijn visie is dat het een aantrekkelijke belegging blijft op de lange termijn.



Meer informatie kunt u vinden op www.pictetfunds.nl
of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.

INSPELEN OP MORGEN

ACHTSTE EDITIE FONDSEVENT IN TEKEN VAN GEOPOLITIEK

Met de economische verhoudingen verandert ook het politieke machtsspel in de wereld. Vooral voor Europa zijn de uitdagingen groot.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

De economische verhoudingen in de wereld verschuiven – vooral naar het oosten – en zo verandert ook het politieke machtsspel. ‘Dat is altijd ten nadele van ons, want wij hebben het meest te verliezen’, zegt Rob de Wijk van het Institute for Strategic Studies, in zijn inleiding op het onlangs gehouden Fondsevent.

De achtste editie stond in het teken van geopolitieke ontwikkelingen die voor beleggers relevant zijn. Volgens het gehoor van private bankers, vermogensbeheerders en adviseurs is van China de meeste invloed te verwachten.

De Wijk haakt hier op in met de projectie dat in 2030 China de Verenigde Staten zal hebben ingehaald als grootste economische macht op aarde. Hij illustreert het veranderende spel aan de hand van de zijderoute. China probeert opnieuw grip te krijgen op de handel tussen Azië en Europa. ‘De route komt in Europa aan bij Griekenland. Daar nemen de Chinezen de haven van Piraeus over. ‘We moeten oppassen dat Rotterdam



TECHNOLOGISCHE VOORUITGANG MAAKT WERELD KWETSBAAR VOOR CYBERCRIMINALITEIT

in plaats van de voor- niet de achterdeur van Europa wordt.’

Voormalig tafeltenniskampioene Bettine Vriesekoop wijst op het strategisch inzicht van de Chinezen: de grootste onverwinning

‘CHINESE AMBITIE BEDREIGT OOK POSITIE VAN ROTTERDAM’

wordt behaald zonder te vechten, zei generaal-filosoof Sun Tzu ooit. Ook Rusland speelt dit spel behendig, leggen oud-generaal Dick Berlijn en voormalig Rusland-correspondent Hubert Smeets uit.

Cybercriminaliteit is een ander issue in het nieuwe krachtenveld. ICT-beveiligingsexpert Ronald Prins verbaast zich erover dat ‘we nog geen grotere dingen hebben gezien’, zoals het dagenlang platleggen van het betalingsverkeer door hackers. Volgens hem doet men er goed aan het leger om te vormen tot een cyberleger om offensief nationale bedrijfsbelangen te verdedigen. ■

KOELBLOEDIGHEID LOONT

DE CRISIS KENT VELE HEELMEESTERS

Fondshuizen vertellen in masterclasses op het Fondsevent hoe je risico's kunt beheersen en waar nog kansen liggen.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

De tumultueuze wereld van dit moment kent vele zorgelijke ontwikkelingen. Victor Verberk, hoofd credits bij Robeco, pikt in de gezamenlijke masterclass die de Rotterdamse assetmanager op het Fondsevent met NN Investment Partners heeft gegeven, de enorme hoeveelheid schuld eruit. 'Die is veroorzaakt door beleidsmakers die de rente veel te lang (te) laag hebben gehouden.' Dat is een tijdbom, temeer omdat ook de Fed volgens Verberk geen idee heeft hoe het verder moet. Als creditbelegger moet je hier volgens hem op reageren door heel flexibel te zijn en te beleggen in zaken die al herprijsd zijn, oftewel: allocer naar dat wat al ontploft is.

Toekomst

Bij Sylvain de Ruijter, wereldwijd hoofd vastrentende waarden bij NN Investment Partners, zijn vooral zorgen over de economische situatie in China en de opkomende markten, het lage renteniveau en de liquiditeit of liever het gebrek daaraan. Hij acht de kans



niet groot maar wijst erop dat het in China helemaal mis kan gaan.

Het probleem van de lage rente is dat die spoedig kan stijgen of nog lang laag blijft. Dat doet pensioenfondsen en spaarders pijn. Voor (particuliere) beleggers is 'vluchten' nog wel mogelijk, al raakt de gebrekkige liquiditeit uiteindelijk iedereen.

In de masterclass van het Amerikaanse Fidelity Worldwide Investment benadrukt beleggingsstrateg Alex Homan dat deze volatiliteit juist ook behulpzaam kan zijn. Neem de crash op de Chinese aandelenmarkt. Die is, terugkijkend, te overzien. Slechts een klein deel van de Chinezen heeft een effectenrekening. De consumptie zal er daarom niet te veel onder lijden – en het is daar waar de toekomst in China ligt. Belangrijk om bij beleggen in opkomende

markten ook rekening mee te houden is de verwachte Amerikaanse rentestap. Homan denkt dat een hogere rente de dollar sterker maakt en dus ook de concurrentiepositie van bedrijven in emerging markets helpt.

Jan Willem Berghuis, fondsmanger van Kempen Capital Management, benadrukt in zijn masterclass dat beleggen in smallcaps lucratief kan zijn mits men bereid is volatiliteit te accepteren. In dat geval is een premie van bijna 2% te verdienen. Dat gaat wel gepaard met hogere beweeglijkheid, maar 'de kans op verlies is bij smallcaps bij een horizon van meer dan drie jaar al geringer. Bij een horizon van meer dan tien jaar is de kans nul', zegt Berghuis. Te danken is dat volgens hem aan de grotere focus in het bedrijfsproces en het geringe aantal analisten dat kleinere ondernemingen volgt. Van dat 'onbekend maakt onbemind' valt te profiteren.

Kudde voorblijven

De huidige spanningen op de financiële markten zijn voor Delta Lloyd Asset Management aanleiding om te waarschuwen dat de actieve belegger de kudde van 'bears' voor moet blijven, zoals bij

Fonds Event 360

het stierenrennen in Pamplona, en dat je tijdig moet uitstappen.

In de praktijk is het volgens Edwin Slaghekke, portfoliomanager van het Delta Lloyd Select Dividend-fonds, niet altijd gemakkelijk om kritisch te blijven denken in plaats van de benchmark te volgen. 'Blijf je een jaar achter bij de benchmark, dan begrijpen beleggers dat nog wel. Blijf je twee jaar achter, dan worden ze boos; blijf je drie jaar achter, zijn ze weg. Het gaat dus om afwijken én gelijk hebben. Heb je in 60% van de gevallen gelijk, dan staat je fonds in de top 10.' Waarna hij dit onmiddellijk weer relativeert: 'Als een hartchirurg in 40% van de gevallen fout zit, dan heeft hij geen job meer.'

Alex Crooke, hoofd inkomensbeleggen van Henderson Global Investors, benadrukt hoe belangrijk de verdediging bij beleggen is. Dividendbeleggen is daar een voorbeeld van. Wereldwijde kwaliteitsaandelen zijn volgens hem minder volatiel en leveren een fors hoger totaalrendement op. Zo neemt in de MSCI World Index het gemiddelde dividendrendement door alle cycli met 6% toe, en als de inflatie stijgt, neemt de groei van het dividend ook toe. Hij tip voor dit moment vooral farma. Daar worden veel nieuwe vindingen gedaan.



Oliver Plein van Deutsche AWM benadrukt dat met zogenoemde 'conservatieve aandelen' het beste van twee werelden te krijgen is: laag risico en potentieel hoog rendement. Dat is in strijd met de zogenoemde 'moderne portfoliostrategie' die nu juist zegt dat hoog risico en hoog rendement samengaan. Plein weerspreekt dat: het gaat bij beleggen vooral om het beperken van de verliezen. Daarvoor moet nadruk worden gelegd op inkomen, moet sectorconcentratie worden voorkomen en moet volatiliteit juist worden tegengegaan. Stabiel dividendrendement is 'key'.

Inspelen op actualiteit

Ian Kelly, fondsmanager van Schroders, is ook enthousiast over inkomensbeleggen – vooral in turbulente tijden. Maar hij waarschuwt waardebeleggers ook achter de headlines te kijken. Zo wordt de pay-out van dividend bij Europese energiebedrijven als Shell al moeilijk bij een olieprijs onder de \$100 per vat – nu is deze \$50! Kelly adviseert in te stappen als de dividenduitkering is verlaagd en aandelen van kwaliteitsbedrijven zijn afgewaardeerd.

BNP Paribas Investment Partners probeert juist niet op de actualiteit in te spelen, maar de langeretermijntrends in een portefeuille te vangen. Gelet op de explosieve groei van de wereldbevolking vraagt Helena Vines Fiestas, hoofd duurzaamheidsonderzoek, zich af hoe men al die monden gaat voeden. 'Als gevolg hiervan neemt de vraag naar melk, vlees en Goudse kaas ook toe.' Ondertussen is water schaars, is landbouw nu al goed voor 70% van al



het waterverbruik en hebben we te maken met de klimaatverandering. Landbouw is verantwoordelijk voor 24% van de uitstoot van alle broeikasgassen. Ga er maar aan staan. Beleggers die hier wat aan willen doen, kunnen volgens Vines Fiestas in bedrijven stappen die werken aan oplossingen voor genoemde uitdagingen.

Joshua McCallum (foto), beleggingsstrateeg van UBS Global Asset Management, ijverde tijdens het plenaire gedeelte van het Fondsevennt in reactie op een 'tour d'horizon' langs geopolitieke ontwikkelingen en het effect dat zij hebben op de beleggingsportefeuille, voor een proactieve strategie. McCallum erkent dat men de toekomst niet kan voorspellen, al helpt het om het nieuws intensief te volgen. Ook kunnen risico's met derivaten worden afgedekt. Maar belangrijker nog: in iedere crisis steekt een kans, zegt hij. 'De markt heeft de neiging altijd te overdrijven – dus als iedereen zijn portefeuille afbouwt als de markten dalen, is dat voor actieve beleggers het moment om in te stappen.' Koelbloedigheid onderscheidt volgens hem de winnaars van de verliezers. ■

BEKIJK VIDEO-INTERVIEWS MET DE
FONDSMANAGERS OP FONDSEVENT.NL.

Playing By Our Own Rules (Based)

Methodology: **AlphaDEX** multi factor investing

Why be Average?

Over the years, ETFs have served investors looking to replicate the returns of the market. Many of which were, and still are, based on weighting companies within their index by market cap (size), not necessarily their actual worth.

The ETF industry is evolving and investors are demanding alpha-pursuing index funds to achieve potentially better investment results while keeping the additional features of an ETF such as tax efficiency, exchange-traded liquidity and transparency.

We're Different.

The AlphaDEX strategy, in particular, is rules based. It is designed to take an index and, based on its proprietary methodology, identify those stocks that provide the greatest potential for capital appreciation surrounded by an overall investment theme.



What is the AlphaDEX rules-based process?

The AlphaDEX® Stock Scoring System is based on years of our own research combined with foundational academic studies to determine the fundamental evaluation measures which have the greatest predictive power. The AlphaDEX investing methodology uses these factors to rigorously screen, select and weight the stocks contained in the index.

No active judgment is made when evaluating stocks and every step in the process is driven by a transparent and repeatable quantitative process. We believe that we can ultimately increase the potential for excess returns and positive alpha by selecting and weighting stocks based on merit, not size.

Contact:
Roel Thijssen
020 820 3919

 **First Trust**
Global Portfolios
8 Angel Court, London, EC2R7HJ

This material is issued by First Trust Global Portfolios Limited ("FTGP") of 8 Angel Court, London, EC2R7HJ. FTGP is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority ("FCA") (register no. 583261). The Funds are not regulated by the FCA.

Nothing in this document constitutes an invitation, offer or solicitation to engage in any investment activity including buying or selling any investment including any interest in a fund.

This document is only for the attention of "Professional" investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments ("MIFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry. The products and services to which this communication relates are only available to such persons and persons of any other description should not rely on this communication. The Company has completed its notification to the Authority Financial Markets (Stichting Autoriteit Financiële Markten) in the Netherlands in order to market its shares for sale to the public in the Netherlands according to Section 2:72 of the Dutch Financial Markets Supervision Act (Wet op het financieel toezicht) as amended from time to time.

"AlphaDEX®" is a registered trademark of First Trust Portfolios L.P. First Trust Portfolios L.P. has obtained a patent for the AlphaDEX® stock selection methodology from the United States Patent and Trademark Office.

THEMA: GRONDSTOFFEN



HERSTEL IN ZICHT?

De supercyclus in grondstoffen is ten einde zegt de één. Nee nog niet, zegt de ander.

PAGINA 40-41



STALEN ZENUWEN

Landbouwbeleggers moeten stalen zenuwen hebben. De prijzen staan onder druk.

PAGINA 44-45

EN VERDER

DRUK OP DIVIDEND

Hoe houdbaar is het dividend van Shell?

PAGINA 47

CYCLUS VAN DESTRUCTIE

Grondstoffenmarkt is manisch-depressief: wat steeg, gaat weer omlaag.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

De olieprijs bereikte in 2008 een piek van \$145 per vat. Goldman Sachs voorspelde een stijging naar \$180. Het was een staaltje van extrapolair denken waar ze in de financiële wereld het patent op lijken te hebben – de olieprijs staat nu op minder dan \$50.

Theorieën over het bestaan van supercycli, die veelal zijn gebaseerd op het grondwerk van economen als Nikolai Kondratieff en

Joseph Schumpeter, hebben iets weg van voodoo: je gelooft erin of je wuift het met ongeloof weg, zoals nu het geval is.

Bij het geloof in een supercyclus hielp een paper die Bilge Erten en José Antonio Ocampo in 2012 hadden gepubliceerd. Zij waren op basis van historisch onderzoek van oordeel dat tussen 1865-2009 sprake is geweest van vier supercycli, waarvan de jongste zijn hoogtepunt vond rond 2010-2011.

Vergeten werd de waarschuwing van econoom Julian Simon die in 1980 had gezegd dat door technologische vooruitgang de

grondstoffenprijzen op termijn juist afnemen. Olie, koper en ijzererts zijn sinds 2011 fors gedaald. De oorzaak hiervan moet zowel in China worden gezocht als in de VS waar sprake is van een schalierevolutie. Het bewijst dat op schaarste innovatie volgt en dat iets wat omhoog gaat ook weer omlaag gaat – en vice versa. Voor beleggers is dat een reminder dat eenrichtingsverkeer niet bestaat. Het is wat Schumpeter de economische oerkracht van 'creatieve destructie' heeft genoemd. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

HET IS NOG WACHTEN OP KOOPSIGNALEN

PRIJZEN VAN GRONDSTOFFEN IN VRIJE VAL

Nude groei van de Chinese economie afzwakt, kelderen de grondstofprijzen. Is de supercyclus definitief ten grave gedragen of treedt een spoedig herstel op? Experts zijn verdeeld.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Een krap aanbod en een stijgende vraag uit China stuwden de prijzen van grondstoffen vorig decennium tot grote hoogte. Maar inmiddels is de beleggingscategorie al weer geruime tijd uit de gratie bij beleggers. Vanaf de piek in 2008 is de prijs van een mandje grondstoffen met driekwart gedaald, gebaseerd op de prestatie van de S&P GSCI Index.

Ivan Moen, hoofd beleggingen bij Optimix vindt er geen doekjes om: 'De supercyclus in grondstoffen is afgelopen.' Om een harde landing te voorkomen, heeft China na de kredietcrisis een impuls aan de economie proberen te geven met grootschalige investeringen in de woningbouw, infrastructuur en industriële capaciteit. Dit heeft van China 's werelds grootste grondstoffenconsument gemaakt, maar

tegelijk tot een wereldwijde overcapaciteit geleid. Omdat de vraag naar grondstoffen vanuit China nu is gestagneerd, dalen de prijzen weer en is de trend compleet omgeslagen, zo verklaart Moen de huidige situatie.

Voordat herstel kan optreden, moet volgens hem eerst de overcapaciteit verdwijnen en dat vergt tijd. 'Het is nu wachten op faillissementen in de Amerikaanse schalieolie-sector. De capaciteit is er de afgelopen jaren enorm toegenomen, maar doordat de olieprijs mede door het hoge productieniveau van de Opec is gehalveerd, stapelen de verliezen

zich op. Ook in de basismetalen moeten bedrijven omvallen, alvorens prijzen kunnen stijgen.'

Evenwichtsprijs iets hoger

De lagere investeringen van olie- en gasmaatschappijen leiden volgens Moen niet direct tot minder productie. Een significant herstel van de olieprijs verwacht hij daarom voorlopig niet. Wel denkt Moen dat de evenwichtsprijs voor olie uiteindelijk iets hoger ligt omdat de huidige lage prijzen niet houdbaar zijn.

Volgens de strateeg brengt de vraagzijde voorlopig ook geen soelaas. 'Opkomende landen zijn goed voor circa 60% van de mondiale groei en nu het hier duidelijk minder gaat, zal ook de ontwikkeling van de wereldeconomie gaan teleurstellen. De lagere brandstofprijzen zullen daarom niet leiden tot meer vraag naar olie.'

Zijn advies is om grondstoffen en grondstoffenproducenten voorlopig te mijden. 'Ik wil eerst zien dat de productiecapaciteit omlaaggaat,

**'ZOLANG DE
CAPACITEIT
NIET DAALT,
BLIJFT PRIJS
ONDER DRUK'**

zodat grondstoffen weer schaars worden. Zolang dat niet gebeurt, blijven de prijzen onder druk. Als de capaciteit begint te dalen, zie je dat aandelen van grondstoffenproducenten nog een laatste beweging omlaag maken en daarna moet je instappen.'

Een goed instapmoment kan zich volgens de strateeg sneller aandienen als een grote speler zoals het door fraude geteisterde Braziliaanse Petrobras, omvalt. 'Dit kan leiden tot een domino-effect en de koersen in de hele sector 15% lager zetten. Ook een relatief solide partij als Shell komt dan onder druk te staan.'

Grondstoffenspecialist Matthew Michael van Schroders ziet het minder somber in. 'De prijzen liggen nu onder break-evenniveaus, of het nu om energie, industriële metalen of landbouwgrondstoffen gaat. Producenten snijden hierdoor in de capaciteit en dit maakt de weg vrij voor prijsherstel. De supercyclus is nog niet voorbij'. Hij wijst bijvoorbeeld op het sterk gedaalde aantal boorplatforms in de VS. Dit zal volgens hem vanaf volgend jaar leiden tot een lagere Amerikaanse olieproductie, terwijl de vraag zich goed blijft ontwikkelen.

Maar ook elders ziet Michael dat olie- en gasmaatschappijen hun exploratie- en productiebudgetten fors terugbrengen. Weliswaar draait de Opec de oliekraan vooralsnog niet dicht, maar de extra capaciteit om de productie te laten groeien is niet zo groot als beleggers denken. Ook Iran heeft op dit moment weinig reservecapaciteit en er zijn bovendien veel investeringen nodig om de productie op te voeren. 'Het is een misvatting dat Iran de markt met olie zal overspoelen', zegt Michael. 'Het overaanbod in de energiemarkt ver-

Grondstoffenprijzen sinds de piek in 2011

Het verloop van de Thomson Reuters/CoreCommodity CRB Commodity Index



GRAFIEK: KIM RAAD

dwijnt op korte termijn, omdat de huidige lage prijzen onhoudbaar zijn voor producenten. We denken dan de olieprijs in 2016 weer stijgt.'

Blind kopen

Michael ziet sowieso volop kansen voor beleggers. 'Wanneer het sentiment in de energiesector en in de andere grondstoffenmarkten zo negatief is na het halveren van de prijzen, moet je gewoon blind kopen.' Hetzelfde gaat op voor de grondstoffenproducenten. 'Hun prestaties op de beurs zijn in sommige gevallen nog slechter dan de prijsontwik-

keling van de onderliggende grondstoffen.' Volgens Michael moet je hierbij wel selectief zijn of een hele goede spreiding aanbrengen, want sommige partijen zullen het eenvoudigweg niet lang volhouden bij deze lage prijzen.

Alleen met basismetalen is Michael voorlopig nog terughoudend. 'We verwachten dat de productie zal afnemen, maar zien dat nu nog niet. Dat komt ook doordat de prijzen nog steeds veelal boven de marginale kostprijs liggen. Met als gevolg dat er bijvoorbeeld nog steeds veel koper wordt geproduceerd. Bovendien zijn de industriële metalen, zoals koper, nikkel en zink, sterk afhankelijk van de vraag uit China, dat tot 50% van de wereldconsumptie voor zijn rekening neemt. Bij suiker is dat bijvoorbeeld maar 10% en bij aardgas 6%. 'Onze voorkeur gaat daarom uit naar agrarische grondstoffen en olie en gas.'

'DE OLIEPRIJS GAAT VOLGEND JAAR WEER STIJGEN'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST
EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Alternatives **4** children



Support Children all over the world
and get connected with
the financial community.

Make a difference where it really matters.
Join us now.

info@a4c.nl
www.a4c.nl

HOUDEN OF SCHRAPPEN?

RENDEMENT EN DIVERSIFICATIEVOORDEEL VALLEN TEGEN

Diverse pensioenfondsen hebben grondstoffen uit de portefeuille gegooid. Bij ABN Amro vormen ze echter een vast onderdeel in de beleggingsmix.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Sinds 2011 is het kommer en kwel in de grondstoffen-sector. Beleggingsfondsen met grondstoffenindices als benchmark verloren de afgelopen drie jaar 10% of meer op jaarbasis. Boosdoeners zijn de scherp gedaalde olie- en goudprijzen die zwaar meewegen in veel van deze indices.

'Wij zijn een paar jaar geleden tot de slotsom gekomen dat het risico van grondstoffen onvoldoende wordt beloofd', zegt Marcel Andringa, bestuurder bij pensioenfonds PME, dat ruim €43 mrd in beheer heeft. Het fonds had circa 5% in grondstoffen gestoken.

'Het grote verschil met andere beleggingscategorieën is dat je geen inkomsten ontvangt, zoals bij aandelen of obligaties. Je moet een positief verwacht rendement kunnen aantonen. Dat is moeilijk. Denk aan de olieprijs die is gedaald als gevolg van de opkomst van schalieolie', aldus Andringa.

Een andere reden is dat het diversificatie-effect klein is omdat grondstoffen maar een klein deel van de portefeuille vormen. 'Het beïnvloedt



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

het totale rendement hoogstens achter de komma.'

Stabieler portefeuille

Niet overal zijn grondstoffen uit de gratie. Zo schrijft ABN Amro voor private klanten een grondstoffenbelang van zo'n 2 tot 7% voor in de modelportefeuille. 'De belangrijkste reden is dat grondstoffen vaak anders reageren dan aandelenmarkten. Dit diversificatie-effect zorgt voor een stabielere portefeuille', zegt Georgette Boele, coördinator valuta's en edelmetalen bij ABN Amro. 'Bovenal is deze verdeling ingegeven door de positieve vooruitzichten voor grondstoffen als groep.'

Boele is de eerste om te erken-

nen dat het diversificatie-effect niet altijd werkt. 'Als er twijfels zijn over de groei in China, heeft dat zowel impact op aandelen als op grondstoffen. Maar er zijn ook marktomstandigheden waarin grondstoffen anders reageren.'

Ze wijst erop dat onder de noemer grondstoffen verschillende categorieën vallen die ieder een eigen dynamiek kennen. 'Landbouwproducten reageren sterk op het weer. Een slechte oogst drijft bijvoorbeeld de soja- of maïsprijs op. Basismetalen zijn weer meer afhankelijk van vraag en aanbod.'

Goud is een heel eigen rol gaan spelen. 'Dit is in de tijd een verkapte valuta geworden waarop veel met etf's wordt gespeculeerd. Goud is veel minder een veilige haven dan vroeger', aldus Boele. Voor volgend jaar is ze negatief over goud. 'Maar het is een uitermate klein deel van de totale allocatie. Die wordt gedomineerd door energie.'

En de prijs van energie kan volgens Boele weer omhoog. ABN Amro verwacht dat de olieprijs niet blijft hangen op het huidige lage niveau en stijgt naar circa \$ 65 per vat voor eind 2016. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

BELEGGEN IN LANDBOUW VEREIST STALEN ZENUWEN

DE SECTOR IS CYCLISCH; DE TRUC IS CONTRAIR TE BELEGGEN

Voedselprijzen dalen, boeren klagen steen en been en de beurskoersen van landbouwbedrijven staan onder druk. Toch zijn de vooruitzichten voor de sector onverminderd goed – zeggen althans de ‘believers’.

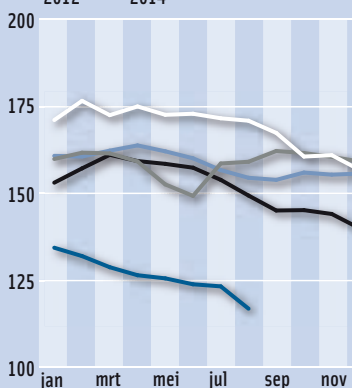
TEKST JORIS KOOIMAN

Als er nog jonge mensen zijn die niet weten wat ze moeten gaan doen, raad ik ze aan de MBA te laten voor wat het is en te kiezen voor een landbouwopleiding.’ Was getekend: Jim Rogers. Het is een bekend stokpaardje van de Amerikaanse beleggingsgoeroe die bankiers in 2008 al eens aanraadde de Maserati in te ruilen voor een tractor en beleggers adviseerde toch vooral akkers in Azië aan te schaffen. Landbouw heeft een gouden toekomst, is de uitgesproken en vaste overtuiging van de miljardair en schrijver van *Hot Commodities: How Anyone Can Invest Profitably in the World's Best Market*.

Dank voor het vertrouwen, zullen boeren denken, maar de dagelijkse realiteit is op dit moment een andere. In plaats van gouden bergen zien zij wereldwijd snel dalende prijzen voor hun producten, zoals

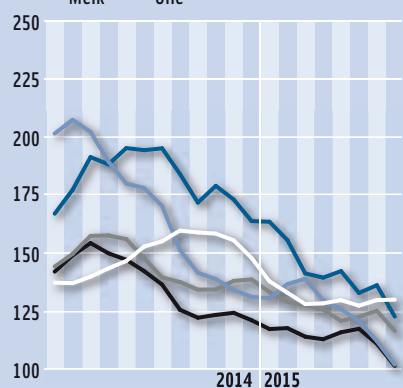
Voedselprijnsindex

Monthly real food price indices (2002-2004=100)
— 2011 — 2013 — 2015
— 2012 — 2014



Monthly real food price indices (2002-2004=100)

— Vlees — Graan — Suiker
— Melk — Olie



Bron: FAO

GRAFIEK: KIM RAAD

maïs, granen, melk, tarwe, koffie en suiker. Joegen torenhoge voedselprijzen economen vier jaar geleden nog de stuipen op het lijf, nu gaan boeren de barricades op om steun af te dwingen van de overheid.

Nou is er traditioneel weinig voor nodig om boeren op de barricades te krijgen, maar ze hebben wel degelijk redenen tot klagen. De FAO Voedselprijnsindex, een gezaghebbende

graadmeter voor voedselprijzen, zakte vorige maand met 5,2% tot het laagste niveau sinds 2006. ‘Behalve ruime voorraden, droegen ook lage energieprijzen en zorgen over een groeivertraging in China bij aan de daling’, aldus de voedsel- en landbouworganisatie van de Verenigde Naties, die eraan toevoegt voorlopig niet op een trendbreuk te rekenen.

Overschotten zijn niet nieuw. Ze

passen alleen niet in de verwachting die het voorbije decennium is ontstaan. 'Tot 2006 oversteeg de landbouwproductie altijd de vraag', zegt Stefan Vogel, hoofd van de afdeling van de Rabobank die landbouwgrondstoffenmarkten onderzoekt. 'Dat veranderde door de snelgroeiende belangstelling voor biobrandstoffen, terwijl door de economische opmars in de opkomende markten ook de vraag naar voedsel gestaag bleef toenemen. Voorraden slonken, voedselprijzen werden volatieler en toen in 2011 en 2012 enkele belangrijke oogsten mislukten door slecht weer, gingen de prijzen door het dak. De laatste jaren is de productie echter weer goed geweest en nu zijn de voorraden in vrijwel alle belangrijke landbouwgrondstoffen weer op comfortabel niveau.'

Druk op koersen

Dat is goed nieuws voor consumenten over de hele wereld, maar behalve boeren betalen ook beleggers de prijs, en niet alleen omstrede speculanten die via futures direct investeren in zogeheten soft commodities als graan, zuivel of suiker, waarmee ze volgens critici de volatiliteit vergroten. Ook beurskoersen en resultaten van grote landbouwgerelateerde bedrijven als Mosaic (kunstmest), Deere & Company (landbouwmachines) en Syngenta (zaden) staan de laatste maanden onder druk. Immers, boeren die nauwelijks verdienen, investeren niet. Dat raakt vervolgens weer de beleggingsfondsen die zich specialiseren in de agrarische sector, zoals het Pictet Agriculture Fund en het Deutsche Invest Global Agribusiness Fund. Beide kijken dit jaar tegen verliezen aan van een procent of twee.

Heeft Rogers ongelijk? Die conclusie is te gemakkelijk en te veel gebaseerd op de waan van de dag. Langetermijntrends en prognoses, sommige beangstigend voor wie zich zorgen maakt om de voedselzekerheid, wijzen namelijk nog altijd op sterk stijgende vraag naar voedsel. In de komende veertig jaar, zo berekende The Economist, moet de mensheid zelfs meer voedsel produceren dan in de afgelopen tienduizend jaar bij elkaar.

Demografie

De belangrijkste oorzaak daarvoor is demografisch. In de komende dertig jaar zwelt de wereldbevolking aan tot ruim 9 miljard mensen, zo verwacht de VN. Die bevolkingstoename van ongeveer 2 miljard vindt voor een belangrijk deel plaats in opkomende economieën, waarin ook de welvaart toeneemt. Stijgende welvaart in relatief arme landen leidt doorgaans tot een sterke groei van de voedselbehoefte omdat extra verdiende euro's daar, in tegenstelling tot in rijke landen, veelal vloeien naar eerste levensbehoeften. Tel daarbij op een mondiale urbanisatietendens en de opkomst van een middenklasse die vlees toevoegt aan haar menu, en het fundament onder de redenering van Rogers wordt duidelijk.

Tegelijkertijd valt er nog veel

'DE LANGE TERMIJN WIJST ABSOLUUT OP GROEI'

te winnen in de landbouwsector zelf, die volgens analisten nog veel efficiënter kan en moet om toekomstige schaarste en prijspielen te voorkomen. 'Ieder jaar stijgt de oogst per hectare in Azië, Afrika, Oost-Europa en zelfs in de VS', zegt Gertjan van der Geer, die vanuit Genève het agrifonds van Pictet beheert. 'Maar de productiviteit kan nog veel verder omhoog en ook het transport kan nog veel efficiënter.'

Van der Geer belegt met zijn fonds daarom naar eigen zeggen 'in de hele beursgenoteerde voedselketen', waarbij de voorkeur ligt bij bedrijven die de efficiëntie verbeteren, zoals machinebouwers, zadenontwikkelaars en kunstmestproducenten.

Beleggingen in beursgenoteerde landbouwondernemingen zijn door de bank genomen aanzienlijk minder volatiel gebleken dan voedselprijzen zelf, maar de afhankelijkheid van soft commodities maakt ze desondanks kwetsbaar voor onvoorspelbare kortetermijneffecten zoals slecht weer, een uitbraak van varkenspest of vogelgriep of politieke beslissingen. Denk aan een subsidiestop of een besluit om importrestricties in te voeren. Dat betekent dat geduld en stalen zenuwen zijn geboden.

Van der Geer: 'De lange termijn wijst absoluut op groei van de landbouwsector, maar onder meer geopolitiek en klimaat hebben grote invloed op de korte termijn. De sector is bovendien cyclisch. Hoge prijzen leiden tot overproductie en overschotten in de jaren die volgen en andersom. Daarom is de truc om contrair te beleggen.'

GRONDSTOFFENFONDSEN

RUWE TIJDEN VOOR NATUURLIJKE HULPBRONNEN

Grondstoffenprijzen staan de laatste jaren onder druk. Chinese groeicijfers versomberden de outlook. Aandelenfondsen in de sector met een positieve performance moeten met een kaarsje worden gezocht.

TEKST ANTON REIJINGA

Grondstoffenfondsen kunnen beleggen in een breed scala aan grondstoffen gerelateerde sectoren, zoals energie, granen, vee, basismaterialen en edelmetalen. Mijnbouwbedrijven vormen traditioneel het grootste bestanddeel van de portefeuilles in de brede fondscategorie. Maar ook petrochemische en agrarische producten hebben vaak een voorname plek.

De lange tijd die verstrikt tussen investeringsbeslissing en het online komen van nieuwe capaciteit, maakt de grondstoffensector notoir cyclisch. Jaren leken de bomen tot in de hemel te groeien. Nu waarschuwen analisten bijvoorbeeld al dat de opening van de nieuwe Australische ijzermijn Roy Hill de prijs van erts verder zal doen dalen. Het Zwitserse Glencore, dat al besloot enkele kopermijnen te sluiten, ging op de beurs in Londen hard onderuit nadat analisten hadden gewezen op de verslechterende balansverhoudingen.

Fondsanalist Jeffrey Schumacher van Morningstar maakte op

Top 5 grondstoffenfondsen

(in % geannualiseerd, per 2/10/2015)

naam	Rendement 3 jaar	Rendement 1 jaar	Rendement 5 jaar	Standaard deviatie 5 jaar
Pictet Timber	8,42	5,16	8,48	13,65
Vonobel Future Resources	0,42	-11,42	2,70	14,86
T. Rowe Price Global Natural Resources	-1,49	-23,27	0,47	16,92
Carmignac Portfolio Commodities	-7,31	-19,90	-6,25	16,23
Aberdeen Global World Resources	-8,10	-25,22	-2,30	15,04

Bron: Morningstar

GRAFIEK: KIM RAAD

verzoek van Fondsnieuws een ranking van best presterende actieve grondstoffenfondsen op basis van rendementen over de laatste drie jaar.

Papier en bosbouw

Pictet Timber staat bovenaan, maar Schumacher wijst erop dat dit een ander soort fonds is dan de overige fondsen in het overzicht. Zo belegt het voor bijna de helft in papier- en bosbouwbedrijven. 'Olie en mijnbouw komen niet voor in de portefeuille, wat het positieve rendement op 1

en 3 jaar basis ook verklaart.'

Vontobel Future Resources is erop gericht te profiteren van grondstoffenschaarste. 'Het fonds belegt ook in onconventionele energiebronnen, zoals bedrijven actief in de sector zonne-energie', vertelt de Morningstar-analist. 'Maar ook de agrisector en bedrijven als Syngenta (gewasveredeling) en Bunge (kunstmest, granen en sojabonen) zitten in de portefeuille.'

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

AANVAL OP EEN ICOON

BEDREIGT OLIECRISIS DE DIVIDENDUITKERING VAN SHELL?

Alleen een hogere olieprijs kan de winstuitkering van 'oil majors' aan hun trouwe aandeelhouders uiteindelijk nog redden.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

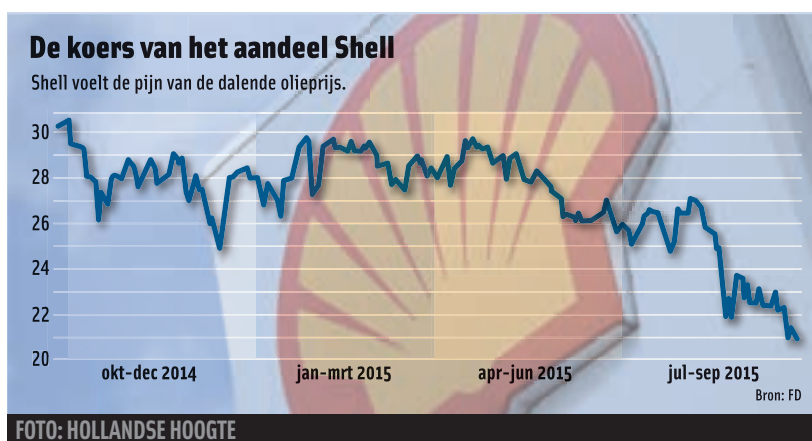
Het is amper een jaar geleden dat de olieprijs afgleed naar een niveau van rond \$50 of zelfs daaronder. En nu al zijn de gevolgen enorm.

Oliebedrijven zetten het mes in hun investeringen, ontslaan duizenden mensen om kosten te besparen, schorten aandeleninkoopprogramma's op en verkopen bedrijfsonderdelen om cash te genereren.

Vooral de dienstverleners aan de oliesector en bedrijven actief in de exploratie en productie incasseren flinke klappen. Maar ook de grote geïntegreerde oliemaatschappijen zoals Shell voelen de pijn van de huidige olieprijs.

De index die voor bijna de helft uit deze 'oil majors' bestaat, is de MSCI World Energy Index. Was energie in 2014 al de minst presterende sector (zij het nog met een klein plusje van 0,67%), dit jaar is de index diep in het rood gedoken.

Eén gevolg van de lage olieprijs is voor veel beleggers echter ondenkbaar, namelijk dat er gemorrel wordt aan het dividendbeleid van oliebedrijven.



Niet verwonderlijk ook, gezien het dividendverleden van bedrijven als Total en Shell. Zo heeft Shell in de afgelopen drie decennia zijn dividend met gemiddeld zo'n 4,5% per jaar verhoogd en is de dividenduitkering sinds de Tweede Wereldoorlog nog nooit verlaagd.

Dividendbeleid

Shell zelf laat er vooralsnog ook geen misverstand over bestaan. Bij de halfjaarcijfers zei het 'gecommitteerd aan zijn dividendbeleid' te zijn en topman Van Beurden noemde het dividend zelfs een 'iconisch aspect in Shells propositie naar beleggers toe'.

De Vereniging van Effecten Bezitters (VEB) uit in een eerder dit jaar verschenen artikel echter haar

bedenkingen. Na een rekenomentje te hebben gemaakt, komt ze tot de conclusie dat het dividend voorlopig houdbaar lijkt, maar niet onbeperkt. 'Uiteindelijk lijkt er maar één echte redding voor het bedrijf: een hogere olieprijs.'

Blijft de olieprijs langer op het huidige niveau, of daalt deze nog verder zoals Goldman Sachs voor mogelijk houdt, dan lijkt het ondenkbare onafwendbaar.

De vraag is wat dat met de koers van Shell, en de AEX waarin het aandeel een gewicht van ruim 15% heeft, zal doen. Zeker wanneer grote, institutionele beleggers het aandeel van de hand doen. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

GROEIVERTRAGING CHINA RAAKT BASISMETALEN

PRODUCTIEVERLAGINGEN ZULLEN TOT PRIJSHERSTEL LEIDEN

De afkoelende Chinese economie zet de prijzen van industriële metalen als koper en nikkel sterk onder druk. Maar het is niet alleen kommer en kwel. Lichtpuntjes zijn er ook.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Van alle grondstoffen hebben industriële metalen nog het meest te lijden onder de teruglopende economische groei in China. Het land is de grootste consument van basismetalen, goed voor bijvoorbeeld 40% van de wereldwijde vraag naar koper en nikkel. Volgens grondstoffenanalist Nitesh Shah van ETF Securities kon het aanbod van industriële metalen lange tijd de verhoogde vraag uit China niet bijhouden, maar heeft er de laatste jaren een inhaalslag plaatsgevonden. 'Op het moment is de vraag uit China minder sterk. Het gevolg is dat de metaalprijzen flink onder druk zijn komen te staan.'

Zo zijn de koper- en nikkelprijzen vanaf de piek in 2010 vrijwel gehalveerd. Shah zegt dat de kentering in de markt ook te maken heeft met de transformatie van

China van een investerings- en exportgedreven naar een consumptiegedreven economie, waardoor het minder grondstoffenintensief wordt. 'Maar als de dienstensectoren en de inkomens van consumenten toenemen, zal ook de vraag naar duurzame consumptiegoederen zoals auto's, televisies en koelkasten stijgen en daarmee de vraag naar grondstoffen.'

Sentiment

De analist benadrukt dat de Chinese import van metalen als koper, tin en ijzererts nog steeds behoorlijk toeneemt, alle negatieve mediaberichten over een scherpe groeivertraging van de Chinese economie ten spijt. 'De huidige lage prijzen stoken niet met de fundamentals en worden vooral bepaald door het sentiment. Op het moment dat beleggers zich dat realiseren, kunnen de prijzen van industriële metalen opveren', zegt Shah. En betere importcijfers uit China zouden daarvoor weleens de aanzet kunnen zijn. Overigens



FOTO: CORBIS

laten importdata ook niet alles zien. China wil bijvoorbeeld graag meer nikkel en tin importeren, maar kan dat volgens Shah niet vanwege het exportverbod in Indonesië, een van de grootste producenten van deze metalen. Verder is de markt voor bijvoorbeeld koper ook een stuk krapper dan beleggers denken.

‘Elk jaar voorspellen analisten en de International Copper Study Group een overschot, maar feit is dat er nu voor het zesde achtereenvolgende jaar een tekort is. Veel kopermijnen zijn verliesgevend, zodat de huidige lage prijzen niet houdbaar zijn. Een partij als Glen-

core heeft onlangs al twee mijnen in Afrika gesloten en meer producenten zullen volgen.’

Een uitzondering is de aluminiummarkt, waar de vooruitzichten volgens Shah minder rooskleurig zijn. De prijzen van de andere industriële metalen liggen volgens hem echter op een dermate aantrekkelijk niveau, dat het voor beleggers interessant is om in te stappen. Houd wel rekening met de nodige volatilité doordat de fundamentals momenteel worden ondergesneeuwd door het sentiment rond China, waarschuwt Shah. Hij ziet de beste mogelijkheden met koper en nikkel vanwege de relatief gezonde vraag-aanbodverhoudingen in deze markten. ‘Mogelijk volgt de Filipijnen het voorbeeld van Indonesië en stelt het ook een exportverbod in op nikkel. Dit kan de prijzen weer opdrijven.’

Ook Olivia Markham, lid van het natural resources aandelen-team van BlackRock, ziet wel wat lichtpuntjes in de markt. ‘Bij veel industriële metalen liggen de huidige spotprijzen onder de marginale kostprijs. In bijvoorbeeld de nikkel-industrie is ruwweg een derde van de producenten verliesgevend vandaag de dag. Productieverlagingen zijn daarom noodzakelijk, wat de prijzen zal gaan ondersteunen. In de kopermarkt zien we dit al gebeuren.’

‘PRIJS VAN ALUMINIUM HEEFT MEER TIJD NODIG VOOR HERSTEL’

De mijnbouwsector is op de beurs momenteel een van de minst geliefde sectoren, maar Markham ziet kansen. ‘Nu de prijzen onder de marginale kosten zijn gedoken en producenten de productie beginnen te verlagen, is het neerwaartse risico verminderd. Hoewel China een risico blijft, zijn de waarderingen van de grote mijnbouwbedrijven aantrekkelijk.’

Koper

Markham heeft de blootstelling aan ijzererts teruggebracht in de voorbije jaren, ten faveure van andere basismetalen en dan vooral koper. ‘We verwachten geen versnelling van de vraag naar koper, maar zien niet genoeg nieuw aanbod op de markt op de middellange termijn. Daardoor kunnen binnen enkele jaren tekorten ontstaan, die tot hogere koperprijzen leiden.’

Ze deelt daarentegen de negatieve visie van haar collega op de aluminiummarkt. ‘Bij de huidige lage prijzen voor aluminium zien we dat smelterijen buiten China gesloten worden. China is echter de grootste aluminiumproducent in de wereld en vergroot nog steeds zijn capaciteit, waardoor het overaanbod in de markt voorlopig niet verdwijnt.’

Beleggers die wachten op koopsignalen raadt Markham aan om de inkoopmanagersindex en vastgoedmarkten in China in de gaten te houden. ‘Zijn er tekenen dat de Chinese economie stabiliseert, dan kan de sector snel herstellen. De alweer een aantal jaren op rij stijgende huizenprijzen in China zijn alvast een positief signaal.’ ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



De weg naar herstel is lang Lichtje aan eind van de tunnel

OLE SLOTH HANSEN: DIT JAAR ZAL DE OLIEPRIJS HOOGUIT OPLOPEN TOT \$53 (WTI) EN \$55 (BRENT)

Het toenemende aanbod grondstoffen, uiteenlopend van metalen tot energie en landbouwgewassen, blijft elende veroorzaken voor opkomende landen die afhankelijk zijn van de export van grondstoffen.

Als de baas van de Fed, Janet Yellen, bezorgd is over de groei-vooruitzichten van enkele van de belangrijkste aanjagers van de vraag naar grondstoffen en in het bijzonder China, moeten wij ons ook zorgen maken.

Persoonlijk verwacht ik niet dat de uitverkoop van grondstoffen aanhoudt, maar ik ben ook niet overtuigd van een opleving van de koersen in de komende maanden. Het overaanbod in het grondstoffspectrum zal namelijk slechts langzaam afnemen.

Nu we het einde van 2015 naderen, zien we voor grondstoffen licht aan het einde van de tunnel. Enkel als de vraag achterblijft, zou de tunnel nog langer kunnen worden met slechts een sprankje hoop aan het einde.

De zwakte die we nu zien in de koersen van grondstoffen verschilt van wat we zagen tijdens de wereldwijde financiële crisis van 2008 en 2009, toen een diepe maar kortstondige recessie de aanzet gaf tot een daling van de vraag, die vervolgens weer behoorlijk snel herstelde.

Er is nu eerder sprake van een toenemend aanbod in grondstoffen en een afnemend vertrouwen van beleggers dan van een afname van de economische activiteit.

De groei van de wereldwijde vraag heeft zich sterk hersteld als reactie op de lagere koersen, maar met een aanbod dat de vraag nog steeds overtreft, is de weg naar normalise-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

ring lang. Bovendien zal Iran meer exporteren zodra de sancties in het eerste kwartaal van 2016 definitief worden opgeheven.

Het laatste kwartaal van 2015 zal uitdagend worden: onderhoud aan raffinaderijen zal leiden tot een seizoensgebonden afname van de vraag, terwijl de recente ontwikkelingen in China aanleiding hebben gegeven tot (vooralsnog) ongegronde bezorgdheid over een afnemende vraag van 's werelds grootste importeur van ruwe olie.

De olieproductie in de Verenigde Staten neemt af en de Energy Information Administration (EIA) verwacht dat de output van niet-Opec-landen volgend jaar de grootste daling sinds 1992 zal laten zien.

Als deze verwachting uitkomt, zal dit in belangrijke mate bijdragen aan een stabilisering van de markt in de tweede helft van 2016 en de olieprijs helpen geleidelijk te herstellen tot niveaus die we eerder dit jaar hebben gezien en uiteindelijk daarboven.

Hoewel ik er nog steeds niet van overtuigd ben dat de markt een dieptepunt heeft bereikt, moeten beleggers oppassen met speculeren op koersdalingen, niet in de laatste plaats gezien de korte heftige opleving van de olieprijs in augustus die het gevolg was van het sluiten van shortposities.

De weg naar herstel zal lang zijn, waardoor de prijs in de rest van het jaar hooguit zal oplopen tot respectievelijk \$53 (WTI) en \$55 (Brentolie) per vat. ■

OLE SLOTH HANSEN IS HOOFD GRONDSTOFFENSTRATEGIEËN
BIJ SAXO BANK



incomeIQ

Dieper inzicht voor de zelfbewuste belegger



De beslissingen die we vandaag nemen zijn cruciaal voor onze financiële toekomst. Deze worden echter beïnvloed door allerlei gedragsfactoren. Overmoedigheid, angst, of vooroordelen bijvoorbeeld. Ook als u zich daar niet bewust van bent.

Schroders **incomeIQ** legt de onderliggende gedragsneigingen bloot waar onze keuzes door worden beïnvloed. Waarna u met hernieuwd inzicht weloverwogen beslissingen kunt nemen over de juiste fondsen en investeringen.

Doe nu de incomeIQ test en leg een stevig fundament voor uw financiële toekomst. Ontdek hoe u zelfbewuster uw inkomsten kunt plannen. www.schroders.nl/incomeIQ

www.schroders.nl/incomeIQ



Schroders

Belangrijke informatie: Dit document is uitsluitend bedoeld ter informatie en is niet bedoeld als promotiemateriaal. Het is geen aanbod of verzoek om een financieel instrument te kopen of te verkopen. Het materiaal is niet bedoeld als en mag niet worden gebruikt als basis voor boekhoudkundig, juridisch of fiscaal advies of beleggingsadvies. De opvattingen en informatie in dit document zijn niet bedoeld als basis voor afzonderlijke beleggings- en/of strategische beslissingen. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor de toekomstige resultaten. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Dit document geeft de meningen en opvattingen van Schroders weer. Deze kunnen veranderen. Uitgegeven door Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Ten behoeve van uw veiligheid kunnen telefoongesprekken worden opgenomen of beluisterd. w47726

Wereldwijde slagkracht, regionale aanwezigheid, persoonlijke aanpak.

Onze effectieve daadkracht in cijfers:
6.000 financiële deskundigen over de hele wereld.
1 miljard euro aan door ons beheerd vermogen.
En met maar 1 doel voor ogen:
blijvende waarde creëren voor onze cliënten.
Een schat aan ervaring onder 1 dak:
Deutsche Asset & Wealth Management.

www.deutschefunds.nl

Passion to Perform



Belangrijke informatie

Deutsche Asset & Wealth Management (Deutsche AWM) International vertegenwoordigt de asset management- 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 zullen worden gemaakt aan de klanten alvorens tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van Deutsche AWM u aangeboden door Deutsche Bank AG 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 deutschefunds.nl.
© 2015 Deutsche Asset & Wealth Management.