



ANGSTZWEET IN DE PORTEFEUILLE

KLIMAATVERANDERING IS EEN
EXISTENTIEEL RENDEMENTSRISICO

PAGINA 6-9

**ROBECO: STRATEGISCHE
PARTNERS EN INNOVATIE**
PAGINA 30-32

**DNB HOUDT KWALITEIT
KAPITAAL IN DE GATEN**
PAGINA 18-19

**MODELPORTEFEUILLES
BANKEN KREGEN TIK IN 2018**
PAGINA 21-23



Neem met minder geen genoeg.

Kom verder met Invesco.

Hoogwaardige resultaten beginnen met visie. Met pure focus op vermogensbeheer en een breed aanbod van beleggingsoplossingen zetten wij ons in voor de beste beleggingskwaliteit.

Lees meer over de beleggingsinzichten van onze gespecialiseerde beleggingsteams.

Kijk op www.invesco.nl



VOORWOORD

Is er een wonderdokter in de zaal? Dat gevoel komt op nu over de kwaal nog maar weinig onenigheid bestaat, maar over het medicijn des te meer. We hebben het over de klimaatveranderingen in de wereld. Dat daarvan sprake is, wordt door serieus te nemen experts nauwelijks nog bestreden. Maar dat is anders voor de analyse van die problemen, de oplossing en de kuur die voorgeschreven moet worden. Het klimaatdebat heeft iets religieus.

Het lijkt de Synode van Dordrecht van 1618 wel, toen remonstranten en contraremonstranten tegenover elkaar stonden, met de predestinatieleer als inzet: was de mens door God voorbestemd of had het individu wel degelijk een vrije wil, zoals de contraremonstranten zeiden? Voor- en tegenstanders waren het wel eens over het uitgangspunt: God bestaat, maar vanaf daar scheidden de geesten zich. Zo is het nu met de klimaatverandering ook.

Beleggers leggen tegen de achtergrond van dergelijke, grote uitdagingen een verfrissend praktisch, en bovendien ook verstandig denken aan de dag. Dat komt omdat ze zich zwart-witdenken niet kunnen veroorloven. Een belegger weet dat zwart en wit twee zijden van dezelfde medaille zijn: risico kan niet zonder rendement en vice versa. Concreet betekent dat voor een belegger dat hij zich in het licht van de klimaatveranderingen moet voorbereiden op een situatie waarin niet langer het rendement, maar het risico zijn belangrijkste zorg en die van zijn klanten wordt.

Weliswaar gaat het om problemen die een lange aanloop hebben, maar de effecten ervan worden nu al zichtbaar in de portefeuilles, omdat beleggers zich alvast op de 'Ernstfall' voorbereiden: oliereserves worden tot 'stranded assets' bestempeld, de nutssector wordt de maat genomen en de luchtvaartsector raakt op de markten gaandeweg ook uit de mode. Dat heeft met de onvermijdelijke energietransitie te maken. Maar op grond van klimaatrisico's wordt nu door beleggers ook nadrukkelijk gekeken welke beursgenoteerde bedrijven zich (op termijn) in de gevarenzone bevinden.

De gevolgen daarvan werken nu door in de beursindices. Kapitaalgewogen beursgraadmeters als de MSCI World beginnen hun glans te verliezen, omdat steeds meer partijen naar alternatieven zoeken waarin ook ESG-criteria meegewogen worden. Zo denken sommige banken in Nederland dat hun modelportefeuilles binnen 3 tot 5 jaar volledig ESG-geïntegreerd zullen zijn; als die inschatting juist is, dan onderschrijft dat hoe snel financiële instellingen en beleggers in Europa op de gevolgen van klimaatverandering inspelen.

Of we ons maatschappelijk en economisch ook zo snel weten aan te passen aan de veranderende omstandigheden is de vraag. Wat meer visie, sturing en politiek leiderschap zou daar wenselijk zijn. Blijft dat uit dan zullen markten en beleggers van de gevolgen daarvan niet verschoond blijven – al hun proactieve inspanningen ten spijt.

CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR EN MEDEOPRICHTER VAN FONDSNIEUWS. WILT U REAGEREN OP (ARTIKEL EN) DIT MAGAZINE, MAIL DAN NAAR CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Fier Media, Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Patrick Beijersbergen, Manno van den Berg, Jeroen Boogaard, Han Dieperink, Tjibbe Hoekstra, Harm Luttkhedde, Paul Mouwes, Auke Plantinga.

Sales

Diederik Klaus (diederik.klaus@fondsnieuws.nl)

YLD! (Custom media)

Jorge Groen (jorge.groen@fondsnieuws.nl)

Contact met de redactie

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en bovendien onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts €249 (excl. btw) per jaar. Voor een overzicht van alle mogelijkheden ga naar www.fondsnieuws.nl/abonnementen.

FONDSNIEUWS

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

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

Het volgende magazine verschijnt op 8 mei 2019.

INHOUD



HET KLIMAATRISICO IS EXISTENTIEEL

PAGINA 6-9

FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

CLAVIS HEEFT DE SNELLE GROEI

Het Bossche multi-family office Clavis heeft in zijn tienjarig bestaan de blik altijd nadrukkelijk vooruit gericht. Vermogensbeheerders bij wie het aan groei ontbreekt, zoeken daarom regelmatig aansluiting bij deze snelle groeier.

PAGINA 15-17



EEN JAAR OM VAN TE HUILEN

De neutrale modelportefeuilles van de private banks stelden teleur in het 'lastige' beleggingsjaar 2018. Met name het vierde kwartaal hakte erin voor beleggers in aandelen. De banken geven tekst en uitleg.

PAGINA 21-23



ROBECO ZOEKT TROUWE PARTNER

Robeco zoekt in strategische partnerships een antwoord op de toenemende complexiteit en margedruk. Bestuurslid Christoph von Reiche over het verdiepen van relaties en het grote belang van innovatie.

PAGINA 30-32



EN VERDER

DIEPERINK DUKT IN DE MONDIALE SCHULDBERG

De wereld staat roder dan ooit. Han Dieperink beklimt de schuldberg en kijkt omlaag. Zijn de zorgen terecht?

PAGINA 42-43

DNB GAAT KAPITAAL KRITISCH TOETSEN

DNB kijkt nadrukkelijk naar de kwaliteit van kapitaal van zelfstandige vermogensbeheerders. Interview met Marloes Foudraine.

PAGINA 18-19

TOCH LIEVER HET BLOED DOOR DE STRATEN

Beweeglijke markten? Een uitslaande VIX? Sommige beleggers zien er een signaal in om wat extra risico te nemen.

PAGINA 45-47

ALTERNATIVE CREDIT VOELT DE SEARCH FOR YIELD

De toestroom van institutioneel geld naar niet-beursgenoteerde leningen vraagt om kieskeurigheid van beleggers.

PAGINA 26-27

RUBRIEKEN

INTERVIEWS	18, 30
COLUMN AUKE PLANTINGA	25
BOEKEN	39
INFOGRAPHIC VERGRIJZING	13
OPKOMENDE MARKTEN	10-11
AMERIKAANSE AANDELEN	36-37

ACTIEF BEHEER OM ALFA NA TE STREVEN.

Bij PGIM zijn wij van mening dat beleggingsstrategieën die er louter naar streven om de benchmark te kopiëren te veel kansen laten schieten.

Volgens ons is een actief beheer van verschillende activaklassen dé manier om alfa te identificeren en bereiken.

We zien bijvoorbeeld dat technologie elke sector transformeert, van energie over vastgoed tot retail. De winnaars op lange termijn zullen de bedrijven zijn die het snelst innoveren.

Onze 1100 beleggingsprofessionals in 37 kantoren over de hele wereld zoeken naar die kansen.¹

Professionele beleggers kunnen samenwerken met PGIM om de beleggingsgevolgen van baanbrekende technologie te verkennen op pgim.com

Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden, waaronder het mogelijk verlies van kapitaal.



VASTRENTENDE EFFECTEN | AANDELEN | VASTGOED | ALTERNATIEVE PRODUCTEN | PRIVATE SCHULDEN

Alfa is het positieve of negatieve rendement van een belegging in vergelijking met een geschikte standaard, doorgaans een groep beleggingen die bekendstaat als een marktindex. Deze informatie is niet bedoeld als beleggingsadvies en is geen aanbeveling over het beheren of beleggen van activa. Beleggingen gaan gepaard met het beleggingsrisico, inclusief het risico van verlies van de belegde hoofdsom.

¹ Gegevens per 31-12-19.

© 2018 Prudential Financial, Inc. (PFI) en haar verbonden entiteiten. PGIM, Inc. is de voornaamste vermogensbeheertak van PFI en is als beleggingsadviseur geregistreerd bij de Amerikaanse Securities and Exchange Commission. PGIM is een handelsnaam van PGIM, Inc. en haar wereldwijde dochtermaatschappijen en aangesloten ondernemingen. In het Verenigd Koninkrijk en verschillende andere Europese rechtsgebieden wordt de informatie uitgegeven door PGIM Limited, een indirecte dochtermaatschappij van PGIM, Inc. Aan PGIM Limited (statutaire zetel: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR) is vergunning verleend door, en zij staat onder toezicht van, de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk (onder het registratienummer 193418) met het recht bedrijfsactiviteiten uit te voeren in verschillende rechtsgebieden in de EER. Dit materiaal wordt uitgegeven aan personen die professionele cliënten of in aanmerking komende tegenpartijen zijn in het kader van de Conduct of Business van de Britse Financial Conduct Authority. PGIM, Inc. is vrijgesteld van de verplichting om een Australian Financial Services-vergunning te hebben in het kader van de Australische Corporations Act 2001 voor financiële diensten. PGIM, Inc. is vrijgesteld op grond van het feit dat zij onder toezicht van de Securities and Exchange Commission valt krachtens de wetten van de Verenigde Staten van Amerika, met inbegrip van de toepasselijke deelstaatwetten en de toepassing van Class Order 03/1100 van de ASIC. De wetten van de Verenigde Staten van Amerika verschillen van de Australische wetten. In oktober 2004 ontving PGIM, Inc. een vergunning voor discretionair beleggingsbeheer in Zuid-Korea. Het is haar bijgevolg toegestaan rechtstreeks aan Zuid-Koreaanse beleggers discretionaire beleggingsbeheerdiensten te leveren.

Prudential Financial, Inc. van de Verenigde Staten heeft geen banden met Prudential plc, waarvan het hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk is gevestigd. Het logo van PGIM en het rotsontwerp zijn dienstmerken van PFI en haar verbonden entiteiten, en zijn in veel rechtsgebieden over de hele wereld geregistreerd. Alleen voor professionele beleggers. 1114-1400 TECH-XGL



EXISTENTIEEL RISICO: KLIMAATVERANDERING DECARBONISEREN PORTEFEUILLES VRAAGT AANDACHT

DUURZAAM

Het groeiende besef dat klimaatverandering grote en soms onvoorziene beleggingsrisico's met zich meebrengt, zorgt ervoor dat steeds meer spelers nu hun portefeuilles klimaatproof maken.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Dat het klimaat verandert, daar twijfelt haast niemand meer over. Zelfs in het Amerika van president en klimaatontkenner Donald Trump gelooft al 73% van de bevolking in 'global warming', zo bleek onlangs uit een jaarlijkse peiling van de Yale-universiteit. Maar wanneer is het verstandig de portefeuille tegen de negatieve impact van de opwarming van de aarde bestand te maken?

Het gaat immers om een langetermijntrend waarvan nog onduidelijk is hoe die zich verder zal ontwikkelen. Zal de wereld de komende decennia aanzienlijk meer opwarmen dan is afgesproken in het Klimaatakkoord van Parijs? Of zal de voortdurende prijsdaling van alternatieve energiebronnen er uiteindelijk voor zorgen dat een rampscenario wordt afgewend, en kan een afwachtende houding voorlopig geen kwaad?

Niet als het aan Pensioenfond

Horeca & Catering, DWS en Rabobank ligt. Pensioenfond Horeca & Catering gaf onlangs State Street Global Advisors de opdracht om een €1,5 mrd grote aandelenportefeuille drastisch te decarboniseren, een besluit dat mede was ingegeven door de deelnemers in het fonds zelf.

'Onze belangrijkste taak als pensioenfond is te zorgen voor een goed pensioen voor al onze deelnemers', licht senior investment manager Bas van Ooijen het besluit toe. 'Echter, een goed pensioen betekent voor ons ook dat we bijdragen aan een leefbare, duurzame wereld. Mede op basis van een onderzoek onder werkgevers en werknemers in de horeca en catering hebben wij vorig jaar besloten tot een aanscher-

VAN 'HIGH' NAAR LOW CARBON IS EEN PUZZEL

ping van ons maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid.'

Een van de thema's in dat beleid is het aanpakken van klimaatverandering, onder andere door het fors terugdringen van broeikasgasen. Concrete doelstelling is om de CO₂-uitstoot van de volledige beleggingsportefeuille met 20% te verminderen in 2020.

Van Ooijen: 'Als eerste stap hebben we nu een CO₂-optimalisatie uitgevoerd binnen de portefeuille met large cap-aandelen uit ontwikkelde markten exclusief Amerika doorgevoerd. We beleggen concreet minder in CO₂-intensieve bedrijven en sectoren. Dit heeft de uitstoot van deze portefeuille met 70% gereduceerd en zorgt voor een daling van de uitstoot van de totale beleggingsportefeuille met circa 10%. Wij zoeken nog naar mogelijkheden om uitstoot te verminderen in het overige deel van de beleggingsportefeuille.'

De forse decarbonisatie van de large cap-portefeuille (het fonds heeft ook nog portefeuilles met small caps en aandelen uit opko-

Existentiële risico's

Beleggers moeten zich herbezinnen op hun portefeuilles.

De top 15 bedrijven in de S&P500 met de grootste en de geringste blootstelling aan klimaatrisico's voor hun vestigingen, volgens Four Twenty Seven

Kwetsbaarste 15

Bedrijf	Branche	Indexscore
1 Norwegian Cruise Line Holdings	Diensten	100,0
2 Western Digital	Tech & hardware	89,2
3 NextEra Energy	Nutsbedrijven	86,5
4 Micron Technology	Halfgeleiders	80,2
5 Eastman Chemical	Materialen	80,0
6 Consolidated Edison	Nutsbedrijven	79,6
7 Seagate Technology	Tech & hardware	77,7
8 Merck	Farma	76,9
9 Applied Materials	Halfgeleiders	76,3
10 Public Services Enterprise Group	Nutsbedrijven	74,6
11 Dominion Energy	Nutsbedrijven	74,4
12 Royal Caribbean Cruises	Diensten	74,2
13 Incyte	Farma	74,0
14 T. Rowe Price	Financiële diensten	74,0
15 Bristol Myers Squibb	Farma	73,6

Klimaatkwetsbaar



Klimaatbestendig



470
bedrijven
die opgenomen zijn
in de S&P500
bevinden
zich in het
midden-
gebied

Bedrijf	Branche	Indexscore
15 Discovery	Media	17,8
14 Brighthouse Financial	Verzekeringen	17,8
13 Netflix	Retail	17,6
12 Cognizant Technology Solutions	Software en diensten	17,0
11 Genuine Parts	Retail	16,6
10 WW Grainger	Kapitaalgoederen	16,0
9 Booking Holdings	Retail	15,7
8 Travlers	Verzekeringen	15,5
7 Prologis	Vastgoed	15,3
6 Equifax	Commerciële dienstverlening	14,5
5 Henry Schein	Medische apparatuur en diensten	13,9
4 eBay	Software en diensten	12,9
3 Expedia Group	Retail	8,2
2 Cerner	Medische apparatuur en diensten	1,6
1 McKesson	Medische apparatuur en diensten	0

Geringste blootstelling 15

Graphic: Paul Mouwes | Bron: Four Twenty Seven

mende markten) gaat volgens de investment manager niet ten koste van het risico- en rendementsprofiel. Die overtuiging wordt in de beleggingswereld steeds breder gedragen, waardoor het niet langer de vraag is waarom men duurzaam zou beleggen, maar waarom niet.

Desinvesteren kan ook als drukmiddel worden ingezet. Want als meerdere grote beleggers hun belang in broeikasgasintensieve bedrijven flink afbouwen of helemaal verkopen, dan doet dat pijn. Zo vertelde de Amerikaanse kolengigant Peabody Energy zijn aandeelhouders in 2014 al dat een desinvesteringscampagne gericht tegen het bedrijf de aandelenkoers onderuithaalde en het moeilijk maakte om nog kapitaal op te halen. Twee jaar later vroeg dit bedrijf faillissementsbescherming aan.

DWS bewandelt liever het pad van engagement om verandering af te dwingen. 'Wij blijven belegd in de olie- en gasector om de dialoog te kunnen voeren en erop aan te dringen dat ze hun vrije kasstroom gebruiken voor investeringen in hernieuwbare energiebronnen', zegt Roelfien Kuijpers, wereldwijd hoofd verantwoord beleggen bij het fondshuis.

Het is volgens haar ook niet reeel om volledig uit de sector te stappen, omdat de wereldeconomie op dit moment nog sterk afhankelijk is van fossiele brandstoffen. 'Wij willen vooral zien hoe bedrijven in deze sector binnen een vooraf gestelde periode de transitie naar een toekomstbestendig businessmodel maken.'

Niettemin noemt ze klimaatverandering een 'existentieel risico' dat beleggers dieper kan raken dan ze wellicht vermoeden. 'We moeten hopen dat we de temperatuurstijging beperkt kunnen houden tot de

1,5 graden Celsius sinds de industrialisatie, maar wetenschappelijke rapporten die nu uitkomen achten de kans daarop vrij klein. In de afgelopen drie jaar is de wereldwijde CO₂-emissie verder toegenomen, nadat deze eerder was gestabiliseerd. Doen we niks, dan stevenen we af op 3 of misschien wel 4 graden temperatuurstijging tegen het eind van deze eeuw. Dat is echt catastrofaal.'

Bij DWS houden ze zich al sinds 2005 bezig met de gevolgen van klimaatverandering voor beleggers. In eerste instantie lag de focus daarbij op de risico's met betrekking tot de energietransitie, dus de overgang van een 'high carbon' naar een 'low carbon' wereld, zowel op landen- als op bedrijfsniveau.

Kuijpers: 'De komende twintig jaar gaat de wereld door deze transitie heen. Hoewel dit een lange periode is, is het goed om te beseffen dat het nu al een enorme impact heeft op de aandelenmarkt. Neem de afwaardering van de Duitse nutssector het afgelopen decennium. Of Tesla, dat een drie keer hogere marktwaarde heeft dan Ford terwijl het geen winst maakt. De laatste vertrouwt echter op het businessmodel van het verleden. De vraag is hoe snel dit soort bedrijven kan omschakelen.'

Dus de transitierisico's spelen al, het gebeurt niet over twintig jaar, wil ze maar zeggen. 'De aandelenmarkten verdisconteren dit soort langetermijntrends vaak lang van tevoren. Onze klanten denken nu ook na over de gevolgen voor bijvoorbeeld de olie- en luchtvaartsector.'

De energietransitie is echter niet het enige klimaatgerelateerde risico; sinds 2015 kijkt DWS ook naar fysieke klimaatrisico's. Daarbij gaat het erom in welke mate bedrijven getroffen kunnen worden door extreme weersverschijnselen zoals orkanen, overstromingen en droogte.



ROELFIEN KUIJPERS

Dan blijken opeens ook bedrijven in heel andere sectoren kwetsbaar te kunnen zijn.

'Neem energieleverancier PG&E, het grote verhaal dit jaar in Amerika, dat in Chapter 11 verkeert als gevolg van claims dat het bedrijf verantwoordelijk is voor de dodelijkste bosbranden in Californië ooit. Of de overstroming van een deel van Thailand in 2011, waar faciliteiten van veel grote chipproducenten in de wereld bleken te staan. Dit had een grote impact op de aandelenkoersen van deze bedrijven, maar ook op de technologiesector als geheel.

Dit leidde bij DWS uiteindelijk naar het supplychainrisico. Je kunt als bedrijf zelf nog zo duurzaam bezig zijn, maar zijn alle bedrijven in de keten dat ook? Het gaat hierbij dan om zowel transitierisico's als fysieke risico's.

'Met wie we nu ook spreken, iedereen wil het met ons over deze drie klimaatrisico's hebben. En hoe je dat in je portfolio kunt opnemen. Daarbij kijken wij naar deze risico's voor al onze beleggingen, in alle beleggingscategorieën, van aandelen tot obligaties en alternatieven.'

Dit leidt tot concrete beleggingsmandaten voor DWS. Zo vroeg een Europese verzekeraar de assetmanager twee jaar geleden of het zijn Aziatische aandelenportefeuille klimaatproof wilde maken. Samen met risicomanager Four Twenty Seven en een indexprovider is daar een index uitgerold die naar verwachting

dit jaar geïmplementeerd zal worden. Ook voor andere klantsegmenten zullen soortgelijke producten beschikbaar komen.

Ook volgens Rabobank, dat stevast van een klimaatcrisis spreekt, moeten beleggers nu voorzorgsmaatregelen nemen, vooral wie in de olie- en gasector belegt. 'Er wordt meer olie geproduceerd dan ooit en ook de vraag is groter dan ooit tevoren. Het fossiele tijdperk nadert echter zijn einde', stellen de beleggingsstrategen van de bank in een recente visie op de markt.

'Dat is niet alleen omdat er maatregelen genomen moeten worden om de klimaatcrisis te bezweren. We zijn inmiddels ook het moment gepasseerd dat elke extra vraag naar energie kan worden afgedekt met de groei van alternatieve brandstoffen. Als de vraag naar energie elk jaar met 1% stijgt, dan is bij een marktaandeel van 3% voor alternatieve energie een groeivoet van 30% al voldoende om te voorzien in die marginale vraag. Dat is het moment om terughoudend te zijn met traditionele aanbieders van energie (olieproducenten).'

Dat marktaandeel van 3% markeerde in het verleden vaak het omslagpunt. 'De koers van Kodak piekte op het moment dat het aandeel van digitale camera's maar net boven de 3% uitkwam. De koers van Nokia piekte zelfs al bij de lancering van de iPhone. Het vervoer per paard en wagen piekte toen het marktaandeel van auto's op 3% lag. In de overgang van gas naar elektriciteit in het Verenigd Koninkrijk piekte de vraag naar gas in 1907 toen elektriciteit een aandeel had van 3%. Tien jaar later was de markt overgestapt op elektriciteit. Het kan verkeren.' ■

GOED INSTAPMOMENT OPKOMENDE LANDEN

LAGERE ECONOMISCHE GROEI CHINA IS INGEPRIJSD

REGIOALLOCATIE

Na een beroerd jaar zijn aandelen uit opkomende markten weer in trek. De historisch lage waarderingen bieden volgens strategen uitzicht op aantrekkelijke rendementen.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Andelen uit opkomende landen deden het vorig jaar met een negatief rendement van 14,6% een stuk slechter dan ontwikkelde aandelenmarkten (-8,7%). De sterkere dollar en de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China deden het sentiment geen goed. Dit jaar hebben beleggers de emerging markets weer in hun armen gesloten.

De verrassende draai van de Federal Reserve (Fed) wakkert de risicobereidheid aan, zegt Catherine Yeung, investment director aandelen bij Fidelity. 'Het besluit van de Amerikaanse centrale bank om het rustiger aan te doen met renteverhogingen, verzwakt de dollar. Dit is doorgaans gunstig voor opkomende marktenaandelen. Door de stabilisatie van de munten in opkomende landen, hoeven zij de rente minder snel op te schroeven.'

Wat de koersen ook opdrijft, is



IN INDIA HOUDEN ZE OOK VAN IKEA. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

hoop op een snelle oplossing van het handelsconflict. Hoewel Yeung denkt dat beide kempfanen tot een akkoord komen, verwacht ze op de lange termijn meer problemen in de handelsrelatie tussen China en de Verenigde Staten. Dit blijft op de Chinese economie wegen. 'Het groeitempo gaat omlaag, mede door de wens van Peking om schulden af te bouwen en de transitie naar een consumptiegedreven economie. De

groei neemt af naar circa 6%, maar is van hogere kwaliteit', meent Yeung.

Lage waardering

Volgens haar is de lagere groeitrend in de koersen verwerkt. 'Met een koers-winstverhouding van 10,9 en koers-boekwaarde van 1,7 is de Chinese beurs laag gewaardeerd. Er is sprake van een goed instapmoment, maar je moet selectief zijn. De winstcijfers zullen dit jaar eerder negatief

dan positief verrassen.' Positief is Yeung vooral over de sportkledingmarkt en andere consumentensectoren. 'Hoewel Nike en Adidas circa 40% van de Chinese sportmarkt in handen hebben, groeien Chinese spelers hard. Hetzelfde beeld zien we in andere segmenten van de Chinese consumentenmarkt'.

Veel namen zijn genoteerd op de relatief onderontwikkelde Chinese A-aandelenmarkt. Om Chinese aandelen aantrekkelijker te maken voor binnenlandse beleggers wil de overheid dat bedrijven meer dividend gaan uitkeren. 'Wij verwachten daarom dat het dividendrendement stijgt van 2% naar 3,5% tot 4,0%. Dit trekt meer inkomstenbeleggers aan en zal koersen van een impuls kunnen voorzien'.

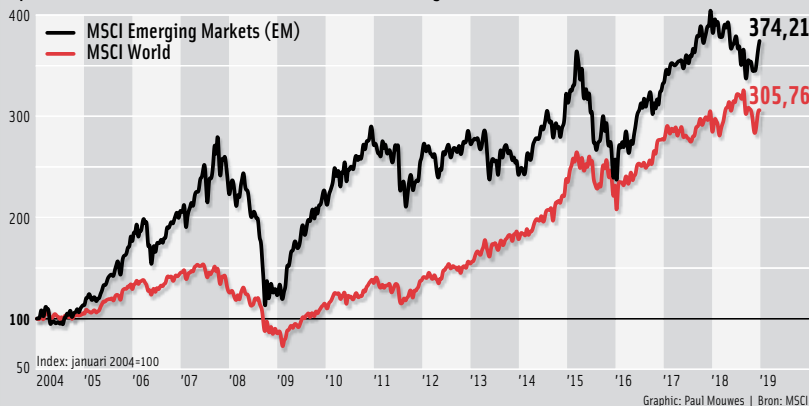
Op waarderingsgronden vindt de strateeg van Fidelity heel opkomend Azië aantrekkelijk. Exclusief Japan noteert de regio tegen een dividendrendement van 4,5% en tegen negen keer de winst. 'Dat is een stuk minder dan de koers-winstverhouding van 14 voor wereldwijde aandelen.' China is favoriet bij Fidelity, maar Yeung ziet vanuit top-downperspectief overal aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden en kijkt met interesse naar de verkiezingen in Thailand, de Filipijnen, Indonesië en India. 'Winst voor hervormingsgezinde regeringspartijen kan de beurzen hier wel eens flink hoger zetten.'

Mooi totaalrendement

Ondanks de sterke koersrally in de eerste maanden van het jaar vindt Lodewijk van der Kroft, partner bij vermogensbeheerder Comgest, het niet te laat om in te stappen. 'We zien sterk herstel na een zwak vierde kwartaal. Maar vergeleken met een jaar geleden staat de MSCI Emerging Markets Index 2,5% in de min.'

Bovenliggende markten

Opkomende markten renderen een derde beter dan wereldgemiddelde. Twee indices 2004-2019



Over de afgelopen tien jaar blijven opkomende landen in dollars gemiddeld 1,8%-punt per jaar achter bij de wereldindex. Ze kunnen nog een behoorlijke inhaalslag maken, denkt Van der Kroft. 'Historisch gezien zijn opkomende markten aan de goedkope kant. Voor onze portefeuille betalen we gemiddeld circa dertien keer de verwachte winst, onder het historische gemiddelde.'

Comgest belegt vooral in groei-bedrijven en mijd banken en grondstoffen. De portefeuille is daarom hoger gewaardeerd dan de benchmark. 'Vanwege de focus op groei is het dividendrendement altijd vrij laag, maar dit is nu toegenomen naar meer dan 3%', zegt Van der Kroft. 'In de afgelopen dertig jaar hebben we dat niet meegemaakt.' Samen met de verwachte winstgroei per aandeel van bijna 14% voor de komende twaalf maanden biedt de portefeuille volgens hem uitzicht op een mooi totaalrendement.

Favoriete landen

De vermogensbeheerder is momenteel overwogen in Brazilië, Zuid-Afrika en China. 'Met posities in Brazilië spelen we vooral in op de opkomende middenklasse', zegt Van

der Kroft. 'De Braziliaanse economie is in de voorbije jaren hard geraakt door de malaise in de energiesector en politieke onzekerheid. Dat heeft ook de middenklasse pijn gedaan. Onder leiding van de hervormingsgezinde president Jair Bolsonaro kan de economie verbeteren.'

Dit wordt geen makkelijke klus, verwacht Van der Kroft. Bolsonaro ondervindt weerstand om bijvoorbeeld de pensioenleeftijd te verhogen en strijdt tegen een enorme bureaucratie. 'Structurele maatregelen zijn lastig door te voeren en beleggers zijn na de sterke koersstijgingen wellicht te optimistisch.' Een nieuwe hausse in de belangrijke Braziliaanse energiesector verwacht hij niet. 'We zoeken vooral naar bedrijven met een goede blootstelling aan de binnenlandse markt. Denk aan autoverhuurbedrijven, creditcarddienstverleners en beursgenoteerde tandartspraktijken.'

De hoop op betere tijden voor Brazilië staat in schril contrast met de situatie in Zuid-Afrika, waar de vorig jaar gekozen president Cyril Ramaphosa weinig potten heeft kunnen breken. Van der Kroft: 'Redden voor onze overwogen positie is niet omdat we zo positief zijn over de Zuid-Afrikaanse economie, maar omdat het land voor bedrijven een springplank vormt naar de rest van Afrika.' Een voorbeeld is de MTN Group, de grootste telecommaschappij op het continent met basis in Zuid-Afrika. ■

BEHOORLIJKE INHAALSLAG IS HEEL GOED MOGELIJK

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST
EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

gratis proefabonnement

fondsNIEUWS



Onmisbare bron voor de beleggingsprofessional

- Team van vakjournalisten jaagt dagelijks op relevante ontwikkelingen in de beleggingsindustrie
- Toegang tot het archief met meer dan 30.000 artikelen
- Toegang tot databases met meer dan 20.000 beleggingsfondsen en ETF's, modelportefeuilles van de banken en met meer dan 7.000 marktrapporten
- Dagelijks het laatste nieuws en de meest actuele marktrapporten van asset managers in uw mailbox
- Het grootste magazine voor beleggingsprofessionals thuis gestuurd, met alle ins & outs van de financiële markten, beleggingsideeën en strategieën
- **Interessante bedrijfsregelingen**

Probeer nu **4 weken gratis** en neem een proefabonnement op **Fondsnieuws**
www.fondsnieuws.nl/abonnementen

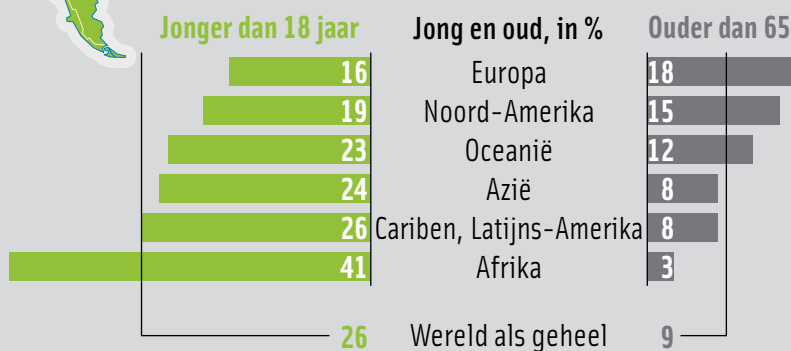
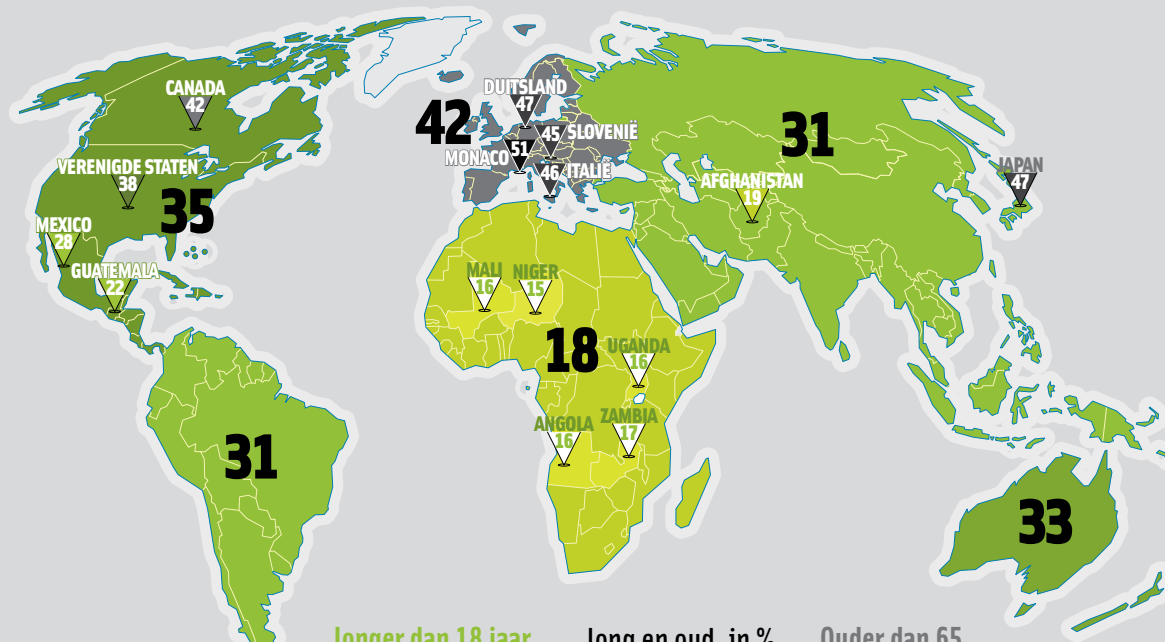
fondsNIEUWS

Fondsnieuws is het grootste kennis- en netwerkplatform voor beleggingsprofessionals in Nederland. Het initiatief is in 2008 gestart door de FD Mediagroep, uitgever van onder andere Het **Financieele Dagblad** en **BNR Nieuwsradio**.



Rijp en groen

De mediane* leeftijd van de bevolking: continenten en enkele landen, 2018



*Mediaan: middelste waarde in een reeks data
Graphic: Paul Mouwes | Bron: visualcapitalist

DE VERGRIJZING GAAT ERIN HAKKEN

DE TREND IS EVIDENT, MAAR INSPELEN OP VERGRIJZING IS MOEILIJER DAN VERONDERSTELD

De vergrijzing krijgt in Nederland, net als in de rest van de geïndustrialiseerde wereld, komende jaren tractie. In 2020 zal 31,2% van de bevolking in ons land 65 jaar of ouder zijn. In 2040 wordt een hoogtepunt bereikt met 47,3% — hoog, maar geen record. Dat komt voor rekening van Japan waar dan 66,8% van de bevolking 65 jaar of ouder is.

De vergrijzing gaat gepaard met toenemende zorg. Het zorgvolume stijgt in Nederland met 4% per jaar. Verbazingwekkend is dat niet: van de 65-plussers heeft 70% ten minste één chronische ziekte. Met het stijgen van de jaren neemt dat aantal toe.

Met de vergrijzing gaat een andere trend gepaard: een toenemend aantal jongere landgenoten met een immigratieachtergrond. Zo zal de bevolking met een Nederlandse achtergrond tussen 2017 en 2040 dalen van 13,2 miljoen naar 12,9 miljoen, terwijl de bevolking met een immigratieachtergrond in diezelfde periode stijgt van 3,9 naar 5,4 miljoen inwoners.

Vergrijzing heeft nog een ander belangrijk economisch effect: er wordt meer gespaard en minder geconsumeerd. Er wordt minder geïnvesteerd, bij voorbeeld in de huizenmarkt, terwijl met het stijgen der jaren het vertrouwen

afneemt. Per saldo betekent dat minder economische groei.

Vergrijzing gaat ook niet voorbij aan de beleggingsmarkten: aandelen en obligaties worden te gelde gemaakt, om de pensioenen te kunnen uitkeren.

De trend is evident, maar inspelen op vergrijzing is moeilijker dan gedacht: het Lombard Odier Golden Age Fund beweegt — vanwege de focus op waarde aandelen — sterk met de markt mee. In 2018 noteerde het fonds een rendement van -8,14%. Eind februari was een koerswinst (ytd) geboekt van ruim 9%. Sinds zijn oprichting komt het fonds geannualiseerd niet verder dan 1,47%.

Zouden trends die de wereld veranderen ook uw beleggingen niet moeten veranderen? Themabeleggingen.

Pictet-SmartCity.



Meer informatie over Pictet-SmartCity kunt u vinden op onze website assetmanagement.pictet of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.
[@PictetAM_NL](https://twitter.com/PictetAM_NL) [in](https://www.linkedin.com/company/pictet-asset-management-nederland) Pictet Asset Management Nederland

 **PICTET**
Asset Management

Building Responsible Partnerships

KLEINE VERMOGENSBEHEERDERS OP ZOEK NAAR GROTE VLEUGELS

FAMILY OFFICE CLAVIS WIL GROEIEN OP EIGEN KRACHT

CONSOLIDATIE

Vermogensbeheerders bij wie het aan groei ontbreekt, proberen zich aan te sluiten bij grotere kantoren die wél de blik vooruit richten. Dat merkt Clavis, het Bossche family office dat 10 jaar bestaat en inzet op forse doorgroei.

TEKST LENNEKE ARTS

Number One, Blues Brothers, Trans Portare. Benamingen die niet in het standaard vermogensbeheerdersvocabulaire voorkomen. Wél bij het Bossche Clavis, een multi-family office dat toeziet op de beleggingen van zo'n 75 families.

Number One is de codenaam van een van de klanten van Clavis, een oud-ondernemer wiens portefeuille de langst lopende is bij Clavis, sinds hij in 2008 zijn bedrijf verkocht en bij het kantoor aanklopte. Inmiddels haalt Number One al tien jaar lang een positief rendement, ook in 2018.

En zo zijn er meer codes, meer verhalen, die oprichter Michiel Dill en directeur vermogensbeheer Paul van Hastenberg kunnen vertellen in hun gesprek met Fondsnieuws in de Brabantse hoofdstad. Voorzichtigheid is op zijn plaats, zeggen ze erbij. Steeds vaker merken ze dat klanten hun tot codenaam omgedoopte hobby of favoriete plek eveneens gebrui-

ken als naam van een stichting of iets anders.

Dill begon Clavis in 2008, samen met Floris Mutsaerts. Dill heeft een achtergrond als belastingadviseur bij consultant PwC en als single-family officer voor een ondernemer die zijn bedrijf verkocht, Mutsaerts was eerder directeur private banking voor Oost-Brabant bij ING Bank. Beide ondernemers wilden niet meer onder de vleugels van een grootmacht opereren, maar kleinschalig aan de slag met het beleggen voor en ontlasten van vermogende ondernemers.

Paul van Hastenberg, eerder als directeur aandelen bij Unilever verantwoordelijk voor aandelen en private equity bij de ongeveer hon-

derd Unilever-pensioenfondsen wereldwijd, maakt het driepartnerschap compleet. Hij sloot in 2012 aan, nadat hij al enige tijd lid was van de externe beleggingsadviescommissie van Number One. Dill en Mutsaerts zochten naar iemand die de pijler vermogensbeheer naast de al bestaande pijlers 'vermogensstructurering' en 'directievoering en trustdiensten' kon uitbouwen. Van Hastenberg wilde wel.

Daarna ging het snel. Het kantoor groeide van zes mensen in 2012 naar het huidige personeelsaantal van 32, de omzet maakte sprongen, resulterend in acht FD Gazellen – een prijs voor de snelst groeiende bedrijven van Nederland. De snelle groei is volgens de directeurs te danken aan de 'unieke combinatie van dienstverlening' die het aanbiedt. Het kantoor houdt zich bezig met zowel vermogensstructurering, directievoering & trustdiensten als vermogensbeheer. Dat betekent dat Clavis families helpt met het opzetten van een fiscale en juridische structuur rondom hun private vermogen, maar ook met governance, financiële administra-

KLEINERE PARTIJEN FLIRTEN GRAAG MET CLAVIS

tie en vermogensbeheer – fiduciair voor een beperkt aantal klanten met een vermogen van € 50 mln tot € 300 mln, discretionair voor een veel groter aantal vanaf € 1 mln. Binnen het vermogensbeheer is Clavis actief op financiële markten, maar heeft het ook niet-beursgenoteerde portefeuilles.

De afgelopen jaren heeft het kantoor verder gebouwd aan zijn dienstverlening en bedrijfsvoering. Want, zo beseften Dill, Mutsaerts en Van Hastenberg in de voorbereiding voor hun 10-jarig jubileum: processen moesten gestroomlijnd worden om klaar te zijn voor nieuwe, forse doorgroei.

Wealth Control Framework

Rondom het jubileumfeest dat ze in oktober vierden met klanten en zakelijke relaties, introduceerden ze als resultante van dat bouwen een 'Wealth Control Framework'. Dit raamwerk standaardiseert vaste, repeterende processen en controles. Daardoor heeft het Bossche kantoor meer grip en controle, maar kan het ook werken met hogere volumes en een hogere kwaliteit garanderen. Zelf noemen Van Hastenberg en Dill het 'de nieuwe standaard in familievermogen'.

Daarmee zijn ze nu waar ze willen zijn, en klaar voor een volgende stap. Daarbij sluit Clavis de overname van andere partijen allerm minst uit, hoewel het kantoor zelf niet actief op zoek is. Dat hoeft ook niet: diverse

partijen kwamen in 2018 informeren 'of ze niet onder het label Clavis verder mochten?' Met één partij zijn vervolgesprekken gaande. 'Cruciaal is een 100% cultuurmatch. Er zijn partijen met wie we dat zien, maar niet veel', aldus de twee directeuren.

Wat de bedrijven die hebben aangeklopt gemeen hebben, is dat het

om bedrijven gaat die niet voldoende groeien. Van Hastenberg: 'Groei is noodzakelijk in onze markt, dat geldt zowel voor trust als voor vermogensbeheer. Als je stilstaat, terwijl de compliance-lasten toenemen en de omgeving steeds meer vraagt, krijg je het moeilijk.' Dat betekent niet dat het slechte bedrijven zijn,



EEN SNELLE GROEI, VAN 6 MENSEN IN 2012 NAAR 32 NU

STILSTAND IS DE TE VERMIJDEN VALKUIL

benadrukt Dill. 'Veel van dat soort bedrijven hebben persoonlijke goodwill opgebouwd. Het zijn goede mensen, met goede expertise. Maar ze hebben verzuimd een bedrijf te maken, ze zijn persoonsafhankelijk geworden.'

Eigenlijk past dat soort bedrijven ook het beste, vertelt Dill. 'Iemand moet echt willen opgaan binnen Clavis. Vanaf dag één zijn die relaties namelijk Clavis-klienten. Als je dat niet wil, moet je naar iemand anders gaan. Wij gaan onze aanpak niet veranderen.'

Autonome groei

Dat partijen zich aanbieden, wil niet zeggen dat Clavis achteroverleunt. De directeuren willen voorkomen zelf in de valkuil van stilstand te trappen. Van Hastenberg: 'Clavis gaat in de eerste plaats voor autonome groei, de afgelopen tien jaar hebben we bewezen dat we daar heel goed toe in staat zijn. Ook recent zien we die groei doorzetten of zelfs versnellen. We vertrouwen op onze eigen kracht.'

Een lening hebben ze voor dit bedrijf dus nog nooit afgesloten. Dill: 'Een luxepositie? Absoluut niet. We zijn er niet om over het hekje van de toezichthouder te springen, ik zou ervan wakker liggen als ik geld moest lenen.'

Wat de stip op de horizon is, daarover doen ze geen concrete uitspraken. Wel dat ze een bepaald rendement op het vermogen willen halen. Van Hastenberg: 'We stellen geen medewerkersdoel of een hoeveelheid locaties. Het gaat gewoon om het aantal mensen dat nodig is om het werk te doen.' Dill: 'Het moet lucratief zijn. Dat is echt geen vies woord. Maar we willen ook het vertrouwen blijven waarmaken.'

Terug naar de toenemende hoeveelheid vermogensbeheerders die

VOORKEUR VOOR DIRECT

Op beleggingsvlak heeft Clavis zijn groei naar eigen zeggen te danken aan het aantal beursgenoteerde portefeuilles, maar zeker ook aan directe investeringen. Van Hastenberg: 'De beurs geeft veel ondernemers een unheimisch gevoel, met investeringen in bijvoorbeeld private equity en vastgoedfondsen begeven ze zich in een wereld die ze kennen.'

Private-equityklienten van Clavis hebben in 2018 veelal dubbelcijferige rendementen gehaald, met uitschieters binnen de venture capital-beleggingen — sommige bedrijven worden voor tientallen keren de inleg verkocht. In de overige gevallen gaat het om fondsinvesteringen in private equity, impact investing, direct loans en vastgoed.

Zulke hoge rendementen verwacht Clavis voor dit jaar en volgend jaar niet nog eens, al ziet het multi-family office nog altijd 'heel mooie kansen' binnen directe investeringen. Van Hastenberg: 'De rendementen liggen eerder dáár dan op de financiële markten waar je op aandelen eerder 5% tot 7% rendement haalt en op obligaties 0.'

Wegblijven uit mainstreambeleggingen is daarbij een must. 'Het lijkt wel of de hele wereld private equity en private debt heeft ontdekt, selectie is cruciaal. Alle fondsbeheerders hier aan tafel hebben een mooi verhaal, ze zeggen allemaal top te zijn binnen hun segment. Onze rol is om het kaf van het koren te scheiden.' Momenteel werkt Clavis wereldwijd samen met ruim 40 aanbieders, voor 70% buitenlandse partijen.

Binnen zijn beursgenoteerde portefeuilles belegt de vermogensbeheerder bij aandelen voor ongeveer 50% in wereldwijde individuele titels, voor 25% in specialistische beleggingsfondsen en voor 25% in trackers.

Ook beleggen in obligaties gaat in de meeste gevallen direct, tenzij het om bijvoorbeeld high yield of specialistische effecten als bankleningen gaat. Over het algemeen is de strategie gericht op de bescherming van vermogen, waarbij de beheerder zo goed mogelijk wil bijblijven als de beurs stijgt, maar minder hard wil dalen als de beurs zakt.

de vleugels zoekt van grotere partijen. Volgens de directeuren is het een signaal dat de moeilijkheden onder kleine spelers groter worden. Dat het aantal vergunningen in de markt nog altijd in evenwicht blijft, schrijft Van Hastenberg toe aan de reorganisatietrajecten van de Nederlandse grootbanken. Een aantal private bankers start van daaruit een eigen kantoor.

Als hij de blik vooruit richt, geeft hij de meeste van deze spelers, die vaak met twee of drie een eigen on-

derneming zijn begonnen, niet zoveel kans. 'Ik denk dat het voor hen ontzettend moeilijk gaat worden, met de snelheid waarmee de compliance-eisen en de druk op traditionele verdienmodellen toenemen. Als de stroom vanuit de banken is opgedroogd, verwacht ik dat het aantal vergunningen zal afnemen in het vermogensbeheer. Dan gaat de consolidatie écht beginnen.' ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DNB GAAT KWALITEIT KAP VERMOGENSBEHEERDERS

TOEZICHT

Op cruciale momenten kan het kapitaal bij vermogensbeheerders vastzitten, terwijl het beschikbaar moet zijn om verliezen op te vangen. Dat stelt het hoofd toezicht op assetmanagers Marloes Foudraïne van DNB.

TEKST LENNEKE ARTS

De AFM en DNB zijn samen verantwoordelijk voor het toezicht op de assetmanagementsector. Waar de AFM toezicht houdt op het gedrag van ondernemingen, houdt DNB in de gaten of partijen wel financieel solide zijn.

Dat begint aan de poort: alle huidige 332 beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen zijn in het verleden door de screening van DNB gekomen. Oftewel, van allemaal is onder meer gecontroleerd of ze financieel solide zijn en of ze voldoende (eigen) vermogen beschikbaar hebben.

Dat is een zorgvuldig proces, wat niet altijd in goede aarde valt bij vermogensbeheerders die de markt snel willen betreden. 'Dat neemt inderdaad wat tijd in beslag, beaamt Marloes Foudraïne, het hoofd toezicht op assetmanagers bij DNB. Maar, zo werpt ze tegen: een gezonde markt begint bij een goede poortwachters-

functie. Het is niet makkelijk een vergunning weer in te trekken.'

Foudraïne staat sinds vier jaar aan het roer als hoofd toezicht voor Nederlandse assetmanagers. Het team van dertien mensen dat ze aanstuurt, doet behalve de screening van nieuwe partijen, ook een periodieke check op de periodieke financiële gegevens die assetmanagers moeten rapporteren aan DNB.

Zelfstandige vermogensbeheerders hekelen de vele gegevens die ze moeten rapporteren, vinden de kapitaal-eisen hoog en vrezen dat dat ten koste gaat van hun innovatie en ondernemerschap.

Financiële soliditeit

Foudraïne benadrukt dat de AFM beoordeelt of een bestuur of bestuurder geschikt is en dat DNB enkel kijkt naar de financiële soliditeit van de onderneming en de betrouwbaarheid van de aandeelhouders. 'Kijk, wij vinden het geen probleem als een vermogensbeheerder stopt, mits dit ordentelijk gebeurt. Je kunt je sowieso afvragen wat het effect ervan is, aangezien er 300 kleine instellingen

MARLOES FODRAÏNE

2014 - nu: Head of Department Investment Firms and Collective Investment Schemes supervision bij DNB

2010 - 2014: Head of Other Financial Intermediaries Statistics bij de AFM

2006 - 2010: econoom bij de AFM

in Nederland zijn, waar zelfstandige vermogensbeheerders onder vallen.'

Ze beaamt dat een gezonde financiële markt baat heeft bij concurrentie, dus dat het goed is dat er naast de grootbanken nog andere 'smaken' verkrijgbaar zijn in Nederland. 'Maar of dat nu 330, 332, of minder beheerders zijn, maakt mijns inziens niet zoveel uit. En uit klant oogpunt: vermogensbeheer stopt niet bij de grens. Een klant kan altijd in het buitenland zoeken naar een geschikte assetmanager.'

Bovendien, zo is haar ervaring, is de hoeveelheid nog altijd stabiel. In de markt klinkt het geluid dat toezicht-houders consolidatie zouden aanmoedigen in de sector. Een zegsman van AFM stelde eerder dat het wat 'ver gaat te zeggen dat de toezichthouder fusies stimuleert', maar beaamde wel dat meer vermogen kan leiden tot een sterkere financiële positie.

Foudraïne stelt dat het niet aan

KAPITAAL VAN KRITISCH TOETSEN



MARLOES FOUDRRAINE FOTO: BINH TRAN

DNB is om een oordeel te vellen over consolidatie of over een minimale hoeveelheid beheerd vermogen om slagkrachtig te kunnen zijn. 'Maar het kan zo zijn dat een vermogensbeheerder met ons in gesprek gaat omdat hij merkt dat zijn bedrijf niet levensvatbaar is. Dan kan het onderwerp fusies aan de orde komen. Kijk, er is toenemende regeldruk, bedrijfsmodellen staan onder druk. Je moet óf voldoende massa hebben, of je op een niche doelgroep richten.'

Als het gaat om de kwaliteit van kapitaal is Foudraine duidelijk. Con-

tinuïteit van dienstverlening moet gewaarborgd kunnen worden, punt. 'Als een beheerder in de problemen komt, moet er voldoende tijd zijn om dat af te kunnen wikkelen, vermogen over te dragen en mogen klanten daar geen last van ondervinden. Daar is geld voor nodig, in de vorm van eigen vermogen.'

Voldoen aan kwaliteitseisen

Elk kwartaal is er echter wel weer een geval van een vermogensbeheerder die tekortkomingen heeft op dat vlak, zo merkt haar team van

toezichthouders uit de rapportages die ze controleren. Foudraine: 'Kapitaal is nog weleens niet beschikbaar op cruciale momenten. Je moet wel voldoen aan de kwaliteitseisen, maar het kapitaal moet er ook zijn als je het nodig hebt, het mag niet vastzitten.'

Om die reden zal DNB in 2019 onderzoeken of vermogensbeheerders voldoende eigen vermogen beschikbaar hebben om hun risico's te dragen. In de praktijk komt dat neer op een extra kritische analyse van de kwaliteit van het kapitaal dat instellingen opgeven in hun verplichte rapportages. Daarnaast heeft de bank vermogensbeheerders in januari per nieuwsbrief verzocht zelf nog eens extra kritisch naar hun kapitaalsituatie te kijken en te bezien of het eigen vermogen en het beschikbare kapitaal voldoet aan de wettelijke eisen.

Bij tekortkomingen volgt een gesprek met DNB. Foudraine: 'Ik ga geen oplossingen aanreiken, maar er moet wel een oplossing komen. Een ondernemer kan een nieuwe partner inbrengen, eigen kapitaal bijstorten. Als de kwaliteit van het kapitaal maar voldoet aan de eisen en er bijvoorbeeld geen sprake is van preferentie tussen aandeelhouders, zowel in stemrechten als in dividendrechten, impliciete of expliciete dividendverplichtingen of vreemd vermogen.' ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

'BELEGGER KIJKT NIET JUIST NAAR CHINA'

REGIOALLOCATIE

China heeft recent zijn groeiprognose verlaagd van 6 tot 6,5%. Stephen Kam, specialist Aziatische aandelen bij Schrodgers, verwacht een tijdelijke vertraging. Hij adviseert beleggers de blik te richten op de consumptieve groei.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

In 2018 is China door een cyclische vertraging getroffen, onder meer als gevolg van de problematische handelsrelatie met Amerika. 'In dat licht was het een meevaller dat de spanningen met de VS begin 2019 afnamen. Maar dit is niet het belangrijkste China-verhaal', stelt Kam. Amerika is een belangrijke handelspartner voor China, maar de kracht van de binnenlandse economie is van groter belang voor de Chinese overheid. 'Dat zou het ook moeten zijn voor beleggers vanwege de uitstekende beleggingsmogelijkheden.' Los van de rivaliteit met de Verenigde Staten, is China bezig een draai te maken: van een export- naar een meer consumptiegedreven economie. Kam: 'Dit is een geleidelijk proces, met ups and downs – de economie is cyclisch – maar wel een dat beleggers enthousiast moet maken. De focus op consumptieve groei is een structurele verandering, waar ze

op kunnen inspelen via Chinese bedrijven in bijvoorbeeld de consumptieve sector en de IT-sector.'

Wat de groeivertraging betreft, is er volgens Kam sprake van een tijdelijke rimpeling in de Chinese vijver. 'Ja, er zijn zorgen over de bedrijfswinsten in 2019. Kijk je verder vooruit dan zijn er drijvende krachten: de sterke werkgelegenheid, de aanhoudende inkomensgroei van huishoudens en de aanwas van de middenklasse. Dit alles voedt de consumptieve groei in China en daarmee de economie.' China blijft de dominante factor voor de wereldwijde groei ondanks de opkomst van concurrenten als India en handelsspanningen met de VS, stelt Kam. 'China is de belangrijkste drijver voor de incrementele globale economische groei, en blijft dat zeker voor de komende vijf jaar.'

Chinese schuldenberg

Veel buitenlandse beleggers zien de schuldenberg in het Chinese systeem – vooral leningen van schaduwbanken – als de achilleshiel van het land. Ook hier brengt Kam nuance aan. 'De Chinese overheid

heeft dit probleem voortvarend aangepakt. In januari steeg het aantal uitstaande kredieten weer, maar wel na een jaar van gestage dalingen en enkel om de teugels even te laten vieren voor het Chinese midden- en kleinbedrijf, een belangrijke motor voor de groei.'

Kam ziet de schuldenberg niet snel verdwijnen. 'De afbouw ervan gaat jaren duren. Dat blijft een uitdaging. De meeste schuld is overigens uitgezet bij (semi-)staatsbedrijven, zodat het in eerste instantie een probleem is van de Chinese overheid, en minder van de private sector.'

MANNO VAN DEN BERG IS FINANCIËEL
JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN
FONDSNIEUWS.



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

MODELPORTEFEUILLES: TELEURSTELLEND 2018 VOOR BANKEN

ASSETALLOCATIE

De neutrale modelportefeuilles van ABN Amro, ING, Rabobank en Van Lanschot bleven afgelopen jaar stuk voor stuk achter bij de markt. Vooral in het vierde kwartaal liepen de aandelenposities stevige averij op.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Ook halverwege het jaar bleven de prestaties bij alle vier de banken negatief. Rabobank spreekt in een terugblik op 2018 dan ook van een bijzonder jaar. 'Alle beleggingscategorieën bleven

achter bij de inflatie. In dat opzicht was het zelfs een slechter jaar dan 2008. Dat is een bijzondere constatering, gezien de sterke groei van de wereldeconomie, de nog altijd lage rente en de gematigde ontwikkeling van de inflatie.'

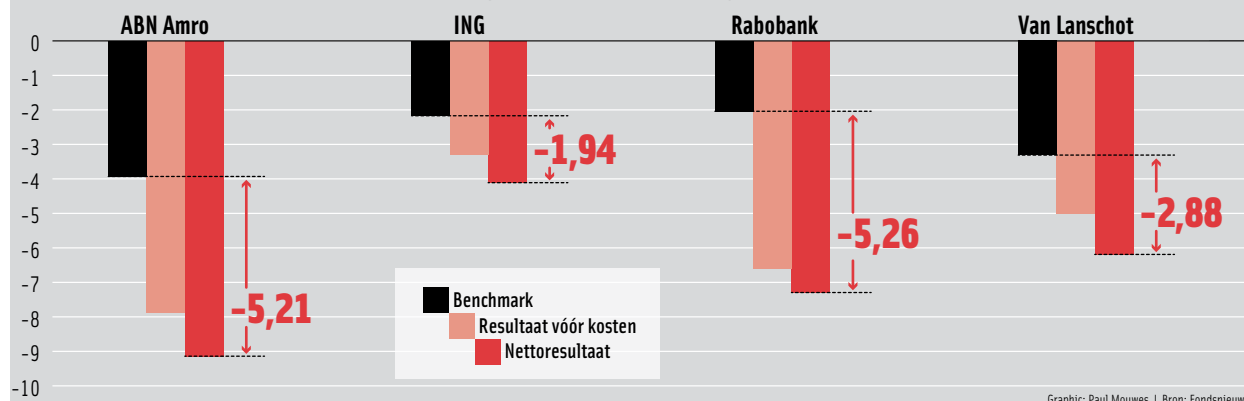
Vooral het vierde kwartaal van 2018 hakte erin voor beleggers in aandelen. 'Een koerscorrectie van meer dan 10% in het vierde kwar-

taal is zeldzaam. In de afgelopen honderd jaar was daarvoor altijd een duidelijke oorzaak (de Grote Depressie, Pearl Harbor WO II, de crash van 1987 en de grote financiële crisis van 2008). Zo'n oorzaak is er nu (nog) niet.'

Rabo bleef gedurende het vierde kwartaal echter overwogen in aandelen, een beslissing waar het sinds het marktherstel na de Kerst overigens van profiteert. Binnen de aandelenportefeuille van de Rabobank Beheerd Beleggen Actief-portefeuille is een derde deel ingeruimd voor multi-factorfondsen. Dit deel bleef in 2018 achter bij de brede markt, onder meer door de aanhoudende underperformance van waarde aandelen.

Belegger als zwaar beroep

Resultaten van de benchmark en de banken in %, neutrale modelportefeuilles in %, verschil in %-punt





MARTIN STOLKER

Bij Van Lanschot heeft de tactische allocatie naar aandelen per saldo een klein positief effect gehad. De onderweging van staatsleningen ten gunste van bedrijfsobligaties en liquiditeiten gedurende het hele jaar pakte echter negatief uit. Maarten Kneepkens: 'Door de rentedaling in het vierde kwartaal waren staatsleningen uiteindelijk de best presterende vastrentende categorie.'

Ook de managersselectie droeg negatief bij aan het resultaat van de neutrale Van het Huis-portefeuille van Van Lanschot. Dit is volgens de senior vermogensbeheerder te wijten aan twee aandelenfondsen: Natixis Harris Global Equity Fund en Robeco Boston Partners US Large Cap Equity.

'Natixis Harris kent een sterk geconcentreerde portefeuille, waardoor specifieke aandelenposities een grote invloed kunnen hebben. Daarnaast is het fonds relatief cyclisch belegd, wat in 2018 niet goed uitpakte. Het Amerikaanse aandelenfonds van Robeco Boston Partners heeft een waardestijl. Hoewel het fonds in lijn presteerde met zijn eigen

stijl-benchmark, bleef de waardestijl achter bij de brede markt.'

De grootste positieve selectiebijdrage werd geleverd door het Kempens European High Dividend Fund. 'De dividendstijl deed het relatief goed, en het fonds bleef zowel zijn eigen stijl-benchmark als de brede Europese aandelenmarkt voor.'

Obligaties opkomende markten

Ook ING en ABN Amro waren in 2018 onderwogen in staatsobligaties en overwogen in obligaties uit opkomende markten. Beide tactische beleggingskeuzes hadden een negatieve invloed op het relatieve rendement. De onderwogen positie in hoogrentende bedrijfsobligaties voegde aan de andere kant wel waarde toe aan de Actueel Neutraal Fondsenportefeuille van ING, zegt investment manager Henry van Heijster.

Wat aandelen betreft werd het resultaat gedrukt door de overwogen posities in opkomende markten en Japan en de onderwogen positie in aandelen uit de VS. Laatstgenoemde aandelenregio was namelijk de best presterende dit jaar.'

HET VERGELIJKEN VAN PORTEFEUILLES

Fondsnieuws analyseert systematisch een aantal veelgebruikte beheerportefeuilles van de grootste private banks van Nederland, te weten ABN Amro, ING, Rabobank en Van Lanschot, en binnenkort ook InsingerGillissen. Uitgangspunt is een beheerportefeuille met neutraal risicoprofiel die (zoveel mogelijk) is opgebouwd uit actieve beleggings-

fondsen, van een klant met een belegd vermogen van circa €1,5 mln.

Het doel is om inzicht te krijgen in de keuzes die de beleggingsstrategen en fondsselecteurs gedurende het jaar maken en hoe deze uitpakken. Bij de meest recente assetallocatie-vergelijking begin dit jaar bleek dat drie van de vier banken nog niet vol in aandelen durfden te

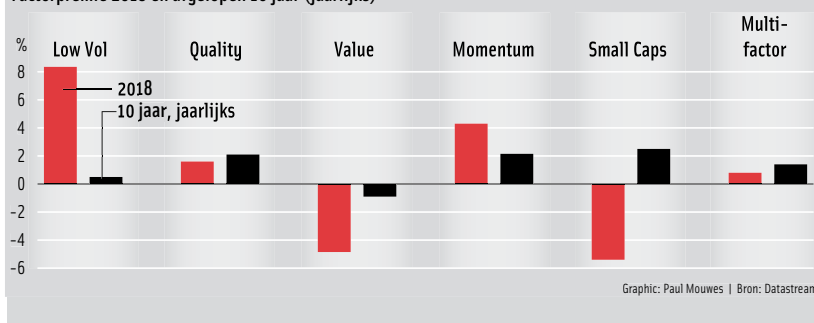
gaan, ondanks de scherpe daling van de waarderingen. Alleen Rabo zat flink overwogen in aandelen. Over welke regio het meest aantrekkelijk gevonden werd, liepen de meningen bij de private banks meer uiteen, terwijl ze eensgezind negatief waren over Europese staatsobligaties. Halverwege het jaar, als Fondsnieuws opnieuw de behaalde

rendementen zal analyseren, zal blijken wie de beste beleggingskeuzes heeft gemaakt, al speelt managersselectie ook een voorname rol bij de performance. De portefeuilleanalyses behoren tot de premiumcontent van Fondsnieuws waartoe alleen abonnees toegang hebben.

Bezoek Fondsnieuws.nl om abonnee te worden.

Wie had de X-factor?

Factorpremie 2018 en afgelopen 10 jaar (jaarlijks)



Het ABN Amro Multi-Manager Mandate, Risico Profiel 4 heeft in 2018 flink geleden onder het 'uitdagerende klimaat voor actieve beheerders vanaf mei 2018', licht Martin Stolker van AA Advisors toe. AA Advisors adviseert ABN Amro over de samenstelling van de modelportefeuilles.

'Gedurende heel 2018 was de portefeuille, in lijn met het beleggingsbeleid van ABN Amro, gericht op economische groei en het nemen van risico. Dit kwam onder meer tot uiting in de overwogen posities in hoogrentende bedrijfsobligaties en grondstoffen. Mede omdat de financiële markten risicoavers werden, vooral in het laatste kwartaal van 2018, bleef de portefeuille fors achter bij de benchmark.'

Managerselectie

Ook de managerselectie leverde per saldo een negatieve bijdrage. Stolker: 'De grootste negatieve bijdrage kwam van Pzena, dat een "deep value"-benadering volgt. Wij hebben zowel een Europese als een Amerikaanse strategie van Pzena in de portefeuille. De Europese strategie bleef 7% en de Amerikaanse strategie maar liefst 16% achter bij de markt.'

Beleggingsbeslissingen die voor ABN wel goed hebben uitgepakt,

waren onder meer een overwogen positie in beursgenoteerd onroerend goed waarop gedurende het jaar winst genomen werd, en de allocatie naar hedgefondsen en de managerselectie binnen hedgefondsen. Beide droegen positief bij aan het relatieve rendement.

Neutraal risicoprofiel

Fondsnieuws neemt de beheerportefeuilles met neutraal risicoprofiel van de grootste private banks in Nederland periodiek onder de loep. De getoonde rendementen zijn inclusief alle kosten, dus ook de kosten die de bank zelf in rekening brengt. Omdat de prestaties over een relatief korte periode gaan, zeggen ze niets over de langetermijnprestaties. In 2017 bijvoorbeeld, wisten de banken wel elk hun benchmark te verslaan.

De vier private banken hebben in Nederland een marktaandeel van ruim 80%. Hun performance over het afgelopen jaar staat niet op zichzelf. Ook de gemiddelde zelfstandige vermogensbeheerder had een moeilijk jaar. Dat blijkt uit cijfers van de vergelijkingssite Vermogensbeheer.nl. De gemiddelde neutrale portefeuille behaalde over 2018 een netto-rendement van -5,5%. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



HENRY VAN HEIJSTER



MAARTEN KNEEPKENS



Beleggen doen
we voor
generaties.



Beleggen voor de lange termijn.

Bij Capital Group nemen wij onze besluiten op basis van een langetermijn perspectief, en laten ons niet leiden door kortetermijn trends. Al meer dan 85 jaar beleggen we het vermogen van onze cliënten in bedrijven die veerkracht hebben getoond en ook in volatiele marktomstandigheden goede prestaties hebben laten zien.

Volgens ons is fundamentele, wereldwijde research essentieel om beleggingsmogelijkheden te ontdekken die de tand des tijds kunnen doorstaan. Er zijn maar weinig bedrijven die zo uitgebreid aan eigen research doen als wij. Dit stelt ons in staat om het vermogen van onze klanten in stand te houden en te laten groeien.

Bezoek voor meer informatie onze website capitalgroup.com/europe

De waarde van de aandelen en de inkomsten daaruit kunnen zowel stijgen als dalen en u kunt uw belegde vermogen geheel of gedeeltelijk verliezen.

UITSLUITEND VOOR PROFESSIONELE BELEGGER. DIT IS EEN MARKETING COMMUNICATIE.

Dit materiaal, dat is uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A avenue J.F.Kennedy, L-1855 Luxemburg, wordt alleen voor informatiedoeleinden gedistribueerd. CIMC staat onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF" - Financiële toezichhouder van Luxemburg) en is een dochteronderneming van de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group) en staat via het Nederlandse kantoor onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). © 2019 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

Hollands kroonjuwelenfonds

AUKE PLANTINGA: ORGANISEER STAATSPARTICIPATIES ALS OPEN-END BELEGGINGSFONDS

COLUMN

Nu de Nederlandse staat een behoorlijk belang heeft opgebouwd in Air France-KLM is de discussie weer geopend over de vraag of het nu goed is om als overheid op afstand van het bedrijfsleven te staan dan wel om actief en politiek te participeren. Het is duidelijk dat de combinatie van KLM en Schiphol een belangrijke rol speelt in de Nederlandse economie. Het is ook duidelijk dat politieke besluitvorming een belangrijke invloed heeft op de waarde van de onderneming afzonderlijk en op de waarde van deze ondernemingen voor de Nederlandse economie. Enkele voorbeelden van dergelijke beslissingen zijn het al of niet verruimen van het aantal vliegbewegingen, en/of het openen van vliegveld Lelystad.

Waar het hier om gaat is om een tegenwicht te bieden aan de Franse druk om de Nederlandse belangen te laten overvleugelen door vluchten te verplaatsen naar Parijs ten koste van Schiphol. Uiteraard kun je allerlei vraagtekens plaatsen bij deze actie. Waarom belegt de Nederlandse staat in een onderneming die zoveel CO₂ uitstoot? Waarom hier wel de vrije markt verstoren en elders niet? De vraag waar de meeste mensen mee zitten in dit verband is misschien wel: waarom wordt er juist belastinggeld gebruikt voor deze actie? Had dat geld niet beter gebruikt kunnen worden voor de gezondheidszorg, het verlagen van de AOW-leeftijd, of het investeren in beter onderwijs?

Weinig zoden aan de dijk

Alhoewel een bedrag van € 800 mln groot lijkt, zet het als eenmalige bijdrage waarschijnlijk te weinig zoden aan de dijk om echt een verschil te maken in zorg, pensioenen of onderwijs. Ik



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

denk dat het geld op zich nog wel te rechtvaardigen is als een investering in de continuïteit van het cluster KLM-Schiphol.

Tegelijkertijd is het echter niet nodig dat deze overheids-participaties automatisch uit belastinggeld moeten worden gefinancierd. De overheid zou ook een speciaal beleggingsfonds voor dit soort participaties kunnen opzetten. Hier kunnen dan de aandelen van alle overheidsdeelnemingen in worden gestopt.

Makkelijker gezegd

Dit is overigens gemakkelijker gezegd dan gedaan. Bestaat er belangstelling voor een beleggingsfonds waarbij de zeggenschap van aandelen wordt uitgeoefend door een soevereine staat? Normaal gesproken doet een belegger in

een beleggingsfonds ook afstand van zijn stemrecht, en het is vaak ook erg onduidelijk hoe het beleggingsfonds vervolgens gebruikmaakt van dit stemrecht. Het is in ieder geval een mooie manier om de resultaten van staatsportefeuilles overzichtelijk in kaart te brengen.

Door de staatsparticipaties te organiseren als een beleggingsfonds dat toegankelijk is voor het publiek loopt de staat uiteindelijk weinig risico. In het ergste geval heeft niemand belangstelling, en dan zijn de wellicht iets hogere kosten voor de juridische structuur het maximale verlies. De overheid zou dan kunnen proberen om een belegging in deze portefeuille fiscaal iets aantrekkelijker te kunnen maken. In het gunstigste geval lukt het om de volledige portefeuille op deze wijze te financieren. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



OOK ALTERNATIVE CREDIT VOELT JACHT OP RENDEMENT

RENDEMENTEN LATEN ZICH NIET SIMPEL BENCHMARKEN

ALTERNATIEVE BELEGGINGEN

In de zoektocht naar rendement ontdekken steeds meer institutionele beleggers alternative credit. Niet-beursgenoteerde leningen vormen een aantrekkelijke bron voor extra rendement, al kan de toestroom van geld ook hier de yields drukken.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

De 'search for yield' is in ieder geval zichtbaar bij hypotheek en infrastructurele leningen, blijkt uit gesprekken met NN IP en Dynamic Credit. Voor beleggers in alternative credit betekent dit dat ze kieskeurig moeten opereren. Op harde data is niet altijd te bouwen.

Historische rendementen zijn lastig te achterhalen, bevestigt Han Rijken, hoofd specialized fixed income bij NN IP. Het gaat veelal om niet-publieke transacties. Om een hele subcategorie in data te vangen is een uitdaging. 'Leningen kunnen regionaal en onderling verschillen. Voor elke lening kijk je apart naar risico, rendement, yield of looptijd. Past dit bij mijn doelen als belegger? Het zijn complexe beleggingen.'

Daar tegenover staat dat pensioenfondsen doorgaans – terecht – onderbouwde datareeksen willen zien voordat ze een nieuwe categorie in de strategische assetallocatie



NEDERLANDSE HYPOTHEKEN ZIJN IN TREK. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

opnemen. Volgens Rijken trekken de sterke kwalitatieve eigenschappen van alternative credit beleggers over de streep. De leningen bieden vaak een hoger rendement dan vergelijkbare beursgenoteerde obligaties; doorgaans vanwege hun illiquiditeit. Rijken: 'Je koopt als belegger illiquiditeit, complexiteit en documentatierisico. Waarvoor je moet waken is dat je een premie binnenhaalt ten opzichte van beursgenoteerde assets.'

Bij infrastructuurleningen is die

premie de afgelopen jaren gedaald, concludeert Rijken op basis van een interne vergelijking. 'We hebben transacties in de markt geaggregeerd en vergeleken met een obligatie-index in een vergelijkbaar segment. Yields zijn de afgelopen jaren naar elkaar toe bewogen. De search for yield zet de marges onder druk', aldus Rijken.

Deze trend is volgens Rijken vooral zichtbaar bij grote infrastructurele projecten waarin grote partijen

veel geld steken. 'Daar blijven we liever weg, op kleinere projecten zijn de marges doorgaans beter. Als schakel tussen belegger en kredietvrager vinden we twee zaken belangrijk: wegblijven bij de massa en de juiste projecten kiezen enerzijds en een goede sourcing anderzijds.' Bij dat laatste doelt Rijken op het hebben van toegang tot de beste leningen.

Goede marges in de periferie

Ook bij Duitse vastgoedleningen staan yields onder druk, stelt Rijken. 'Duitsland is relatief duur.' Er zijn ook minder platgetreden paden. 'Met vastgoedleningen zijn nog mooie marges te halen in Zuid- en Oost-Europa. Andere segmenten met goede marges zijn infrastructuurele leningen in windmolen- en zonnepanelenparken.'

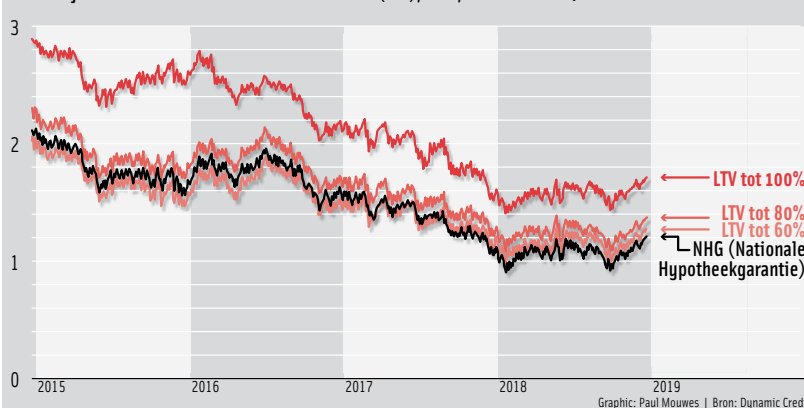
Ook Nederlandse hypotheekleningen zijn volgens Rijken aantrekkelijk; een goed rendement bij een beperkt risico. 'Een groot voordeel voor een pensioenfonds is dat je niet veel bufferkapitaal op de balans hoeft aan te houden'. De obligatie-expert is niet bang dat een oplopende rente de opmars van alternatieve credit frustreert. 'Alternatieve credit zorgt ook voor diversificatie in portefeuilles. Bovendien zullen deze leningen ook in een stijgende rentetrend hun illiquiditeitspremie blijven houden.'

Nederlandse hypotheek

Bart van der Noord, manager institutional sales van Dynamic Credit, signaleert een toestroom van beleggers naar hypotheekleningen. In de eerste negen maanden van 2018 daalden de spreads (yield versus swaprente) bij vrijwel alle hypotheeklooptijden, blijkt uit het jongste kwartaalrapport van de direct lender en assetmanager. In het laatste kwartaal van 2018 stegen de spreads overigens, vooral als gevolg van dalende swaprentes.

De hypotheekspread

Rente bij verschillende niveaus van loan-to-value (LTV), in %, december 2014 - december 2018



De lange trend wijst echter omlaag: sinds 2014 zijn de spreads op onder meer tienjarige hypotheekleningen flink gedaald.

Een ander gevolg van de gestegen interesse voor de Nederlandse hypotheekmarkt, is dat beleggers minder extra beloning krijgen voor relatief risicovollere leningen. Van der Noord: 'Het verschil in yield tussen hypotheekleningen met een lage en hoge loan to value is afgenomen.' Hoewel minder groot, is die premie nog wel interessant vanwege het relatief kleine defaultrisico.

Een andere opmerkelijke verandering is zichtbaar bij NHG-hypotheekleningen. Enkele jaren geleden was het aanbod van een 30-jaars rentevaste periode klein, maar huizenkopers kunnen deze variant nu voor redelijke rentes afsluiten als gevolg van het toetreden van pensioenfondsen op deze markt. 'Een kwart van de nieuwe NHG-hypotheekleningen wordt tegen een dertigjarige vaste rente uitgezet, tegen vijf jaar geleden 0%'

Prognoserendementen


Volgens DNB is er in tussen 2015 en 2017 door verzekeraars €11,5 mrd extra in Nederlandse hypotheekleningen belegd. Belangen in Nederlandse staatsobligaties werden verlaagd.

Van der Noord: 'Bij ons hebben pensioenfondsen en verzekeraars op dit moment zo'n €11 mrd gecommitteerd.' Dynamic Credit zet de leningen in de markt onder andere via het bijBouwe-label, de institutionele beleggers zorgen voor funding.

Van der Noord: 'Voordat wij over rendement praten, gaan we met een pensioenfonds of verzekeraar om de tafel. Een marktsegmentatie naar looptijd en risico, resulterend in een looptijd-risicomatrix met twaalf segmenten, moet potentiële beleggers inzicht bieden in de mogelijkheden.'

Nadat een belegger een of meerdere segmenten heeft gekozen, berekent Dynamic Credit een prognoserendement op basis van een inschatting van de rentes waartegen dergelijke leningen in de markt kunnen zetten. Van der Noord: 'Als een belegger inschrijft op niet-NHG-leningen met een looptijd van langer dan 15 jaar en LTV's tussen de 0% en de 90% leidt dat tot een prognoserendement van 2,6% bij een gewogen duration van 12 jaar en een gemiddelde LTV van 68%.'

MANNO VAN DEN BERG IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



○ Duurzaamheid.
Wilt u de wereld
én uw rendement
verbeteren?

Wilt u de wereld verbeteren door te beleggen in bedrijven die maatschappelijk verantwoord beleggen hoog in het vaandel hebben? Dan bent u bij Schroders aan het juiste adres. Wij lopen voorop in duurzaam beleggen en kunnen u helpen verantwoorde en effectieve keuzes te maken die beter zijn voor de wereld én voor u.

Maak de wereld een beetje beter, samen met Schroders.

www.schroders.nl/duurzaamheid

Voor wat er écht toe doet. **Schroders**

Let op: de waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Marketingmateriaal uitgegeven door Schroder Investment Management Limited, 1 London Wall Place, London EC2Y 5AU. Registratienummer 1893220 Engeland. Geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority.

GROEI PASSIEF GEEFT BELEGGER KEUZESTRESS

DUURZAME ETF'S

Het aantal duurzame etf's is afgelopen jaar explosief gegroeid, van 43 naar 79 fondsen. De inhaalslag bezorgt beleggers keuzestress, maar ook lagere kosten, concludeert Hortense Bioy, directeur passieve strategieën bij Morningstar.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

Fondsresearchbedrijf Morningstar besteedt veel aandacht aan duurzame fondsen en binnen dat segment aan duurzaam indexbeleggen. 'Duurzaamheid is hét onderwerp in de industrie', licht Bioy toe. 'Beleggers krijgen steeds meer aandacht voor duurzaam, financieel adviseurs kunnen met dit thema nieuwe, jonge beleggers bereiken en assetmanagers beginnen steeds duurzamer te denken.'

Duurzame etf's zijn binnen duurzaam beleggen een nichemarkt. Eind 2018 was er voor €726 mrd in duurzame fondsen belegd, waarvan zo'n €80 mrd in indexfondsen en €9,95 mrd in etf's. 'In indexfondsen zit vooral veel institutioneel geld', verklaart Hortense Bioy het verschil



HORTENSE BIOY

in beheerd vermogen tussen indexfondsen en etf's.

De stijging van het beheerde vermogen in etf's is met 50% in 2018 aanzienlijk. Ook de sterke stijging van het aantal duurzame etf's trekt

de aandacht. Bioy: 'Er is sprake van een inhaalslag. Aanbieders hebben tijd nodig gehad. Het is lastig om een index en een systematiek te vinden die voldoende beleggers aanspreken.'

Keuze probleem

Nu de productontwikkelaars dat werk hebben afgerond, worden beleggers geconfronteerd met veel nieuwe namen. Bioy erkent dat het lastig te zien of een duurzame etf een donker- of lichtgroene strategie volgt. Het ene fonds sluit een of enkele bedrijfsactiviteiten uit, terwijl het andere een best-in-class-benadering hanteert of voor de gehele aandelenportefeuille strenge duurzame criteria hanteert. Ook de duurzame subthema's kunnen sterk verschillen.

De Morningstar Sustainability Rating probeert beleggers meer inzicht te verschaffen in de mate van duurzaamheid van de onderliggende portefeuilles. Hoe hoger deze rating des te 'groener' de portefeuille, legt Bioy uit. 'Nieuwe fondsen krijgen snel een sustainability rating, gemiddeld duurt dat circa vijf weken.'

Dalende kosten

De toenemende concurrentie onder duurzame etf's biedt beleggers wel kostenvoordelen. De kosten voor duurzame etf's zijn sinds 2012 gedaald van gemiddeld 0,55% naar 0,36%, aldus Morningstar. Nieuwe ESG-etf's (ESG staat voor environmental, social and governance) brengen lagere kosten in rekening dan hun voorgangers en berekenen voor het eerst geen premie voor dit nichesegment. 'Als indexbelegger hoef je niet langer extra te betalen voor duurzaamheid', aldus Bioy. ■

MANNO VAN DEN BERG IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

HET STILLE GENOOTSCHAP VAN ROBECO

STRATEGIE

In reactie op de toenemende complexiteit en op de forse margedruk zoekt Robeco onder meer in strategische partnerships een passend antwoord. 'Deze ontwikkelingen verlangen dat je de relatie vergaand verdiept', zegt Christoph von Reiche.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Het Duitse bestuurslid, dat een deel van zijn loopbaan onder meer heeft doorgebracht bij JP Morgan en Goldman Sachs, is sinds 2017 bij Robeco wereldwijd verantwoordelijk voor sales en marketing. In een gesprek met Fondsnieuws vertelt hij dat het slagen van strategische partnerships afhankelijk is van een wederzijds commitment. 'Het senior management moet er echt achter staan. Het moet in het DNA zitten. Dat geldt voor beide zijden.'

Von Reiche onderstreept dat de toenemende complexiteit van de sector, door een combinatie van wet- en regelgeving en slinkende marges, ook echt kansen biedt aan partijen tot innovatie. 'Je hebt de zeer grote one-stop-shop die vrijwel

alles kunnen leveren en de kleinere, meer gespecialiseerde partijen, zoals Robeco, die zich op een aantal strategieën richten en zich als 'though leader' proberen te onderscheiden. Voorbeelden van die strategieën zijn bij Robeco onder meer credits, quant en duurzaamheid.

'Het gaat om relaties die niet over een nacht ijs zijn gegaan. Ze zijn in de loop der jaren gegroeid. Vroeger beperkte je je als assetmanager voor-

ROBECO WIL SPECIALIST ZIJN DIE HET VERSCHIL MAAKT



CHRISTOPH VON REICHE



BNP PARIBAS FORTIS EN ROBECO SAMEN IN BELGIË MET ESG

BNP Paribas Fortis is met een marktaandeel van 35,6% op het terrein van duurzaamheid dé dominante bank in België. Aan dit marktleiderschap ligt, naast de inbreng van de eigen assetmanager, ook de samenwerking met Robeco ten grondslag. Deze samenwerking gaat terug tot 2011, toen Robeco roadshows deed in België met BNP Paribas Fortis.

'Het was toen nog niet echt een succes, maar in 2014 en 2015 kreeg het tractie', vertelt Chris Suiker, managing director wholesale sales Benelux van Robeco. Het momentum, waarvan Suiker spreekt, was een gevolg van het besluit van de raad van bestuur van de bank om bij de executie prioriteit te geven aan drie thema's: digitalisering, bedrijfsklanten en duurzaamheid.

Volgens Guy Janssens, hoofd Sustainable & Responsible Investments van BNP Paribas Fortis, wilde men daarmee 'een betere bank voor de wereld' vestigen. Janssens spreekt van een evolutie, waarin men vanaf 2011 al duurzame mandaten voerde voor bepaalde klanten en dat men inmiddels voor alle risicoprofielen duurzame oplossingen heeft.

Deze zogenoemde SRI-compartimenten vinden bij BNP Paribas Fortis Private Banking gretig aftrek: sinds 2014 is het marktaandeel gegroeid van 14% naar bijna 50% in 2018, blijkt uit het recente onafhankelijke onderzoek van Forum Ethibel. 'Onze adviseurs bieden klanten eerst SRI-beleggingen of -producten aan. Het potentiële rendement van SRI-beleggingen is niet lager dan bij klassieke beleggingsfondsen zonder een duurzame invalshoek. Dat in combinatie met het feit dat het een positieve bijdrage geeft aan de samenleving, is voor twee derde van de nieuwe klanten aanleiding om in onze duurzame fondsen en producten te beleggen', zegt Janssens.

BNP Paribas Fortis maakt wereldwijd gebruik van 85 assetmanagers, zodat er voldoende oplossingen voorhanden zijn, zegt Janssens. 'Maar als het om duurzaam beleggen gaat verkiezen we partijen zoals BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) en Robeco. Deze hebben inzake SRI-aanbod in zowel thematische als "best in class"-oplossingen.'

al tot het ontwikkelen en aanbieden van producten, die dan als building blocks in een portefeuille bij een klant werd gebruikt. Maar nu wordt steeds meer van je verwacht dat je in een vroeg stadium meedenkt over oplossingen.' Volgens Von Reiche zit Robeco dat in het bloed – 'al lang', voegt hij er met verwijzing naar de

reclameslogan 'the investment engineers' aan toe.

Duurzaamheid in het DNA

Het bestuurslid vertelt dat een bedrijf als Robeco doorgaans ongeveer een dozijn grote partnerships organisatorisch aankan. Von Reiche zegt daarover: 'Duurzaamheid ziet

diep in ons DNA, die bovendien over de hele breedte in onze strategieën wordt toegepast. We brengen het ook tot uitdrukking in dit gebouw, een van de meest duurzame kantoorpanden van Nederland.' De Duitser zegt niet bang te zijn dat als een klant knowhow dupliceert die Robeco op het terrein van duurzaam beleggen heeft dat daarmee aan het fundament van het partnership een einde komt.

'Nee, die angst hebben we niet. Er zit aan onze kant meer dan 20 jaar kennis en ervaring in. Het is bijzonder moeilijk te repliceren. Ons is er alles aan gelegen om op dit terrein wereldwijd voorop te blijven lopen.'

Partnership

Om een partnership met een partij in de wereld aan te gaan, gaat het voor Robeco vooral om het totaalpakket. Is het een interessante klant? Wat kan men leveren, behalve kennis? Zet het qua te beheren vermogen of winstmarges ook echt zoden aan de dijk? Toch is de aantrekkelijkheid van een partnership niet altijd in concrete parameters van geld uit te drukken. Soms gaat het om belangrijke markten waartoe men via een partnership toegang kan krijgen.

Soms spelen er andere belangen, zoals blijkt uit het hardnekkige gerucht dat een staatsfonds waarvoor Robeco werkt in huis een nieuw team wil opbouwen om wereldaandelen te beheren die eerder vanuit Rotterdam beheerd werden. Waarom leent Robeco zich daarvoor, is de vraag die Christoph von Reiche wordt voorgelegd. Het bestuurslid, gepokt en gemazeld in het Angelsaksische zaken doen, zwijgt en bedient zich daarbij vakkundig van een 'stiff upper lip'. ■

TOP 5 EDELMETAALFONDSEN

BELEGGINGSFONDSEN

Goudfondsen trokken veel vermogen aan in het laatste kwartaal van 2018, toen het pessimisme en de risicoaversie bij beleggers de overhand kregen. Welke fondsen sprongen eruit in de afgelopen twaalf maanden?

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Goud heeft in de financiële wereld nog steeds een status als veilige haven. 'Ook in 2018 zagen we dit effect terug in de fondsstromen naar beleggingsfondsen die blootstelling bieden aan goud', zegt Morningstar-analist Jeffrey Schumacher. 'In het laatste kwartaal van 2018, toen de risicoaversie bij beleggers toenam, stroomde er meer vermogen naar goudfondsen.'

Goud maakte zijn faam als 'hedge' tegen risico weer waar. Turbulentie op de financiële markten was echter niet de enige drijfveer achter de stijgende goudprijs in de laatste drie maanden van 2018.

'Een van de factoren die de goudprijs mede bepalen, is de vraag en aanbod van centrale banken, die het edelmetaal aanhouden als reserve', aldus Schumacher. 'Centrale banken bouwen hun goudreserves al sinds de financiële crisis in 2008 verder op, maar vorig jaar kochten ze voor \$47 mrd aan goud, de grootste aankoop in een halve eeuw.'

Vooraf centrale banken uit opkomende landen kochten veel goud, Rusland, Turkije en Kazachstan voorop, wat ervoor zorgt dat centrale banken wereldwijd momenteel \$1,4 biljoen aan goud bezitten.

Fonkelend?

Top 5 edelmetaalfondsen, rendementen tot en met januari 2019, in procenten en geannualiseerd

	1 jaar	3 jaar	std dev* 3 jaar
Investec GSF			
Global Gold Fund	7,59	13,29	34,23
L&G			
Gold Mining ETF	3,90	13,67	34,22
Amundi Fds DPR			
Global Gold Mines	2,85	10,16	32,11
Schroder			
ISF Global Fund	-0,32	-	-
Lyxor			
MSCI ACWI Gold ETF	-0,57	12,21	35,40

*Standaardafwijking | Graphic: Paul Mouwes | Bron: Morningstar

Rendementen t/m januari, van in Nederland geregistreerde open-end fondsen met een clean share-class en etf's.

De beleggingsfondsen in de Morningstar-categorie 'Aandelen Sector Edelmetalen' bieden beleggers geen directe blootstelling aan grondstoffen, maar beleggen in mijnbouwers die zich toeleggen op het delven van edelmetalen. Hierdoor wijken de prestaties van deze fondsen regelmatig af van de prijsontwikkeling van de grondstoffen zelf.

De mijnbouwers in de sector kampen met productieproblemen en teruglopende reserves, terwijl de exploratie van nieuwe mijnen moeizaam gaat. Aan de andere kant is er sprake van een consolidatieslag in de sector. Zo telde het Canadese Barrick

Gold, 's werelds grootste goudlever, in september vorig jaar \$6,5 mrd neer voor Randgold en kondigde nummer twee Newmont aan dat het Goldcorp overneemt om Barrick Gold weer van de troon te stoten.

Naar de verwachting van analisten en fondsbeheerders zal de consolidatie in de sector verder toenemen, waardoor er nog de nodige overnames in het vat zitten.

Investec Global Gold Fund

De top 5-fondsen op basis van hun rendement over de afgelopen twaalf maanden tot en met eind januari 2019 wordt aangevoerd door Investec Global Gold Fund. De portefeuille wordt sinds 2015 beheerd door George Cheveley, waarbij hij een portefeuille van ongeveer 30-40 namen voert die gefocust is op de large- en midcaps in het universum. Daarbij heeft hij een voorkeur voor de hogere kwaliteitsbedrijven die aan de onderkant van de kostencurve opereren.

Het fonds realiseerde over de afgelopen twaalf maanden een rendement van ruim 7% en dat ondanks een negatief rendement van top-holdings Newmont en Goldcorp. Het fonds profiteerde wel van de nummer 3-positie in de portefeuille, Barrick Gold, dat bijna 25% steeg. Een andere forse stijger was Kirkland Lake Gold, dat een koerswinst van ruim 130% boekte. ■



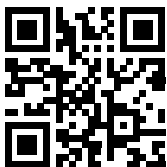
Groei mee met de toekomst van China

UBS China **Opportunity** Equity Fund

Door een reeks van structurele trends zal China in de loop van de komende tien jaar de grootste economische macht ter wereld worden. Nu al zijn Chinese bedrijven op veel gebieden toonaangevend. Dit biedt langetermijncansen voor beleggers.

Groei mee. Investeer in geselecteerde Chinese ondernemingen met het UBS China Opportunity Equity Fund.

**Meer informatie via ubs.com/china-opportunity
of via de QR code**



Belangrijke informatie. Uw vermogen loopt risico en u krijgt mogelijk niet terug wat u oorspronkelijk hebt geïnvesteerd. De waarde van beleggingen en het inkomen wat u eraan ontleent, kan zowel dalen als stijgen. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. UBS (Lux) Equity Fund – China Opportunity (USD) Q-acc is een beleggingsinstelling in de zin van de AFM en geregistreerd in het Nederlandse register bij de Stichting Autoriteit Financiële Markten. Vertegenwoordiger in Nederland voor UBS-fondsen naar buitenlands recht: UBS Asset Management, UBS Europe SE Netherlands Branch, Rembrandt Tower – 18e verdieping, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Nederland. Prospectussen, vereenvoudigde prospectussen of essentiële beleggersinformatie, de statuten of het beheersreglement, evenals de jaar- en halfjaarverslagen van UBS-fondsen zijn gratis beschikbaar in een taal die vereist is door de lokale toepasselijke wet bij UBS Europe SE Netherlands Branch of via www.ubs.com/fondsen.

IMC: LEREN VAN DE KLANT

ONDERNEMERSLESSEN VOOR VERMOGENSBEHEERDERS

NETWERKEN

Vorm een 'A-team', toets je idee en controleer regelmatig of je businessmodel nog klopt. Dat was de boodschap tijdens de derde IMC-bijeenkomst op Nyenrode, waar zelfstandige vermogensbeheerders een masterclass ondernemerschap bijwoonden.

TEKST LENNEKE ARTS

Ger Zwartendijk, 17 jaar docent ondernemerschap op de Business Universiteit, daagde meer dan twintig directieleden tijdens de bijeenkomst begin februari uit om kritisch te kijken naar hun eigen bedrijf. De vermogensbeheerders bevroegen elkaar over uitdagingen, succes en hoofdbreken en deelden dit binnen de 'clubmuren' van de Investment Members Club (IMC).

Volgens Zwartendijk draait het er bovenal om dat je als ondernemer écht weet wat er speelt, je je visie scherp hebt en het doel van je onderneming altijd op je netvlies houdt. 'Wil je vervolgens groeien als bedrijf, vergeet dan niet dat groei niet per se betekent dat je gróter moet worden. Het betekent ook beter worden. Kijk daarbij ook kritisch naar je team: Klopt dat wel, kunnen je mensen wel meegroeien?'

Over het najagen van kansen, merkte Zwartendijk op dat er een duidelijk onderscheid is tussen een kans en een idee. Ondernemers zijn niet zozeer uitvinders, creatievelingen, aldus de docent. 'Ondernemers



LEREN VAN ELKAAR MAAR VOORAL VAN KLANTEN FOTO: REDACTIE FONDSNIEUWS

zijn mensen die kansen benutten. Er liggen duizenden ideeën te wachten op een goede ondernemer.'

Temperament en talent

De docent drukte de aanwezigen op het hart dat ze wel van zichzelf kunnen leren en van elkaar, maar dat je de meeste progressie boekt door naar buiten te gaan, te doen, met klanten te praten. 'Wat is hun behoefte? Sluit je product of dienst daarop aan? Pas daarna ga je aan de slag met techniek, temperament en talent, oftewel: beleggen, dingen voor elkaar krijgen en weten waar je goed in bent.'

Succesvolle ondernemers zien al-

tijd kansen, ook tijdens zwaar weer, doceerde Zwartendijk. 'Ze zijn creatief, ambitieus, krachtig en leergierig. Bovendien nemen ze de tijd om te reflecteren en besteden ze veel tijd aan markt oriëntatie. Houd je vakliteratuur bij', klonk zijn advies.

Andere adviezen van Zwartendijk: Let op je onderscheidend vermogen en toegevoegde waarde, anders zullen klanten kiezen voor de goedkoopste. Besteed aandacht aan je team, zorg dat je idee makkelijk uit te leggen is en zorg voor een goed netwerk. ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

WAAR STOPT DE AMERIKAANSE AANDELENRALLY?

ENORME WAARDERINGSKLOOF TUSSEN EUROPA EN DE VS

AANDELEN

De Amerikaanse aandelenmarkt is in 2019 als een speer van start gegaan. Zit er nog meer in het vat, of kunnen beleggers zich nu beter richten op goedkopere Europese aandelen?

TEKST TIJBBE HOEKSTRA

De waarderingen van Amerikaanse bedrijven zijn nog altijd 10-15% lager dan een jaar geleden, en de winsten groeien nog steeds', merkt Jan Vergote, hoofd beleggingsbeleid bij de Belgische Belvius Bank, op.

'De aandelenkoersen in de Verenigde Staten worden, na de correctie in het vierde kwartaal, nu weer bepaald aan de hand van de winstvooruitzichten. En die zijn nu eenmaal goed', vindt ook Martyn Hole, investment director bij de Amerikaanse assetmanager Capital Group. De S&P 500 is dit jaar alweer zover gestegen, dat de koersen nu weer op het niveau van augustus vorig jaar liggen. Met andere woorden: de verliezen die tijdens het vorige kwartaal werden geleden, zijn al bijna weer goedge maakt.

Historisch gezien duurt het na een marktcorrectie van 20% altijd een paar jaar voor de Amerikaanse aandelenmarkt terug is op het niveau van voor die correctie. Deze keer is het hele verlies echter binnen

vijf maanden al bijna helemaal goedge maakt.

Dat heeft natuurlijk voor een groot deel te maken met het omgeslagen sentiment. Het gevaar van een handelsoorlog tussen China en de VS is nog niet geweken, maar is nu wel minder acuut dan in december. En dan is er natuurlijk de koerswijziging van de Fed: het besluit van de Amerikaanse centrale bank om voorlopig te stoppen met renteverhogingen betekende een forse steun in de rug van de aandelenmarkt. Die had tot voor kort immers nog een verder stijgende rente ingeprijsd.

Nog steeds niet duur

De snelle comeback betekent ook niet dat er inmiddels her en der bubbels zijn ontstaan, betoogt Hole. 'Geen enkel deel van de markten is overdreven duur. Het verschil in waardering tussen de hoogst en laagst gewaardeerde sectoren is maar ongeveer 5 procentpunten.'

Amerikaanse aandelen zijn nu inderdaad lager gewaardeerd dan op enig moment in 2018. Met uitzondering van december dan, het dieptepunt van de marktcorrectie. De CAPE-ratio, een koers-winstratio die corrigeert voor cyclische effec-



FOTO: HOLLANDESE HOEDJE

ten door het gemiddelde te nemen van de winsten van de afgelopen 10 jaar, staat ook op het laagste niveau in jaren.

In december werd de laagste stand (25,0) sinds oktober 2016 bereikt, heeft Joachim Klement, hoofd beleggingsonderzoek bij de assetmanager Fidante Partners in Londen, berekend. Inmiddels is de CAPE wel iets gestegen, maar lag die eind januari nog steeds op het laagste punt in twee jaar (zie grafiek).

Op basis van zowel de verwachte winsten als de meest recente winsten zijn Amerikaanse bedrijven zelfs nog wat aantrekkelijker. Zowel de 'forward' als de 'trailing' P/E ligt onder het gemiddelde van de afgelopen 20 jaar.

'De aantrekkelijkste sectoren op het gebied van waarderingen zijn financials, energie en grondstoffen. Industriële bedrijven zijn ook wat goedkoper geworden', meent Klement. 'Dat zijn inderdaad allemaal waardesectoren: waarde presteert al heel lang minder, en heeft ook tijdens de correctie in het vierde kwartaal weer slechter gedaan dan de markt.'

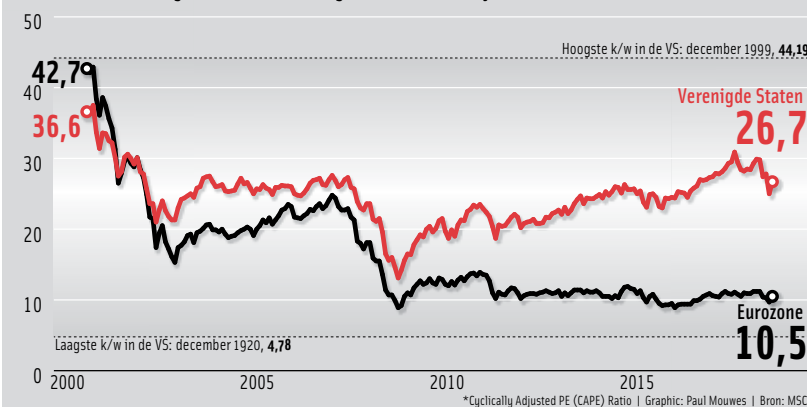
Bij Capital Group zien ze momenteel inderdaad de beste perspectieven in waarde aandelen. 'We hebben onze posities in olie- en gasbedrijven, die flink onderuit zijn gegaan tijdens de marktcorrectie, uitgebreid omdat we denken dat de olieprijs op termijn gaat stijgen. Ook hebben we onze weging naar telefoniebedrijven verhoogd', vertelt Hole.

Wel duurder dan Europa

Maar vergeleken met andere regio's zijn Amerikaanse aandelen natuurlijk nog steeds duur. Zo ligt de CAPE van aandelen in de eurozone volgens de berekeningen van Klement op 10,5. De Amerikaanse CAPE ligt op 26,5. Het waarderingsverschil

Wat is té duur?

Koers-winstverhouding* eurozone en Verenigde Staten. Maandcijfers sinds november 2000



op basis van winstverwachtingen is een stuk kleiner, maar nog steeds in het voordeel van Europese aandelen. Eind december moesten beleggers daar 12x de verwachte winst voor betalen, terwijl ze voor een mandje van de S&P 500 14,6 keer de winst kwijt waren.

'Op het vlak van waardering is de eurozone op het eerste gezicht goedkoper, maar dat kan voor een groot deel worden verklaard aan de hand van drie sectoren', merkt Vergote op.

'Technologie, die relatief veel meer aanwezig is in de Verenigde Staten, heeft het heel goed gedaan en is relatief hoog gewaardeerd. De autosector en banken, die in de eurozone relatief groot zijn, hebben het juist enorm slecht gedaan en zijn goedkoop.'

De is volgens Vergote de markt met het kleinste macro-economische risico. En dat zorgt automatisch voor een opslag in de waarderingen.

'Niet alleen de bedrijfswinsten, maar ook de economische groeivoorzichten zijn gunstiger in de VS dan in de rest van de wereld.' En eventuele handelsconflicten zullen in eerste instantie vooral gevolgen hebben voor exportafhankelijke bedrijven. En die vinden we nu eenmaal meer in Europa en Azië dan in de VS.

Voorzichtigheid blijft geboden

Amerikaanse aandelen mogen dan een relatieve 'safe haven' zijn, toch is er reden genoeg om het optimisme te temperen, vindt Hole. 'De snelheid waarmee de markt weer omhoog is

gegaan, heeft ons wel verrast. We houden in onze aandelenfondsen daarom relatief veel cash aan.'

Ook bestaat er bij bedrijven toenemende onzekerheid over de economie. Hole: 'De NFIB Small Business Optimism Index, een index die het vertrouwen van kleine Amerikaanse bedrijven meet, is in de afgelopen drie maanden met 28 punten gedaald. Sinds 1985 is zo'n daling maar vijf keer voorgekomen. De laatste keer was in 2008.'

Geen recessie dit jaar

Een recessie verwacht Hole dit jaar echter niet. 'Recessies worden in de regel veroorzaakt door een disbalans in de economie. Die zien we nu nog niet. We denken daarom dat 2019 een behoorlijk goed jaar voor aandelen zal worden. 2020 is een ander verhaal: dan zou de hoge schuld van bedrijven uiteindelijk weleens voor problemen kunnen gaan zorgen.'

Recessiekans of niet: het vertrouwen is broos en de vorige marktcorrectie ligt nog vers in het geheugen. Beleggers kunnen daardoor heftig reageren op nieuws dat de toch al aanzienlijke onzekerheid nog vergroot: zoals signalen dat de onderhandelingen tussen China en de VS over een nieuw handelsakkoord op klappen staan.

Voor Vergote van Belfius zou dat een koopsignaal zijn: 'Volatiliteit biedt kansen, aangezien we dit en volgend jaar geen recessie verwachten.'

DE STRUCTURELE WINNAARS IN EUROPA



Dominante Europese bedrijven met een bijna tijdloos, robuust verdienmodel en groeipotentieel vormen het hart van de **Jupiter European Growth-strategie**. Het langdurig sterke **trackrecord** bewijst de **deskundigheid** van het beleggingsteam.

Hoewel de ongeveer 35 tot 45 bedrijven in de portefeuille van het Jupiter European Growth-fonds in Europa zijn gevestigd, is een groot deel actief in de hele wereld. “De helft van de omzet realiseert deze bedrijven buiten Europa. We beleggen veel globaler dan het label suggereert”, zegt Alexander Darwall, Head of Strategy, European Growth bij Jupiter Asset Management. Met bijna een kwart eeuw ervaring als professioneel belegger is

Darwall een van de langstzittende fondsmanagers bij Jupiter, en een van de succesvolste. Hij heeft een zeer sterk trackrecord opgebouwd bij al zijn fondsen. Darwall en zijn team hebben een uitgesproken voorkeur voor bedrijven die in staat zijn op de lange termijn hun winst en marges bovengemiddeld en consistent te laten groeien. Het zijn dominante marktspelers, die grotendeels hun eigen prijzen kunnen bepalen en een duidelijke richting hebben gekozen.

De bottom-up aandelenselectie voor de Jupiter European Growth-strategie vindt plaats op basis van overtuiging, waarbij het beleggingsteam zich een gedegen begrip heeft gevormd van het verdienmodel en de groeivoorzichten van een bedrijf. De technologie-, media- en gezondheidssector zijn overwogen. “Structurele trends kunnen een bedrijf zetje in de rug geven, maar ze zijn niet de hoofdreden om voor een aandeel te kiezen,” aldus Darwall. “Wij zoeken naar de winnaars van disruptie, ongeacht of die het gevolg is van veranderend consumentengedrag, aangepaste wet- en regelgeving of technologische innovatie. Het zijn de structurele winnaars, die gedurende de gehele cyclus goed kunnen presteren.”

STRUCTURELE WINNAARS

De fondsmanager noemt Novo Nordisk een goed voorbeeld van zo'n structurele winnaar. In de markt voor diabetesmedicatie heeft de Deense farmaceut zijn gelijke nog niet gevonden. “De markt wordt gedomineerd door een paar bedrijven met geavanceerde technologie, een uitmuntend distributiekanaal en een wereldwijde aanwezigheid. Nieuwkomers hebben door die hoge drempels het lastig in deze markt.”

Als een aandeel wordt aangekocht, is er geen horizon aan verbonden. Twee bedrijven maken al sinds de lancering van het beleggingsfonds in 2007 deel

uit van de portefeuille, en tien al meer dan vijf jaar. Zolang de sterke fundamentals van het bedrijf en management van kracht zijn, houdt Darwall de positie aan. Als een bedrijf minder presteert, maar hij overtuigd is van het potentieel koopt de fondsmanager als hij koerszwakte vermoedt, zoals eind vorig jaar gebeurde. Darwall schroomt echter niet om een aandeel van de hand te doen als zijn aannames onjuist blijken te zijn. Sinds de lancering heeft de Jupiter European Growth-fonds de benchmark en concurrenten het nakijken gegeven. Een sterk trackrecord over een periode van ruim tien jaar onderstreept nog maar eens de deskundigheid van Darwall en zijn beleggingsteam. Met een gouden status en het hoogste oordeel van vijf sterren bij Morningstar speelt dit beleggingsfonds zich in de kaart bij beleggers in Europese groei-bedrijven, die de wereld als hun afzetmarkt zien. 



Alexander Darwall, Head of Strategy, European Growth bij Jupiter Asset Management.

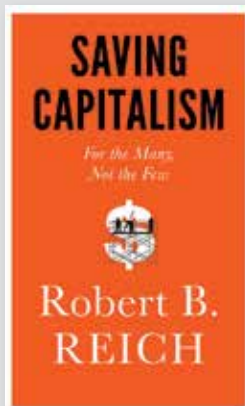
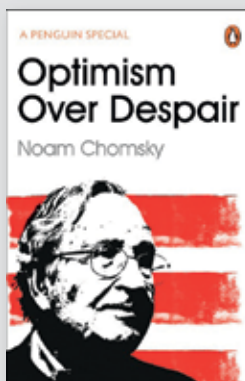
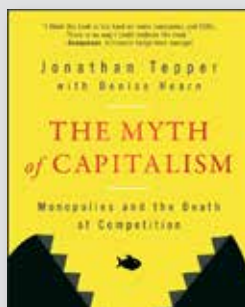
Van turbokapitalisme naar betekenseconomie

BOEKEN

Grofweg een halve eeuw is de dominantie van het marktkapitalisme onaangetoond gebleven. Als 'het einde van de geschiedenis' had de Amerikaanse politoloog Francis Fukuyama dat in zijn gelijknamige boek betiteld. Vrijwel iedereen leek het met die stelling eens. Maar met de aanslagen op het World Trade Center van september 2001 kwamen de eerste barsten in dat zelfingenomen zelfbeeld: een deel van de wereldbevolking zag de Verenigde Staten helemaal niet als bevrijders of leiders van een door kapitalisme en vrije markteconomie gedomineerde wereldorde.

De sloopbal sloeg weer diep in dat zelfbeeld toen in september 2008 de zakenbank Lehman Brothers ten onder ging en in het verlengde daarvan duidelijk werd dat de fundering van het stelsel diepgaand was aangevreten door bestuurlijke roekeloosheid, hebzucht, onwetendheid en de volstrekt mislukte checks-and-balances van het geglobaliseerde systeem. Sindsdien roeren de critici zich en vinden populistten, maar ook verontruste burgers en wetenschappers aan hun zijde.

Jonathan Tepper haalt in het boek *The Myth of Capitalism* aan dat het systeem helemaal geen vrijheid en gezonde concurrentie baart, maar monopolisten waar superbelegger Warren Buffet volgens de auteur het liefst zijn geld op inzet. En William Robinson ziet op zijn beurt in zijn gebundelde essays *Into the Tempest*, dat het huidige turbokapitalisme gepaard gaat met fascisme en een wereldwijde surveillancessaat, een



oordeel dat Shosana Zuboff in *The Age of Surveillance Capitalism* deelt.

Amerika's belangrijkste maatschappij-criticus Noam Chomsky spreekt in zijn recent verschenen boek *Optimism over Despair* over de paradox, zoals duidelijk geworden in de nasleep van de crisis, van 'capitalism for the poor and socialism for the rich' — namelijk dat Wall Street met staatssteun uit het drijfzand werd getrokken, ten koste van Main Street. Voor Robert Reich, oud-minister van arbeid, is dat reden om in zijn boek *Saving Capitalism* de stelling aan te hangen dat het kapitalisme weer een systeem van velen moet worden en niet van enkelen.

'Inclusiviteit' is het nieuwe buzzwoord, net als 'purpose'. Is dat het cynisme ten top? Nee, er lijkt een serieuze beweging van onderop op te komen die naar een ander soort kapitalisme zoekt. Het aloude Rijnlandse stakeholdersmodel komt weer in zwang, alsook de opvatting dat welvaart én welzijn voor de langere termijn alleen houdbaar zijn in inclusieve economische en maatschappelijke instituties. En in het verlengde groeit een beweging rond de 'betekenseconomie', die vooral onder jongeren veel aanhangers vindt. Sla het woord op in uw vocabulaire – u zult er nog veel van horen – of lees *Pioniers van de nieuwe welvaart* van Kees Klomp en Nadine Maarhuis.

De 12de editie van het Fondsevenent, die op 30 september wordt gehouden, zal ingaan op de transitie van het kapitalistische stelsel en de gevolgen die dat heeft voor bedrijven, markten en beleggers.

PENSIOENFONDSEN TEGEN HEUG EN MEUG IN STAATSOBLIGATIES

VERANDERING VAN REGELS KAN VERLIEZEN VOORKOMEN

OBLIGATIES

Pensioenfondsen steken gedwongen door de regels honderden miljarden in Duitse en Nederlandse staatsobligaties. Dat leidt naar verwachting tot verliezen. Verandering van de regels kan verlichting brengen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De afgelopen jaren begonnen steevast met sombere vooruitzichten voor bezitters van staatsleningen. De rente zou gaan stijgen en hun bezittingen zouden hierdoor in waarde dalen. Tot nu toe is die voorspelling iedere keer gelogenstraft omdat de rente gelijk bleef of zelf verder daalde.

Vorig jaar waren staatsobligaties zelfs een van de weinige categorieën met een positief rendement. Zo behaalde zorgfonds PFZW, dat een vijfde van het vermogen van €200 mrd in staatsobligaties heeft zitten, een rendement van ruim 2% op staatsschuld over 2018. Ook ABP en de metaalfondsen PME en PMT noteerden een kleine plus op dit schuldpapier.

Beleggers zien deze cijfers als uitspel van executie. Eens gaat de rente stijgen en dan zullen bezitters van triple A-staatsobligaties verliezen moeten incasseren. Zo verwacht Robeco tot 2024 een jaarrendement van -1,25% voor Duits schuldpapier.

Een ellendig vooruitzicht voor pensioenfondsen en verzekeraars die het overgrote deel van deze schulden bezitten. Volgens de ECB is slechts 10% in handen van particulieren.

Voor Eloy Lindeijer, hoofd beleggingen bij PGGM, de uitvoerder van onder meer PFZW, reden begin dit jaar de knuppel in het hoenderhok te gooien. Hij waarschuwde dat pensioenfondsen de komende jaren miljarden dreigen mis te lopen omdat de huidige regels, het zogeheten Financieel Toetsingskader, ze dwingt in veilig geachte staatsobligaties te beleggen.

Niet wakker van rentestijging

De PGGM-belegger doelt op de regels die gelden voor de matchingportefeuille. De meeste pensioenfondsen splitsen hun beleggingen in een matching- en een rendementsportefeuille. Dat matchingportefeuille moet de nominale verplichtingen op de lange termijn zo goed mogelijk afdekken. De rendementsportefeuille die belegt in aandelen, vastgoed en private equity moet zorgen voor het zout in de pap, nodig om te kunnen indexeren.

Deze tweedeling maakt dat pen-

sioenfondsen niet alleen oog hebben voor het rendement. Ze kijken ook naar de andere kant van de balans. Daarom liggen we niet wakker van een rentestijging', zegt Hans Copini, vastrentend belegger bij MN, de uitvoerder van onder meer de metaalfondsen. 'In dat geval dalen de verplichtingen tweemaal zo hard als het verlies op de matchingportefeuille. Het klinkt raar, maar ons streven is niet het hoogste rendement, maar het nabootsen van de verplichtingen in de toekomst.'

De matchingportefeuille van NM met ruim €20 mrd in staatsleningen is daarom een oase van rust. 'We zijn niet bezig de portefeuille steeds bij te stellen', aldus Copini. 'Bij obligaties is het buy en maintain. We onderhouden de portefeuille omdat coupons worden uitbetaald en nieuwe premies moeten worden belegd.'

Dat wil niet zeggen dat Copini vrolijk wordt van verwachte negatieve rendementen op veilig staatspapier. Ongeveer de helft van de meeste matchingportefeuilles is op die manier belegd. 'Het doel van de matchingportefeuille is om de swaprente te matchen. Dat is immers die rente waarmee we onze

verplichtingen moeten berekenen. Die rente is onze benchmark.'

Creatief te werk gaan

Omdat staatsobligaties in euro's uit de kernlanden zo'n 50 basispunten minder opbrengen dan de swaprente is het nog een hele opgave die benchmark te halen. Om dat te bereiken, moeten beleggers binnen de grenzen van de matchingportefeuille creatief te werk gaan.

Dat kan op een aantal manieren. Ten eerste kan een fonds swaps afsluiten. Bij een swapcontract ruilt de fonds de korte rente voor een lange rente. 'Die korte rente moeten we verdienen door te beleggen in bijvoorbeeld kortlopende obligaties uit landen als Spanje en Frankrijk', aldus Copini. 'Die leveren meer op dan Duitse leningen, terwijl de risico's op de korte termijn niet zo groot zijn.'

Naast de swaps gaat een deel van het geld uit de matchingportefeuille naar hypotheek en leningen van internationale organisaties zoals de Europese Investeringsbank of instanties gelieerd aan de overheid. Met name het deel dat in woninghypotheken wordt gestoken, is de afgelopen jaren toegenomen. Die stijging

is nu wel ten einde. 'Pensioenfondsen beperken de blootstellingen aan hypotheek omdat die niet al te liquide zijn', zegt Copini. Ten slotte zijn ook bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid een alternatief voor staatsobligaties.

Fondsen die voornamelijk beleggen voor particulieren hebben in tegenstelling tot pensioenfondsen meer bewegingsvrijheid om her en der nog wat extra rendement bij elkaar te sprokkelen. 'Die fondsen kunnen een deel van de langlopende Duitse leningen inruilen voor kortlopende Spaanse, Italiaanse en Portugese staatsobligaties', zegt Oliver Eichmann, hoofd vastrentend bij DWS. 'Niet voor niets zijn obligatiefondsen zonder al te veel beperkingen populair.'

Rendement opvijzelen

De belangstelling voor vastrentende fondsen is vooral afkomstig van particulieren die ontevreden zijn over de rente op hun spaarrekening. 'De instroom komt niet zozeer van beleggers die aandelen vaarwel zeggen', aldus Eichmann.

Ook Isabelle Vic-Philippe, expert vastrentend bij Amundi ziet voldoende mogelijkheden binnen

staatsobligatiefondsen om het rendement wat op de vijzelen. 'Denk aan obligaties van Duitse instituten en van landen zoals België, Frankrijk, Spanje en Oostenrijk. Begin dit jaar kon Vic-Philippe bovendien profiteren van een premie die België en Portugal betaalden om hun obligaties extra aantrekkelijk te maken.

VS zijn voor Vic-Philippe geen taboe. 'We nemen ook Amerikaanse leningen in portefeuille. Na het afdekken van het valutarisico leveren ze zo'n 25 basispunten meer op dan Duitse schulden.'

De Amerikaanse overheid heeft echter weinig te verwachten van Nederlandse pensioenbeleggers. Copini: 'Onze verplichtingen luiden euro's. Beleggen in dollars is dan ingewikkeld. Dan moet je besluiten in hoeverre je het valutarisico gaat afdekken.'

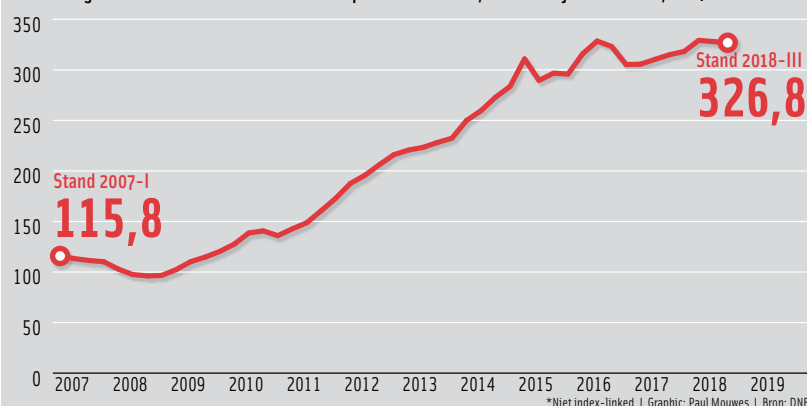
Lindeijer van PGGM heeft ondertussen zijn hoop gevestigd op aanpassing van de regels. Hij vindt dat pensioenfondsen binnen de matchingportefeuille ook moeten kunnen beleggen in woningen met geïndexeerde huren en veilige infrastructuur zoals tolwegen en waterbedrijven.

Pensioenfondsen mogen daar wel in beleggen, maar niet binnen de matchingportefeuille omdat de waarde van deze beleggingen op korte termijn te veel kan schommelen. Daardoor zijn ze volgens de huidige voorschriften te risicovol. 'Op de lange termijn matchen dat soort beleggingen uitstekend met onze verplichtingen. Het zou goed zijn als het Financieel Toetsingskader op dit punt wordt gemoderniseerd nu het er naar uit ziet dat we nog lang met de lage rente moeten leven', aldus Lindeijer. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIEEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Veroordeeld tot vastrentend

Staatsobligaties* in het bezit van Nederlandse pensioenfondsen, kwartaalcijfers in € mrd, 2007-2018



IS HET SCHULDENPROBLEEM NIET EERDER EEN SPAARPROBLEEM?

ZET SCHULD PRODUCTIEF IN EN IEDEREEN PROFITEERT

ESSAY

Ondanks oplopende schulden in de wereld is de rente sinds begin jaren tachtig alleen maar gedaald. Han Dieperink duidt de schuldenberg. 'Zolang het een solvabiliteitsprobleem blijft, is er geen acuut risico.'

TEKST HAN DIEPERINK

Tien jaar na de financiële crisis is de mondiale schuldenberg groter dan ooit. Dat klinkt dramatischer dan het is. Van belang is de relatieve omvang van de schuld, de hoeveelheid leningen ten opzichte van de totale economie. Die verhouding is ook gestegen, maar veel minder sterk. Door de sterke groei van de wereldeconomie is sinds 2016 de schuld relatief zelfs gedaald.

Schuld hoeft geen probleem te zijn, zolang de opbrengst maar hoger is dan wat het lenen kostte. In 2016, juist op het hoogste punt van de relatieve schuld omvang, stond de rente wereldwijd op een historisch dieptepunt. Dat lijkt een uitnodiging voor meer schuld. Voor een goed begrip is het goed om eerst te kijken hoe het zover heeft kunnen komen.

Meer schuld door lagere inflatie

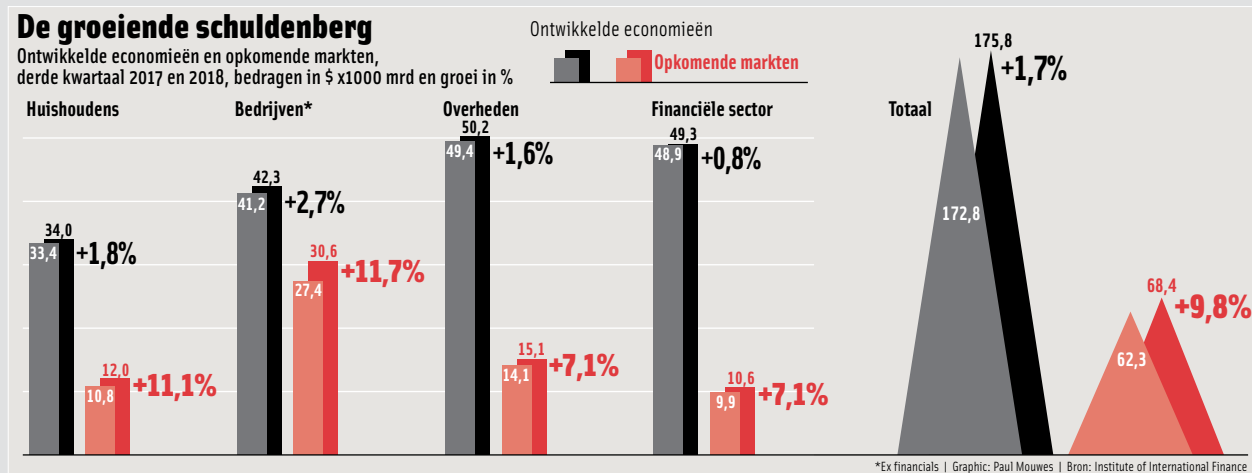
Schuld is geld dat ontstaat wanneer de marktrente afwijkt van de natuurlijke rente. De natuurlijke rente is de neutrale rente, het niveau waar-

op het prijsniveau stabiel is. Wanneer de marktrente daalt onder de natuurlijke rentestand, krijgen bestaande kapitaalgoederen een hogere waarde. Daardoor loont het om te lenen en te investeren. Als alle productiefactoren volledig zijn ingezet, stijgen de prijzen van consumptiegoederen. Wanneer de marktrente op de prijsstijging reageert en boven de natuurlijke rente uitkomt, komt op analoge wijze een proces van prijsdalingen tot stand.

In de jaren zeventig stegen prijzen, maar bleef de werkloosheid hoog. Hoge olieprijs, valutaspeculanten, hebzuchtige ondernemers en vakbondsleiders kregen de schuld van de beruchte loon-prijsspiraal. De oorzaken zijn meer te vinden in falend economisch en monetair beleid. De rente leek hoog, maar was voor overheden nog altijd lager dan de inflatie. Voor overheden leek geld daardoor gratis, begrotingstekorten liepen op. Voor ondernemers was het een bijzonder lastige periode.

Pas toen Fed-voorzitter Paul Volcker begin jaren tachtig een dubbele recessie veroorzaakte om de inflatie onder controle te krijgen, werd dit catastrofale beleid gecorrigeerd. De





vrees voor inflatie bleef, terwijl de startende IT-revolutie en de sterk toenemende globalisering zorgden voor prijsdruk. De marktrente daalde al snel tot onder de natuurlijke rente en schulden in verhouding tot de totale economie stegen sterk. Lagere belastingen, een kleinere overheid en een lagere rente waren positieve impulsen voor de economie. Het loonde weer om te ondernemen, investeren en om te lenen. Door de globalisering profiteerden opkomende markten, toen bekend als de lagelonenlanden. Capaciteit voldoende, inflatie kon structureel omlaag evenals de rente waardoor schulden draaglijk bleven.

Iedere schuld is iemands bezit

Ondanks oplopende schulden is de rente sinds begin jaren tachtig alleen maar gedaald. Globalisering en de IT-revolutie hebben gezorgd voor structureel lagere inflatie en een lagere rente. De lagere rente heeft geen negatief effect gehad op de vraag door globalisering en demografie. Dankzij globalisering staan de fabrieken van de wereld tegenwoordig in Azië. Het Aziatische groeimodel zorgt voor grote overschotten op de lopende rekening. Hoge valutareserves hebben ervoor gezorgd dat vroeger Japan en tegenwoordig China de grootste houder is van Amerikaanse staatsobligaties.

Daarnaast speelt demografie een rol. De naoorlogse babyboomgeneratie spaarde de afgelopen decennia voor het pensioen. De stijgende gemiddelde levensverwachting was

een tegenvaller, maar daardoor is het pensioenpotje veel groter geworden. Pensioengeld dat op zoek is gegaan naar rendement. Is het schuldenprobleem daardoor niet eerder een spaarprobleem?

Deze demografische trend zal de komende jaren draaien. De babyboomgeneratie staat op het punt om het pensioenpotje aan te spreken. Natuurlijk is dat te mitigeren door het verhogen van de pensioenleeftijd, maar het effect volledig wegnemen zal niet lukken. Verder zal de demografie in China als gevolg van de eenkindpolitiek op termijn juist zorgen voor minder besparingen en een tekort op de lopende rekening. Natuurlijk zijn er nog delen van de wereld met een gunstige demografie, maar India en Afrika zijn naar verhouding nog te klein.

Het einde van de schuldencyclus

Te weinig schuld kan net zo goed een probleem zijn als te veel schuld. Dat geldt vooral voor de maatschappij als geheel, meestal niet voor het individu. Als schuld productief wordt ingezet, zal iedereen profiteren. Als er te weinig wordt geïnvesteerd in bijvoorbeeld scholing en infrastructuur, kan onvoldoende schuld ervoor zorgen dat er kansen worden gemist. Door het tijdsverschil tussen aangaan van de schuld en aflossing is vooraf niet exact bekend of er kan worden afgelost. Bij schuld is er per definitie sprake van een cyclus. Op het moment van het aangaan van de schuld wordt er meer geld uitgegeven dan er binnenkomt. Dat

betekent dat bij het aflossen van de schuld er minder te besteden overblijft. Helaas zorgt het aangaan van de schuld voor zichzelf versterkende effecten. Meer koopkracht en hogere investeringen hebben een positief effect op inkomen en de prijzen van activa, waardoor nog meer schuld wordt aangegaan.

In de opgaande fase wordt deze positieve trend vaak doorgetrokken naar de toekomst, maar dat is niet vol te houden. Uiteindelijk keert de wal het schip. In de afgelopen dertig jaar hebben centrale bankiers een steeds grotere rol op zich genomen, tot zelfs het opkopen van schuld. Daardoor kon de totale schuld verder stijgen. Het actief ingrijpen in de cyclus werkt het zelfreinigende vermogen van financiële markten tegen. Schulden die niet of gedeeltelijk kunnen worden terugbetaald, blijven staan en worden niet afgeboekt. Het probleem wordt doorgeschoven naar de toekomst.

Zolang het een solvabiliteitsprobleem blijft, is er onder het motto van 'extend and pretend' geen acuut risico. Maar wanneer het een liquiditeitsprobleem wordt zoals in 2008 is er sprake van een schuldencrisis. Vertrouwen staat daarin centraal, vertrouwen dat de schuld wordt terugbetaald. Vertrouwen in de opbrengst van productieve investeringen of in een centrale bankier die 'er alles aan zal doen' om de schuld te herfinancieren. ■

HAN DIEPERINK IS VOORMALIG CIO VAN DE RABOBANK EN ONAFHANKELIJK BELEGGER.

De wereld door de lens van **Kempen**?



KENNIS IS HET FUNDAMENT VOOR EEN BELEGGINGSBESLISSING. KIJK DOOR DE LENS VAN KEMPEN EN SCHERP UW MENING AAN. HOE? EENVOUDIG. KIJK OP:

WWW.KEMPEN.COM/INSIGHTS

LIEVER HET BLOED DOOR DE STRAAT

BEWEEGLIJKE BEURZEN KUNNEN BELEGGERS HELPEN

VOLATILITEIT

Het is voor veel beleggers een eeuwige hoofdbreker: wanneer stap ik in, wanneer moet ik weer verkopen? Profiteren van volatiliteit op de beurs is misschien wel het moeilijkste dat er is. Toch kan de VIX beleggers helpen.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Befaamde beleggers zeiden al dat ze graag kopen als het bloed door de straten loopt of als 'mister market' in een depressieve toestand aan de deur staat om zijn aandelen te verkopen. Paniek op de markten kan zeker een goed moment zijn om in te stappen. Maar het is makkelijk om je te laten meeslepen door het marktsentiment en zelf ook aan het verkopen te slaan. Omgekeerd is het moeilijk om na een periode van koersstijgingen de hebzucht te weerstaan om de weging van aandelen te vergroten of om met geleend geld bij te kopen.

De 'paniekindicator' (zie kader) geeft de dynamiek weer van beide patronen voor de Amerikaanse markten. De lijn toont de koers-winstverhouding (P/E) van de S&P 500 ten opzichte van de vo-

latiliteitsindex (VIX). De VIX is een goede graadmeter voor hoe angstig de Amerikaanse aandelenbeleggers op enig moment zijn. De laatste maanden is de indicator naar de onderkant van de bandbreedte van de afgelopen 25 jaar bewogen, wat wijst op (lichte) paniek. De scherpe daling zou erop kunnen wijzen dat het tijd is voor aandelenbeleggers die graag de markt willen 'timen' om weer in te stappen.

Vanaf februari 2016 en gedurende heel 2017 bleef de verhouding tussen waardering en angst toenemen rich-

ting de bovenkant, wat op euforie wijst. Dat had meer te maken met de ongebruikelijk lage niveaus van volatiliteit, dan met ongewoon hoge koers-winstverhoudingen. Eind 2017 kreeg de paniekindicator nog een laatste duwtje in de rug dankzij de Amerikaanse belastingverlagingen omdat de verwachting was dat deze voor hogere winsten zouden zorgen.

Extreem lage volatiliteitsniveaus laten aandelen minder risicovol lijken dan ze in werkelijkheid zijn, en andersom. Daarom is de VIX zo'n mooie indicator, die vaak piekt als de markt een bodem bereikt, of net bereikt heeft.

Extra risico aangaan

Voor Actiam is een hoge volatiliteit vaak een reden om extra risico aan te gaan. Corné van Zeijl, strateeg bij Actiam, gelooft ook dat de VIX beleggers kan helpen om met volatiliteit om te gaan, maar er zijn valkuilen: 'Een veelgebruikte methode is om VIX-ETF's te kopen. Maar de on-

SLAAT DE VIX UIT? EEN REDEN OM EXTRA RISICO AAN TE GAAN



STAAT DE WERELD IN DE BRAND?

Dat niet, maar turbulent is het wel met de brexit, populisten aan de macht in diverse landen, een onvoorspelbare dictator in Noord-Korea, een intrigant in Rusland en de dreiging van een escalerende handelsoorlog tussen de VS en China.



derliggende waarde bestaat vaak uit futures en het doorrollen van deze futures kan duur zijn en dat gaat ten laste van de intrinsieke waarde van de etf. Het beste is om ten tijde van volatiliteit opties op VIX te schrijven. Die zijn dan erg duur.'

Spreading en selectie

Pim van Vliet onderzocht in zijn boekje *De Conservatieve Belegger* de risico- en rendementcijfers van aandelenportefeuilles met verschillende niveaus van volatiliteit. Hij wees erop dat professionele beleggers een relatief risicoperspectief hebben: zij zijn vooral geïnteresseerd in het risico van achteropraken bij de markt. Zo kan een aandeel dat helemaal geen risico in zich heeft, in relatieve zin toch riskant zijn. Van Vliet gelooft meer in spreading en in een strenge selectie: 'Een belegger moet alleen die volatiliteit "nemen" die mogelijk iets oplevert, dus beleg prudent. Bij aandelen kun je door diversificatie je risico snel verkleinen, maar dit kan nog beter door een breed gespreide portefeuille van conservatieve aandelen. Dat kan zonder dat dit ten koste hoeft te gaan van een goed rendement. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat de risico-rendementrelatie (binnen aandelen als beleggingscategorie, red.) vlak is.'

Van Vliet past dit principe toe in zijn fonds: 'Volatiliteit is het startpunt. Binnen conservatieve equities

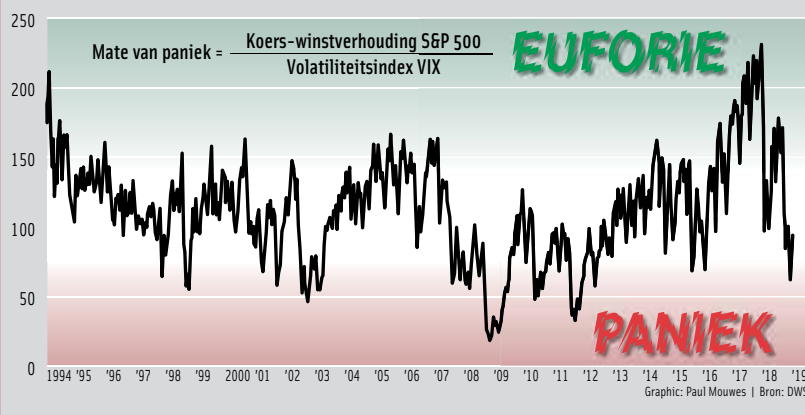
EEN AANDEEL ZONDER VEEL RISICO KAN TOCH RISKANT ZIJN

DE PANIEKINDICATOR

De 'paniekindicator' geeft de koers-winstverhouding (P/E) van de S&P 500 ten opzichte van de volatiliteitsindex (VIX). De P/E is een graadmeter voor waardering, VIX voor de angst. Dus hoe groter de angst, hoe lager de paniekindicator. De laatste maanden is de indicator naar de onderkant van de bandbreedte van de afgelopen 25 jaar bewogen. De scherpe daling zou erop kunnen wijzen dat het tijd is voor aandelenbeleggers die graag de markt willen 'timen' om weer in te stappen.

Paniekmeter

De markten zijn manisch-depressief. Hoe meten we dat?



ligt de nadruk op het selecteren van aandelen met een lage volatiliteit.'

Op de vraag wat beleggers kunnen met de hoge volatiliteit in de huidige markt zegt Van Zeijl: 'De bewegelijkheid is de laatste weken juist weer sterk teruggevallen. In de december was deze erg hoog en voor ons een van de indicatoren die aangaven dat we juist vast op aandelen moesten zijn. Ik zie bewegelijkheid als angstbarometer. Hoe meer angst hoe beter. Want er komen ook weer tijden dat deze angst weg ebt.'

Hoge VIX

Van Vliet geeft aan: 'Een hoge VIX voorspelt het toekomstig risico goed. Horizon is wel belangrijk. Hoe langer de horizon des te zwakker de voorspelkracht. Volatiliteit is "mean

reverting", dus met lange horizon, een "full business cycle" van minstens 7 jaar, maakt de dagelijkse VIX niet heel veel uit. Historische volatiliteit van individuele aandelen is een goede voorspeller voor het toekomstig risico. Met low-vol aandelenbeleggingen kan je je aandelenportefeuille beter beschermen tegen een toekomstige hogere volatiliteit als financiële markten zenuwachtig worden en de onzekerheid toeneemt zoals we eind 2018 zagen. Helaas is die niet te voorspellen maar beleggers kunnen zich er dus wel op voorbereiden.'

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VE EN AUTEUR VAN DIVERSE BELEGGINGSBOEKEN.

WORDT DE PENSIOENMARKT EEN VECHTMARKT?

FIDUCIAIR BEHEER

Kabinet, sociale partners en andere stakeholders bewegen moeizaam naar een nieuw pensioenstelsel, waarin het individu centraal komt te staan. Een vechtmarkt dreigt.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

D Maar liefst dertig schriftelijke Kamervragen stelde Kamerlid Pieter Omtzigt in februari aan minister Koolmees van Sociale Zaken. Onderwerp: fiduciair beheer. Portee: het is een frauduleuze, ongecontroleerde bende. Reden om Kamerlid Pieter Omtzigt om nader commentaar te vragen. Resultaat: nul.

Fondsnieuws is niet de enige die tevergeefs geprobeerd heeft de volksvertegenwoordiger te bereiken. Ook belangenverenigingen en fiduciair managers van pensioenvermogen hebben hun best gedaan om het CDA-Kamerlid aan de lijn te krijgen, maar hij gaf ook in die gevallen niet thuis.

De knapste koppen van de Nederlandse beleggingswereld braken zich het hoofd wat het Tweede Kamerlid nu precies beoogde met zijn vragen, waarin hij onder meer stelde dat in

Nederland werkzame assetmanagers en beleggingsinstellingen betrokken zijn geweest bij grote financiële schandalen, dat de Nederlandse belangenvereniging Dufas daar niet tegen optreedt en dat pensioenfondsen fiduciair managers maar beperkt aansprakelijk kunnen stellen voor eventuele schade die geleden wordt op het gevoerde beleggingsbeleid.

Pieter Omtzigt, zo valt te horen onder in Nederland actieve fiduciair managers, lijkt geen accuraat beeld te hebben van de actuele situatie. Tot de crisis van 2008 waren er inderdaad fiduciair managers in Nederland actief die pensioenfondsen lieten weten dat het gegeven vertrouwen inhield dat men zich verder niet met het management van de dekkingsgraad moesten bemoeien.

Geïntimideerd als men zich voelde in Groningen en andere steden waar pensioenfondsen hun zetel hebben, door deze Angelsaksische bullies, deed men er het zwijgen toe. Toen de aandelenkoersen vanaf september 2008 omlaag kletterden en het Pensioenfonds voor Vervoer



PIETER OMTZIGT VERBAASDE DE PENSIOENSECTOR MET VRAGEN

geen antwoord kreeg van fiduciair beheerder Goldman Sachs Asset Management, sloeg de stemming om. De Amerikanen werden aan de schandpaal genageld. Er volgde een rechtszaak en er werd een schikking getroffen.

Maar belangrijker dan dat: de rol van buitenlandse fiduciair managers is in Nederland nagenoeg uitgespeeld: Goldman Sachs AM is 'out of business', Lombard Odier heeft zich teruggetrokken, dat lijkt ook het geval voor Allianz en GMO. Het Amerikaanse BlackRock staat van



OVER FIDUCIAIR BEHEER. FOTO: HOLLANDE HOOGTE

alle buitenlandse partijen nog fier overeind met een beheerd pensioenvermogen van meer dan €200 mrd – maar BlackRock afficheert zich nadrukkelijk als een Nederlandse assetmanager, met een lokaal kantoor en lokale expertise.

Van de gure wind die buitenlandse fiduciair managers sinds 2008 vol in het gezicht blaast, heeft vooral Kempen Capital Management geprofiteerd. Het beheerde pensioenvermogen is fors gestegen, tot meer dan €50 mrd, al is dat volgens marktvoorsers wel tegen de prijs van

flinterdunne marges. Maar Kempen heeft een langeretermijndoel in het vizier: er ontstaat namelijk één grote pensioenmarkt, waarin het individuele pensioen de norm wordt, niet langer gebaseerd op een levenslange uitkering (defined benefit), maar op de inleg van het individu (defined contribution).

Gerard Roelofs, hoofd van het client solutions-team van Kempen, stelt dat er in politiek Den Haag nog veel discussie plaatsvindt over de inrichting van het nieuwe pensioenstelsel, maar dat de richting al onmiskenbaar zichtbaar is: 'CIDC – een collectieve individuele defined contribution.' Dit komt volgens Roelofs neer op een combinatie van een individuele pot, waarbij het risico langs collectieve lijnen wordt gestructureerd en de uitkomst in opbrengst niet meer vastligt, maar wel wat je erin stopt.

CIDC zal vooral worden aangeboden via lifecycle-structuren, zegt hij. 'Op het DC-vlak zullen de grootste innovaties plaatsvinden.' Hij denkt daarbij onder meer aan de mogelijkheid van doorbeleggen na het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Door langer te blijven beleggen in risicodragende categorieën neemt de pensioenopbrengst toe. Bovendien verruimt dat in combinatie met collectieve oplossingen de mogelijkheid om in illiquide beleggingen als hypotheekobligaties en

DE FIDUCIAIR BEGRIJPT OMTZIGT NIET (EN VICE VERSA)

onroerend goed te beleggen die het rendementspotentieel verhogen.

De DC-markt die ontstaat verlangt schaalvergroting, want deze zal een vechtmart worden, waarin behalve fiduciair managers zich ook pensioenuitvoerders, verzekeraars, banken, assetmanagers en zelfs onafhankelijke vermogensbeheerders zich zullen melden. Kempen denkt echter dat fiduciair managers een goed uitgangspunt hebben, omdat zij met een dienstverlening die assetvermogens-, risico-, en balansbeheer ook uit operationele uitvoering omvat, een holistische dienstverlening kunnen bieden.

Blijft over de vraag wat Kamerlid Omtzigt met zijn dertig vragen aan de minister van Sociale Zaken, Koolmees, heeft beoogd. Gelet op het naar elkaar toegroeien van institutioneel en wholesale wordt fiduciair beheer steeds meer de benchmark voor de dienstverlening van assetmanagers. 'In de klantbediening van niet-fiduciaire zetten we steeds vaker de expertise van de fiduciaire afdeling in', zegt Maureen Schlejen, hoofd van het client solutions team van NN IP. 'Want we hebben met al onze klanten een fiduciaire relatie, namelijk dienstverlening van een assetmanager die op goede trouw berust, wat de eigenlijke definitie is van fiduciair.'

Als dat de marsroute inderdaad is dan wordt de fiduciaire relatie het hart van de relatie tussen aanbieders (assetmanagers, verzekeraars, banken en vermogensbeheerders) en pensioenklanten (pensioenfondsen, individuele pensioenklanten, BPF's, APF's en PPI's.) – in dat geval zijn de vragen van Kamerlid Pieter Omtzigt naar de kwaliteit en de integriteit van aanbieders inderdaad 'spot on'. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

OPVALLENDE TRANSFER: VALERIA DINERSHTEYN

TRANSFERS

Duurzaamheidsexpert Valeria Dinershteyn wordt door de markt beschouwd als een talent. Ze maakte recent de overstap van Kempen Capital Management naar Northern Trust Asset Management.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Dinershteyn heeft in januari dit jaar Kempen verruild voor Northern Trust. Bij het Amerikaanse fondshuis is ze benoemd tot strateeg duurzame beleggingen. In deze nieuwe, rol zal zij beleggers voorlichten over innovaties in duurzaam beleggen.

De afgelopen vier jaar werkte Dinershteyn als responsible investment-analist bij Kempen. Northern Trust trok de duurzaamheidsspecialist aan omdat de assetmanager verwacht dat vraag van beleggers naar ESG-beleggingsstrategieën blijft groeien onder pensioenfondsen.

Waarom heb je Kempen verruild voor Northern Trust?

'Northern Trust heeft ruim 30 jaar ervaring in duurzaam beleggen en is een van de grootste beleggers in de wereld. De inzet van het bedrijf op het gebied van duurzaam beleggen sprak mij erg aan, evenals ruim \$80 mrd aan ESG-oplossingen onder beheer voor beleggers wereld-



wijd. Het bedrijf biedt echt duurzame beleggingsoplossingen, gericht op het behalen van een concurrerend, op risico's afgestemd rendement.'

Een belangrijk onderdeel van je nieuwe baan is om met klanten in gesprek te gaan over innovaties op het gebied van duurzaam beleggen en ESG-strategieën. Wat zie jij op dit moment gebeuren?

'De belangrijkste macrothema's zijn

klimaatverandering, grondstoffen-schaarste en populatiedynamiek. Wat beleggingstrends betreft, staat ESG-integratie in alle beleggingen centraal. Duurzaam vastrentend en beursgenoteerd vastgoed hebben bij ons de prioriteit. Daarnaast zijn ook verbeterde ESG-standaarden en meetmethodieken een belangrijke ontwikkeling voor de markt.'

Je functie vraagt om begrip van de behoeften van pensioenfondsen op het gebied van duurzaamheid. Is er een gemeenschappelijke behoefte als het gaat over ESG?

'Pensioenfondsen kijken naar ESG-integratie. We willen met klanten de optimale oplossing vinden om doelstellingen te realiseren voor het volledige scala aan ESG-strategieën. Pensioenfondsen streven waar ook ter wereld naar voorspelbare beleggingsresultaten en kostenefficiëntie. Northern Trust Asset Management heeft bijvoorbeeld een baanbrekende, koolstofarme strategie geïmplementeerd, geavanceerde governance-screening voor bedrijven uit opkomende markten en ESG-integratie in Amerikaans beursgenoteerd vastgoed.'

DNB VINDT NIEUWE CIO

Kommer van Trigt wordt met ingang van 1 maart de nieuwe chief investment officer van De Nederlandsche Bank (DNB). Hij volgt in die functie **Edith Siermann** op, die net als van Trigt een achtergrond heeft bij Robeco en DNB heeft ingeruild voor een functie bij NN Investment Partners. Bij DNB krijgt hij Van Trigt de verantwoordelijkheid voor het beheer van de eigen beleggingen van DNB en de officiële reserves van Nederland. In totaal gaat het om €23 mrd.

TIELKEMEIJER NAAR NATIXIS

Natixis Investment Managers heeft **Jochem Tielkemeijer** benoemd tot investment consultant in het Dynamic Solutions Team. Tielkemeijer zal vanuit Londen klanten in het Verenigd Koninkrijk, Nederland en Scandinavië bijstaan met advies. Ook wordt hij verantwoordelijk voor portfolioanalyse.

ZWAARGEWICHT DWS NAAR ROBECO

Robeco heeft **Alexander Preininger** benoemd tot hoofd institutionele klanten in de Europa, het Midden-Oosten en Afrika (Emea). In deze nieuw gecreëerde rol werkt Preininger samen met de lokale kantoren in de drie regio's om tegemoet te komen aan het 'toenemende verlan-

gen onder klanten om deel te nemen aan bredere samenwerkingsovereenkomsten' en in meerdere regio's actief te zijn. Preininger komt over van DWS, waar hij 'head of institutional coverage Emea' was en managing director van DWS International in Frankfurt.

AFM VERLIEST LUITING AAN ING

Gert Luiting verlaat de Autoriteit Financiële Markten (AFM) na een kleine vijftien jaar. Het hoofd accounttoezicht treedt op 1 april in dienst bij ING, op de afdeling regulatory and international affairs. Luiting werkte sinds 2004 bij de AFM. Hij gold onder andere als dé specialist op het gebied van de Europese regelgeving Mifid II. Het is een gevoelig verlies voor de toezichthouder. De voorganger van Luiting, **Tim Mortelmans**, vertrok vorig jaar naar Rabobank.

ASI BREIDT VASTGOED-TEAM ZUIDAS UIT

Aberdeen Standard Investments (ASI) heeft een extra transactie- en portefeuillemanager aange trokken voor haar vastgoedteam op de Zuidas. Het gaat om **Ties Priester**, afkomstig van BNP Paribas en **Dominique Schillings (foto)**, die eerder bij primevest Capital Partners en NS Vastgoed werkte. Priester wordt als transactiemanager verantwoordelijk voor het aankopen en verkopen van

vastgoed in Nederland. Schillings wordt senior portfolio-manager, voor voornamelijk de Standard Life fondsen.

MERCURIUS VINDT IN ELVING EEN PARTNER

Erik-Jan Elving, eerder beleggingspecialist bij Rabobank, is aan de slag gegaan bij Mercurius Vermogensbeheer als partner en senior beleggingsadviseur. De stap van Rabobank naar de onafhankelijke vermogensbeheerder noemt Elving 'logisch'. 'Omdat ik al een tijdje tot de conclusie was gekomen dat het nu maar eens voor 'eigen rekening en risico' moet'. De beleggingsadviseur zwaaide in oktober 2017 af bij de bank.

WMP HAALT OPNIEUW GROTE VIS BINNEN

Philippe Mol, die tot voor kort directeur Private Office was bij Van Lanschot, zal per 1 maart toetreden tot de directie van WMP, een van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders van Nederland. Eerder dit jaar stapte partner **Gijs Lipsch** van IBS Capital over naar WMP.

AEGON AM BREIDT ESG-TEAM VERDER UIT

Aegon Asset Management heeft zijn Verantwoord Beleggen-team uitgebreid met twee senior engagement associates en een manager responsible investment & public affairs. **Rebecca Dreyfus** en **Stephanie Mooij** gaan aan de slag als senior engagement associate, **Gerit**

Ledderhof als manager responsible investment & public affairs.

WOUTER HAANAPPEL NAAR INSINGERGILISSEN

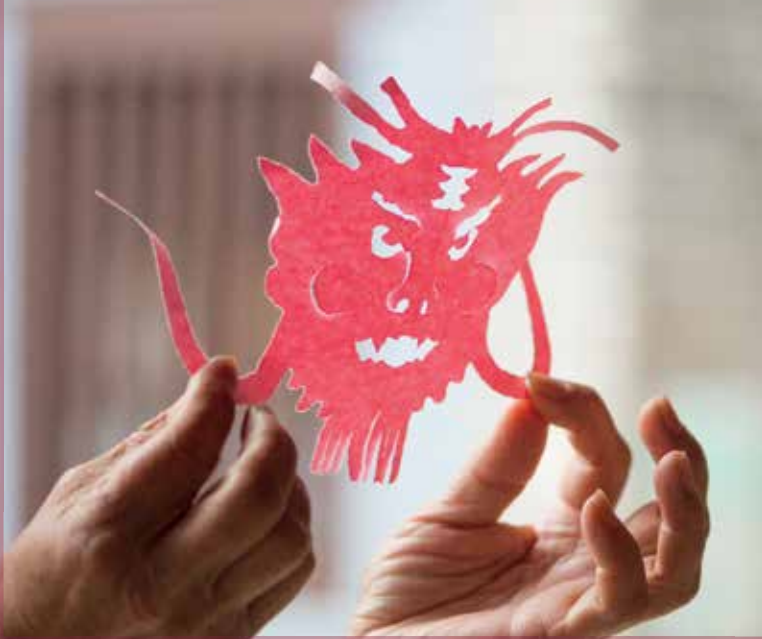
Wouter Haanappel wordt de nieuwe eindverantwoordelijke bij InsingerGilissen Services, het onderdeel van InsingerGilissen dat zich richt op zelfstandige vermogensbeheerders. Haanappel is afkomstig van ABN Amro MeesPierson, waar hij tussen 2015 en 2018 regiodirecteur Midden-Nederland was.

NEVENFUNCTIE VOOR DNB'ER ELSE BOS

DNB-directielid **Else Bos** is gekozen als bestuurder van de Sustainability Accounting Standards Board (SASB). De internationale non-profitorganisatie ontwikkelt en onderhoudt normen waarmee bedrijven gestandaardiseerde informatie over hun duurzaamheid kunnen leveren aan beleggers.

KEMPEN HAALT SENIOR DUO BIJ APG AM

Kempen heeft twee nieuwe senior portfolio-managers aange trokken, beiden afkomstig van APG Asset Management. Het gaat om **Jags Walia (foto)** en **Ingmar Schaefer**. Walia gaat aan de slag als portfoliomanager infrastructuur, Schaefer vervult die taak op het gebied van Europese smallcaps. ■



ALLIANZ

CHINA EQUITY FUNDS

Active is: Investing in China as a standalone asset class

Now the second-largest economy globally, China is forecast to overtake the United States as the **world's largest economy by 2030**.

In the same way that investors today consider the US as a separate portfolio allocation, our view is that in coming years the same approach will be considered for China. The catalyst for this is the **launch of the stock connect schemes** connecting China's A-share markets with the rest of the world, lowering the cost of accessing this very large asset class.

In **June 2018, a number of China's A-shares became part of MSCI's flagship emerging-market index** (MSCI Emerging Market Index) for the first time, and we believe this market is as misunderstood as it is underrepresented in portfolios.

Find out more about Allianz China A-shares and Allianz All China Equity funds by searching for **'Allianz Chinese Whispers'** on your Search Engine or scan the QR code.



Value. Shared.

For fund distributors and professional investors use only. Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise. *Allianz China A-shares and Allianz China Equity funds are sub-funds of Allianz Global Investors Opportunities SICAV, an open-ended investment company with variable share capital organised under the laws of Luxembourg. The value of the units/shares which belong to the Unit/Share Classes of the Sub-Fund that are not denominated in the base currency may be subject to a strongly increased volatility. The volatility of other Unit/Share Classes may be different. Past performance is not a reliable indicator of future results. Investment funds may not be available for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. For a free copy of the sales prospectus, incorporation documents, daily fund prices, key investor information, latest annual and semi-annual financial reports, contact the issuer at the address indicated below or www.allianzgi-regulatory.eu. Please read these documents, which are solely binding, carefully before investing. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt / M, registered with the local court Frankfurt / M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). 19-1158

Allianz 
Global Investors