



DE OPMARS VAN HET MANDAATFONDS

GOED VOOR DE KLANT OF DE BANK?

**START CONSOLIDATIESLAG IN
VERMOGENSBEHEER?**

PAGINA 16-17

**HOE VERGRIJZING DE
ECONOMIE SMOORT**

PAGINA 32-33

**MARKT JAAGT OP PREMIE
VAN ILLIQUIDITEIT**

PAGINA 47-49



ALTERNATIVES MULTI-ASSET KWANTITATIEVE BELEGGINGEN AANDELEN VASTRENTENDE WAARDEN VASTGOED PRIVATE MARKETS

Connected ESG Perspectives. One focus. Yours.

We streven ernaar om marktleider te zijn op het gebied van ESG beleggen. De waarde van de beleggingen van onze klanten beschermen en verbeteren terwijl we bijdragen aan een duurzame wereld staat hierbij voorop.

Bij Aberdeen Standard Investments staat alles in het teken van het genereren van de beste langetermijnresultaten voor onze klanten.

aberdeenstandard.nl/connections

Kapitaalrisico

AberdeenStandard
Investments

VOORWOORD

In 2002 en 2003 reisden mijn toenmalige collega Bruno de Haas en ik stad en land af ten behoeve van onze biografie over Wim Duisenberg, de toenmalige president van de ECB. Voor we aan dat project konden beginnen, moesten we langs de antichambres van de monetaire macht. Eerst een aftastend gesprek met DNB-directeur André Szász en vervolgens de enthousiaste instemming van Lex Hoogduin, die met Duisenberg eerder kwartier had gemaakt bij het Europees Monetair Instituut – de voorloper van de ECB.

Aansluitend beleefdheidsbezoeken aan DNB-president Nout Wellink en directeur Henk Brouwer. Vervolgens begonnen we met de buitenste schil – Duisenbergs jeugd – en vandaar werkten we toe naar de vergaderkamers van de macht, in Frankfurt, Brussel en Parijs. Na 120 gesprekken eindigden we op de hoogste etage van de ECB in Frankfurt, met Duisenberg. We sloten af in een bistro met Duisenbergs woorden: 'Het is een goede biografie, maar geen geautoriseerde biografie.'

Eén belangrijke anekdote mag niet onvermeld blijven: aan Wim Duisenbergs onafhankelijkheid als bankpresident werd herhaaldelijk getornd. Door de Franse president Chirac bijvoorbeeld bij zijn benoeming in 2002. Daar moest een onverzettelijke eik als Hans Tietmeyer aan te pas komen, de president van de Duitse Bundesbank, om de EU voor een constitutionele crisis te behoeden.

Dezer dagen zijn bankpresidenten niet te versmaden. Ze zijn inhoudelijk gedreven, doorgaans dwars van retoriek. Kortom, technocraten. In het tijdperk van Duisenberg werd het rollenspel tussen politiek en centrale bankiers met respect voor elkaars verantwoordelijkheden gespeeld. Inmiddels zijn in veel geïndustrialiseerde landen populistten (bijna) aan de macht. Neem Donald Trump, die zegt dat economie en markten er veel beter voor hadden gestaan als de Federal Reserve een (nog) vrijgeveriger monetair beleid had gevoerd. Trump dreigde zelfs met het ontslag van de net benoemde president Jerome Powell en ijvert voor opname in de Fed van een bondgenoot van hem, een pizzakoning.

Centrale banken zijn sinds de uitbarsting van de crisis in 2008 in een positie beland waar ze tot aanhoudende medicatie worden gedwongen van een patiënt die niet meer zonder hun stimulerende middelen kan. Links spreekt al van de 'moderne monetaire theorie', waarin centrale banken onbeperkt geld scheppen en de overheid banen en welvaart creëert. Dat is het nirwana van links, waarvan ook rechts de voordelen begint te zien, namelijk het verder oppoken van de assetbubbel – voor de superrijken welteverstaan.

Het vergif van het populisme heeft de ivoren torens van de centrale banken aangetast. Europa heeft onder Mario Draghi's bewind van 'whatever it takes' op de tweesprong van de (on)afhankelijkheid gekozen voor de relatief pijnloze, maar heilloze weg van collectieve verslaving. Duisenberg c.s. zal zich in zijn graf al hebben omgedraaid.

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



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Fier.media

Aan deze editie werkten verder mee

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

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 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/abbonementen.

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 26 juni 2019.

INHOUD

MANDAATFONDS NIEUWE NORM

PAGINA 19-21



FOTO: BINH TRAN

NOOIT MEER GUL ANONIEM GEVEN

Als het aan Den Haag ligt, verliezen gulle gevers hun anonimiteit. Adviseurs hebben grote bezwaren tegen het openbaar maken van gegevens van particulieren die €15.000 of meer schenken.

PAGINA 38-39



DONKERE WOLKEN BOVEN DE SECTOR

Een consolidatieslag onder zelfstandige vermogensbeheerders lijkt onvermijdelijk. Kosten lopen op onder invloed van wet- en regelgeving. Toch staat dit jaar de teller in fusies en overnames pas op drie.

PAGINA 16-17



SCHRIJF EUROPA (NOG) NIET AF

Door aanhoudende politieke onzekerheid en de terugvallende conjunctuur in Europa zijn Europese aandelen niet populair bij beleggers. Maar dat gebrek aan belangstelling biedt evengoed kansen.

PAGINA 6-9



EN VERDER

HAN DIEPERINK DUKT NOG DIEPER IN DE SCHULDBERG

Een beetje rood staan is niet slecht voor de wereld. Bij te veel schuld smoort de groei en krijgen de rijken de rekening gepresenteerd.

PAGINA 24-25

GROENE TAXONOMIE VOOR DUURZAAM BELEGGEN

Duurzaamheidsexpert Helena Viñes Fiestas kan Brussel niet altijd volgen in het streven om duurzaam beleggen te standaardiseren.

PAGINA 10-11

MET ETF'S OP ALPHA JAGEN

Smart bèta-producten hebben geresulteerd in een nieuwe definitie van alpha. Een blik onder de motorkap is echter vereist.

PAGINA 34-35

DE IMPACT VAN VERGRIJZING

De vergrijzing drukt een grote stempel op de groei. Europa tracht het op te lossen met migratie. Japan met technologie.

PAGINA 32-33

RUBRIEKEN

INTERVIEWS	10, 28
COLUMNS.....	31, 41
BOEKEN	37
INFOGRAPHIC EUROPA-JAPAN	13
TRANSFERS	50
MORNINGSTAR TOP 5	27

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

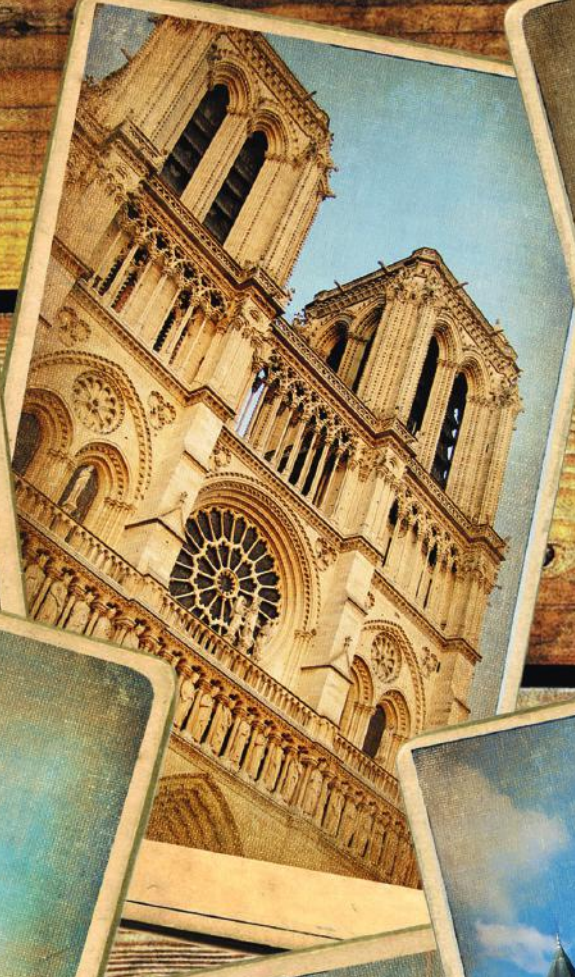
Pictet-SmartCity.



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



KANSEN DOOR GEBREK AAN BELANGSTELLING

POLITIEKE ONZEKERHEID DRUKT OP EUROPESE AANDELEN

REGIOALLOCATIE

Door de aanhoudende politieke onzekerheid en de terugvallende conjunctuur in Europa zijn Europese aandelen niet populair bij beleggers. Maar dat gebrek aan belangstelling biedt ook kansen.

TEKST TIJBBE HOEKSTRA

Brexit is voor Lucas Strojny van de Parijse assetmanager Amilton AM nog steeds de belangrijkste reden om op korte termijn onderwogen te zijn in Europa. 'Brexit is van alle risico's waaraan Europa blootstaat momenteel het meest acuut. Door het langere brexit-uitstel is de kans op een no-dealbrexit wel flink kleiner geworden, maar er blijft nog steeds veel onzekerheid. We hebben onze weging naar Europa daarom wel iets verhoogd, maar blijven onderwogen in Europese aandelen en overwogen in de Verenigde Staten en opkomende markten. Wat in de toekomst de politieke relatie tussen het Verenigd Koninkrijk en Europa zal zijn, is nog volstrekt onduidelijk. Misschien dat de Europese verkiezingen, als de Britten daaraan meedoen, hierover uitsluitsel geven.'

Ook op de langere termijn is er volgens Thomas Romig, hoofd multi-asset bij Assenagon AM in Frankfurt, niet veel reden voor een opti-

mistische kijk op Europese aandelen. Dat komt door het gebrek aan ambitie om economische en politieke hervormingen door te voeren die de economische groei weer kunnen aanzwengelen. 'In Europa hebben we het liever over het afschaffen van de zomer- en wintertijd of het al dan niet afschieten van wolven dan over economische hervormingen', sombert de Duitser. En dat terwijl de Duitse economie momenteel zeker niet best draait. Eind dit jaar werd ternauwernood een recessie vermeden, en de Duitse regering verwacht dat de economie dit jaar met slechts 0,8% groeit.

Alles draait om winstgroei

James Sym, die bij de Britse assetmanager Schroders een Europees aandelenfonds beheert, is wat verbaasd over het pessimisme bij zijn continentaal-Europese collega's. Hij vindt dat brexit de Europese samenwerking juist heeft versterkt. 'Na het brexitreferendum bestond het risico dat dit zou leiden tot meer protectionisme en dat het de EU zou verzwakken, maar het tegenovergestelde is gebeurd. Brexit heeft de overgebleven lidstaten juist dicht-

ter bij elkaar gebracht.'

Bovendien is politieke onzekerheid momenteel geen thema bij bedrijven. 'Als ik nu met bedrijven spreek, dan gaat het daar nooit over. De politieke situatie heeft bij het leeuwendeel van de Europese bedrijven geen impact op hun winstvooruitzichten.'

Want uiteindelijk bepaalt vooral de gerealiseerde en verwachte winstgroei het koersverloop van een aandeel. Daar zit hem tegelijk ook het belangrijkste pijnpunt van Europese aandelen: in tegenstelling tot in de VS en opkomende markten, is er sinds het eind van de financiële crisis in Europa per saldo geen sprake van winstgroei. De

BREXIT BRENGT DE LIDSTATEN DICHTER BIJ ELKAAR

koerswinst die Europese aandelen als geheel sinds het dieptepunt van de financiële crisis in maart 2009 hebben behaald, komt per saldo volledig op het conto van de gestegen waarderingen. Dat berekende Goldman Sachs onlangs. Ruim de helft van de (veel grotere) koerswinst van Amerikaanse aandelen sinds 2009 kan volgens de zakenbank daarentegen worden verklaard door winstgroei.

De belangrijkste verklaring voor dat grote verschil in winstgroei tussen Amerikaanse en Europese bedrijven is de opkomst van de technologiesector. 'Bedrijven als Apple,

Facebook en Google zijn goed voor het leeuwendeel van de winstgroei van Amerikaanse bedrijven in het afgelopen decennium. Als je die weghaalt, dan verschillen de winstcijfers van de Amerikaanse en Europese aandelenmarkt niet zo gek veel', aldus Sym.

Overcapaciteit

En eigenlijk is Europa nu pas over de 'kater' heen die het overhield aan de financiële crisis. Sym: 'In de periode voorafgaand aan de crisis leefden zowel bedrijven als burgers boven hun macht, en is heel veel overcapaciteit opgebouwd.' Dat resulteerde in een

periode van lage groei, hoge werkloosheid en een consument die de hand op zijn knip bleef houden.

'Maar Europa is nu bijna verlost van die kater', denkt hij. Dat de winstcijfers van Europese bedrijven wat tegenvallen de laatste tijd heeft namelijk niets te maken met tegenvallende vraag. 'Stijgende kosten zetten de marges onder druk. Bedrijven hebben te maken met hogere grondstofprijzen maar vooral met stijgende salarissen. En dat heeft weer een positieve impact op de consumenten. Die kunnen meer geld uitgeven.'

2019 zou in zijn visie dus best het jaar kunnen worden waarin de

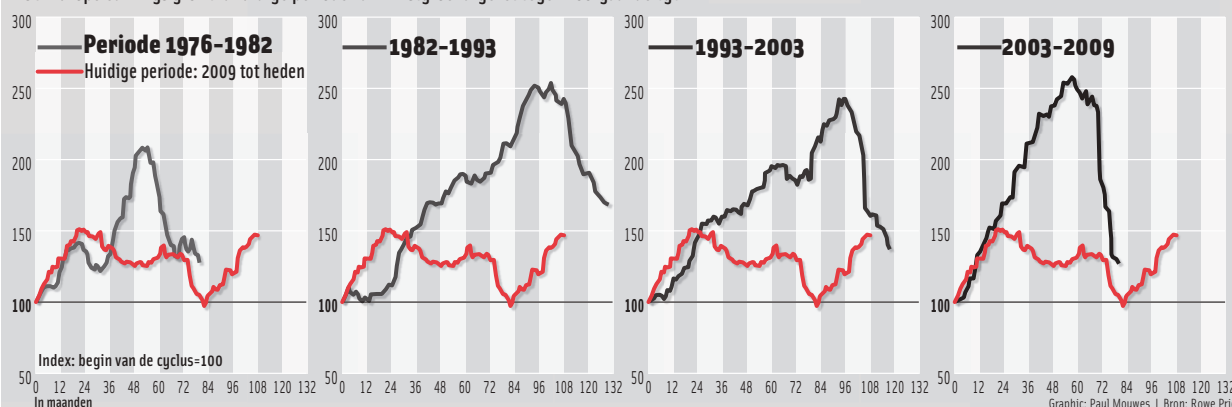
BELEGGERS MIJDEN EUROPA

Het beleggerssentiment ten opzichte van Europese aandelen is ronduit beroerd. Al maandenlang halen beleggers hun geld weg uit Europa. In een jaar tijd is er volgens dataleverancier Morningstar het duizelingwekkende bedrag van €41,5 mrd weggevloeid uit actief beheerde Europese aandelenfondsen. En ook passieve fondsen hebben te maken met uitstroom. Volgens Amundi haalden beleggers in het eerste kwartaal van dit jaar €5 mrd weg uit Europese aandelentrackers. Andere aandelencategorieën, zoals de VS en opkomende markten, zagen nog wel instroom.



Eigenlijk maar een slap herstel

MSCI Europe earnings growth: huidige periode van winstgroei afgezet tegen voorgaande cycli



consument de economie behoedt voor een recessie en de economische groei weer aanzwengelt.

Negatief momentum

Maar niet te vroeg gejuicht, want de winstcijfers van Europese bedrijven bevinden zich nog steeds in een dalende trend, waarschuwt Andrew Clifton, portfoliospecialist Europese aandelen bij T. Rowe Price. 'Het economische momentum is nog steeds negatief, en dat komt weer doordat de export onder druk staat.'

Daar heeft vooral de Duitse economie last van, maar deze maand kwamen er uit deze hoek alweer lichtpuntjes. Zo steeg de toonaangevende Ifo-index, die het economische sentiment onder Duitse bedrijven meet, in maart weer licht. De zes maanden daarvoor was de index juist telkens gedaald. Ook de Duitse export trekt weer aan: in februari steeg die met 3,8% op jaarbasis. Die stijging was ruim twee keer zo groot als in januari.

Mocht het toch verder bergafwaarts gaan met de wereldecono-

mie, dan zal dat juist op Europese aandelen het minst effect hebben, verwacht David Lafferty, chief investment strategist bij Natixis Investment Managers. 'Ironisch genoeg zullen Europese aandelen waarschijnlijk veel minder scherp dalen dan aandelen uit andere regio's, om het simpele feit dat een extreem pessimistisch scenario in de waarderingen van veel Europese aandelen al is ingeprijsd.'

Volgens Lafferty liggen de beste kansen op de Europese aandelenmarkt in 'spotgoedkope' banken en autoproducenten waarvoor beleggers extreem pessimistische scenario's hebben ingeprijsd. 'Europese banken en automakers kampen met structurele problemen en onzekere winstverwachtingen, maar het gaat vaak wel om solide bedrijven met heel lange trackrecords. Toch handelen ze tegen extreem lage waarderingen.'

Goedkope sectoren

Ook James Sym van Schroders ziet de beste kansen in 'goedkope' sectoren die beleggers momenteel het liefst mijden. Zo nam Sym in maart een positie in ABN Amro, nadat de koers in de voorgaande maanden fors was gedaald. 'We zijn fors overwogen in banken, maar kopen alleen banken van de beste kwaliteit met solide balansen. Toch zijn die heel goedkoop. Dat komt deels doordat de winstdalingen die dit jaar worden verwacht al zijn ingeprijsd, en het feit dat het toevallig banken zijn zorgt

nog eens voor een extra discount.'

De meeste beleggers mijden banken namelijk als de pest, en hebben binnen de financiële sector een voorkeur voor veiliger geachte verzekeraars of snelgroeiende fintech-bedrijven.

Strojny van Amilton AM ziet binnen Europese aandelen het meeste perspectief in snelgroeiende small-caps. 'Het besluit van de ECB om de rente langer op nul te houden is positief voor aandelenwaarderingen van groeiende bedrijven. We hebben recentelijk het Goupama Avenir Euro fonds gekocht. Dat belegt in niet-cyclische bedrijven met een hoog groeipotentieel, zoals bedrijven die medische apparatuur maken.'

Kortom, nog kansen genoeg op de Europese aandelenmarkt. En mensen zouden best wat meer vertrouwen in Europa mogen hebben. Er zijn te veel zwartkijkers, vindt Sym. 'Het stikt van de fantastische bedrijven in Europa die uitstekend kunnen concurreren met Amerikaanse en Aziatische bedrijven.'

Die hebben echt geen centrale bank nodig die de rente tot in lengte van dagen op nul houdt, vindt Sym. 'Ik zou ook niet willen beweren dat QE heeft gewerkt. Om investeringen te stimuleren, moet je na een tijdje de rente ook weer verhogen. Bedrijven investeren alleen extra als ze weten dat hun leenkosten binnen afzienbare tijd weer omhooggaan.' ■

EUROPA HEEFT NU PAS DE KATER VERWERKT VAN DE CRISIS

TJIBBE HOEKSTRA IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS

DEFINITIEKWESTIE GROENE BELEGGINGEN BESLECHT

GROENE TAXONOMIE STARTPUNT VOOR ENERGIETRANSITIE

DUURZAAM

Brussel heeft veel tijd verloren met de discussie over een label voor 'bruine taxonomie'. Het had zich beter kunnen richten op een verplichte rapportage over de exposure naar fossiele brandstoffen, zegt duurzaamheidsexpert Helena Viñes Fiestas van BNP Paribas Asset Management.

TEKST YVONNE SCHREUDER

In april werden de Europese Commissie en het Europees Parlement het eens over de definitie van groene beleggingen. Hoewel dit niet het akkoord op de juridische tekst betreft, is er overeenstemming bereikt over de inhoud. Dit is volgens Viñes Fiestas een belangrijke mijlpaal. Zij is duurzaamheidsexpert van BNP Paribas Asset Management en lid van de Technical Expert Group Sustainable Finance (TEG).

In de afgelopen maanden is zowel in de TEG als in het Europees Parlement veel gediscussieerd over de definitie – 'taxonomie' genoemd. De Groene fractie pleitte, naast een groene, voor een 'bruine' taxonomie van beleggingsproducten, die een negatieve invloed hebben op de CO₂-uitstoot. Het is goed nieuws volgens Viñes Fiestas dat dit voorstel het niet heeft gered.

De discussie over de bruine taxonomie druiste volgens haar in tegen

het belangrijkste doel van de TEG. 'We willen dat Europa de doelstelling voor 2050 – een CO₂-neutrale energievoorziening – haalt. Het moet daarom niet draaien om 'naming & shaming', maar om het creëren van de juiste incentive voor die transitie.'

Fossiele brandstoffen

Viñes Fiestas is ook vanuit praktisch oogpunt blij dat de bruine taxonomie van tafel is. Zij schat in dat het veel extra werk had betekend. Hoofdzakelijk om inzicht te krijgen in de exposure naar fossiele brandstoffen. '93% van de CO₂-uitstoot wordt veroorzaakt door fossiele brandstoffen. Ik snap niet waarom overheden bedrijven niet verplichten om hierover te rapporteren.'

Nog effectiever is het volgens Viñes Fiestas om bedrijven een CO₂-heffing op te leggen. 'Mijn vraag aan de politiek is waarom we het traject van de implementatie van bruine taxonomie moeten aangaan om bedrijven te dwingen beter na te denken over het gebruik van fossiele brandstoffen. Is een heffing op het



HELENA VIÑES FIESTAS

verbruik niet effectiever en sneller?'

Op voorhand had Viñes Fiestas niet voorzien dat de taxonomie zo veel discussie zou opleveren. 'Het Europees Parlement heeft onvoldoende nagedacht over de sociale consequenties. Je zegt letterlijk dat bepaalde bedrijfsactiviteiten slecht zijn. De vraag die dan rijst, is waarom er niks tegen dergelijke bedrijfsactiviteiten wordt gedaan. En waarom zou je die verantwoordelijkheid doorschuiven naar de financiële sector?'

Het is niet de enige overweging van het parlement die Viñes Fiestas



93% VAN DE CO₂-UITSTOOT WORDT VEROORZAAKT DOOR FOSSIELE BRANDSTOFFEN. FOTO: HOLLANDE HOOGTE

niet goed kan volgen. 'Ik vind het positief dat sociale zekerheid is opgenomen in de definitie. Ik heb alleen nooit begrepen waarom het een discussiepunt was en in een eerdere ronde zelfs is afgewezen. In theorie hebben alle Europese landen de Oeso-richtlijnen aangenomen, waarin beginselen zijn opgenomen over mensenrechten en arbeidsomstandigheden. Theoretisch zijn alle ondernemingen uit een deelnemend land dus gebonden aan deze regels.'

ESG-integratie

Wat gaat de consument merken van het werk van de TEG? Uiteindelijk moeten ESG-voorkeuren beter en explicieter geïntegreerd worden in beleggingsadvies, maar zover is het nog niet. Volgens Viñes Fiestas mist het concept twee belangrijke punten: 'We hebben nu gedefinieerd wat groen is, maar niet wat ESG-integratie is. Wat zijn minimumstandaarden hiervoor? Een relevante vraag wanneer je een extra label wilt creëren naast het groene label.'

'Ik noem wel vaker het voorbeeld van fairtradekoffie. Dit label vertelt de consument dat koffieboeren goed

behandeld en eerlijk beloond worden. Iets soortgelijks wil je voor beleggingen. Een groen label, dat aangeeft dat de belegging bijdraagt aan het milieu en het terugdringen van klimaatverandering. En een ESG-label om te laten zien dat een bedrijf goed omgaat met het milieu en sociale vraagstukken.'

Verantwoordelijk voelen

Naast informeren is het belangrijk om ook verantwoordelijkheid bij de consument neer te leggen, meent Viñes Fiestas. 'Zonder te generaliseren, kunnen we stellen dat veel mensen geneigd zijn om bepaalde verantwoordelijkheden bij overhe-

den, banken of bedrijfsleven neer te leggen.'

Recent onderzoek bevestigt dit. Voor de Maatschappelijk Imago Monitor van adviesbureau This Is Why werden 4600 mensen ondervraagd. Hieruit blijkt dat Nederlanders vinden dat ze zelf al doen wat ze kunnen, maar dat bedrijven hun verantwoordelijkheden ontlopen. Opvallend aan dit onderzoek was ook dat Nederlanders zich over het algemeen steeds minder verantwoordelijk voelen voor duurzaamheid, van 73% in 2011 naar 57% nu.

Mogelijk verlenging TEG

Het is onduidelijk hoeveel tijd de TEG krijgt om deze vraagstukken uit te werken. Officieel is de groep tot juli 2019 in functie, met de mogelijkheid tot verlenging tot eind van dat jaar. 'In het licht van de verkiezingen lijkt het waarschijnlijk dat er een verlenging komt', denkt Viñes Fiestas. 'Ik verwacht dat de Europese Commissie hier op korte termijn meer over zegt.'

YVONNE SCHREUDER IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE VOLGENDE STAP IS HET DEFINIËREN VAN ESG-INTEGRATIE



Active is: Investing sustainably and responsibly

- ✓ SRI investing since 2000
- ✓ UN Principles for Responsible Investment Signatory since 2007
- ✓ EUR 16 billion integrated ESG assets globally
- ✓ EUR 1.7 billion in sustainable solutions for BeNeLx clients

Find out more at
[allianzgi.com](https://www.allianzgi.com)

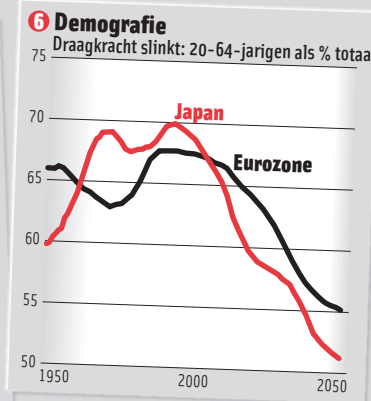
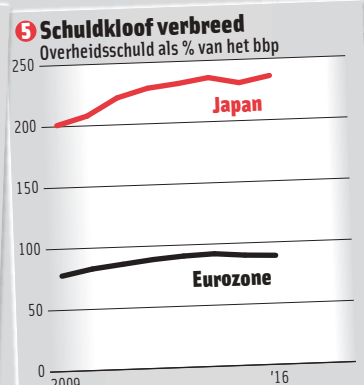
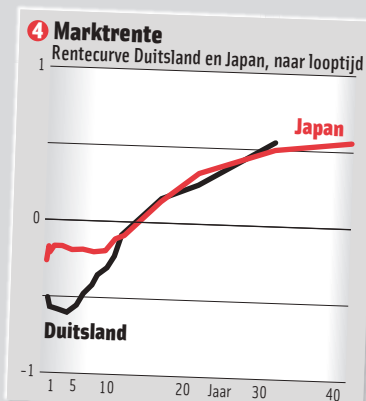
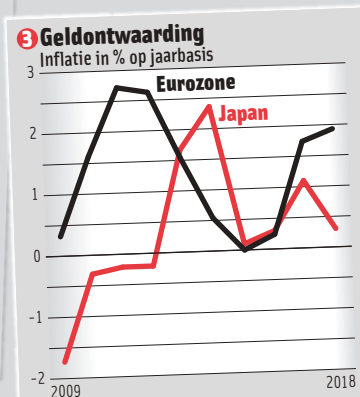
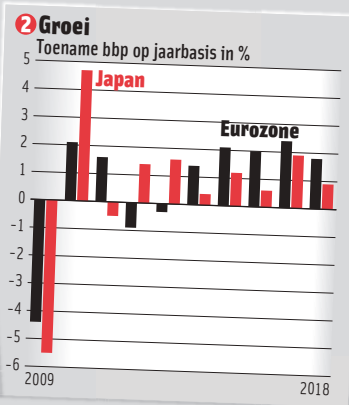
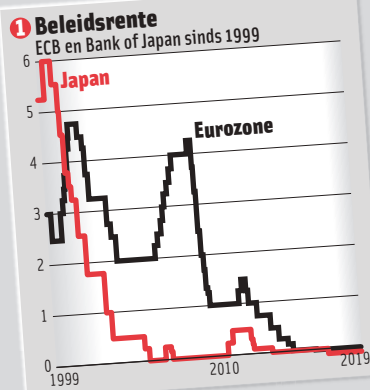
Value. Shared.

Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. 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).

Allianz 
Global Investors

Wie lijkt op wie?

Economische gegevens van de eurozone en Japan



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Bloomberg



DE EUROPEANISATIE VAN JAPAN

Twee decennia terug verlaagde Bank of Japan de beleidsrente naar 0% **1** om te voorkomen dat de economie zou afglijden. De Japanse crisis verliep destijds niet anders dan die in Europa tien jaar later: het uiteenspatten van een financiële zeepbel, die werd bestreden met ruimhartig monetair beleid en een extreem lage rente. Net als Japan heeft

Europa moeite om de groei **2** en inflatie **3** aan te jagen, is de kredietverlening beperkt en zit het in een extreem lage renteomgeving **4** opgesloten, terwijl schulden **5** hoog zijn. Bovendien is in zowel Europa als Japan het jongste deel van de bevolking kleiner dan het oudste deel **6**. Volgens econoom Paul Krugman dreigt voor Europa dezelfde liquiditeits-

val als voor Japan twintig jaar geleden. De ECB heeft het nulrentebestel tot 2021 in beton gegoten, en heeft een kwart van de totale hoeveelheid Europese staatsobligaties op de balans staan. Dat geeft weinig manoeuvreerruimte bij een volgende recessie. In Japan zijn ze daarom tegenwoordig banger om Europa achterna te gaan dan andersom.

WAARDE HOUDT GROEI STEEDS MINDER BIJ OP LANGE TERMIJN VERSLAAT WAARDE ALTIJD GROEI

ASSETALLOCATIE

Waardebeleggers roepen al jaren dat de waarderingskloof tussen waarde- en groeiaandelen zo groot is dat een inhaalslag onvermijdelijk is. Toch hebben waarde aandelen het de laatste jaren relatief slecht gedaan. Aandelenbeleggers moeten echter voor waarde blijven gaan.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Aandelen met een lage waardering in termen van koers-winstverhouding, koers-boekwaardeverhouding of met een hoog dividendrendement bleven de laatste jaren duidelijk achter bij het marktgemiddelde. De goedkopere aandelen werden voorbijgevoegen door de succesverhalen van deze eeuw zoals Amazon, Facebook en Netflix, die hun hoge waarderingsgoed vasthouden.

Het succes van de groeiaandelen is sinds de kredietcrisis versterkt doordat de rente overal ter wereld naar extreem lage niveaus zakke. Dat is relatief gunstig voor aandelen waarvan de verwachte kasstromen gemiddeld verder in de toekomst liggen.

Aan dat dalen van de renteniveaus lijkt langzaam wel een einde te komen, in de Verenigde Staten is zelfs al een beperkte stijging waarneembaar geweest, hoewel de Federal Reserve al minder 'hawkish'

is dan enkele maanden geleden. Op zichzelf is een stijgende rente slecht nieuws voor alle aandelen, maar het is meestal minder slecht voor waarde aandelen, zoals gezegd vanwege de te verdisconteren kasstromen.

Bepaalde sectoren doen het zelfs relatief goed als rentes oplopen. Banken profiteren van het feit dat zij hun rentemarges kunnen vergroten, veel verzekeraars zien bij oplopende rentes de contante waarde van hun verplichtingen kleiner worden. Aan-

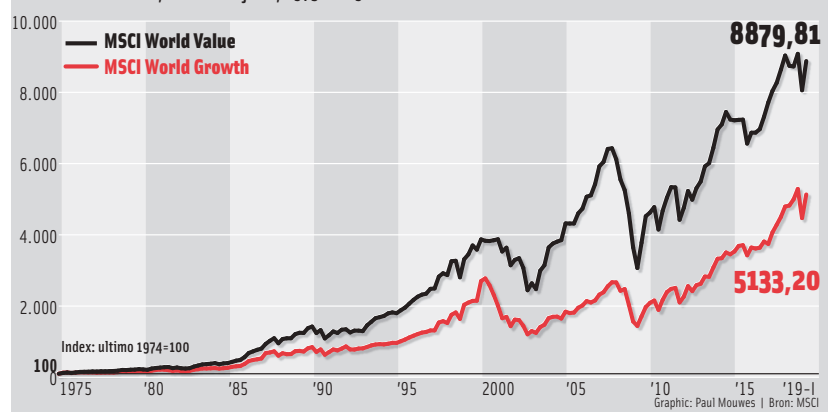
delen uit deze sectoren behoren bij de huidige koersen meestal tot de waarde aandelen.

Fors verschil

De winst groeit bij waarde aandelen doorgaans minder sterk dan bij groeiaandelen, en dat rechtvaardigt altijd wel een verschil in waardering. Dat verschil is momenteel erg groot: recent onderzoek van de Amerikaanse vermogensbeheerder AlliancesBernstein wijst uit dat de korting

Het gapende gat tussen waarde en groei

Twee MSCI-indices, kwartaalcijfers, 1975-2019-I





NIET ALLES VAN WAARDE IS WEERLOOS OP DE LANGE TERMIJN. FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

op waarde in 70 jaar niet zo groot was als nu. De verschillen tussen de goedkoopste en de duurste aandelen zijn ook binnen sectoren relatief groot. Dat betekent dat waardebeleggers in alle sectoren kunnen profiteren van het meer in evenwicht raken van de markt.

In opkomende markten en Japan beginnen de laag gewaardeerde aandelen het al beter te doen, en in de ogen van AllianceBernstein is de kans groot dat dit proces ook op de beurzen in het Westen op gang komt. Daar komt bij dat een deel van de succesvolle groeiaandelen van het eerste deel van de 21ste eeuw zo winstgevend is geworden dat ze volgens veel maatstaven nu tot waarde-aandelen gerekend kunnen worden. Alphabet en Apple zijn misschien nog geen dividendkampioenen maar zitten dankzij hun enorme cashflow ten opzichte van de ondernemingswaarde nu wel in de portefeuilles van menig waardebelegger. Deze aandelen scoren nu hoog op lijstjes van groei én waarde.

Maar de belangrijkste reden om nu voor waarde te kiezen is het feit

dat waarde het op de lange duur gewoon altijd beter doet. Een fraaie illustratie daarvan is de ontwikkeling van de MSCI World Value Index ten opzichte van de MSCI World Growth Index.

De MSCI World Value Index selecteert waarde aandelen in 23 ontwikkelde markten en kijkt daarbij naar drie variabelen: de boekwaarde ten opzichte van de beurskoers, de (forward) P/E en het dividendrendement. De MSCI World Growth Index selecteert in dezelfde 23 landen de aandelen op vijf variabelen: verwachte groei van de winst per aandeel op korte en lange termijn, winst- en omzetgroei per aandeel in

STIJGENDE RENTE IS MINDER SLECHT VOOR WAARDE

het verleden en de huidige interne groeivoet van het bedrijf.

De MSCI World Growth Index heeft het in de afgelopen vijf jaar (total return, dus inclusief het dividend) duidelijk beter gedaan dan de Value Index. Alphabet en Apple halen de top 10, maar een belangrijke bijdrage aan die outperformance werd ook geleverd door aandelen als Amazon, Facebook, Visa en Berkshire Hathaway. En opvallend genoeg door de recent wat van zijn voetstuk gevallen vliegtuigbouwer Boeing. Dat aandeel dook de laatste jaren ook vaak in de top 10 van de MSCI World Growth Index op.

Lange termijn

De winnaar op de lange termijn is echter de Value Index (grafiek). Beide indices worden door MSCI sinds 1974 bijgehouden, de waardevariant steeg vanaf de start op 100 naar 8.880 punten (eind maart 2019), de groeiversie kwam in dezelfde periode niet verder dan 5.133 punten.

De groeistijl doet het vaak (iets) beter dan waarde als de beurzen stijgen, maar waarde doet het vaak veel beter dan groei als beurzen dalen. En omdat het onmogelijk is de correcties in de markt precies te voorspellen, is het voor elke aandelenbelegger verstandig altijd een forse overweging in waarde te hebben.

En voor wie liefst zelf zijn waarde aandelen selecteert: de top 10 van de MSCI World Value Index bevat momenteel natuurlijk enkele banken en olieconcerns, grote farmaciebedrijven als Johnson & Johnson en Pfizer, consumentenreus Procter & Gamble, maar ook de technologiebedrijven Intel en Cisco Systems. ■

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

ZELFSTANDIGHEID KENT ZIJN PRIJS

CONSOLIDATIESLAG IN VERMOGENSBEHEER KOMT OP GANG

VERMOGENSBEHEER

Eén zwaluw maakt nog geen zomer. Maar lente is het wel. Onder druk van wet- en regelgeving en kostendruk zoeken kleinere partijen naar de veiligheid van grotere broers.

TEKST LENNEKE ARTS

Begin april sijpelt het nieuws binnen: Petrus Wealth Management is overgenomen door OHV Vermogensbeheer. De bekendmaking volgt op eerdere samenvoegingen afgelopen periode, met Wealth Management Partners dat de Nederlandse tak van Julius Baer kocht, en Efidenz Capital Management dat zich eind maart aansloot bij IBS Asset Management.

Er is meer. Diverse grote zelfstandige vermogensbeheerders laten Fondsnieuws weten vaker gespreksverzoeken van kleinere partijen te krijgen. Is dit de start van de consolidatieslag in zelfstandig vermogensbeheer? De afdrank van een ronde langs diverse bronnen is dat de noodzaak voor kleinere spelers lijkt toe te nemen tot verkoop of verbonden-agentschap.

Overtuigend bewijs blijft echter uit. De twee grootste depotbanken voor zelfstandig vermogensbeheerders in Nederland zijn terughoudend.

Er wordt volop over gesproken, maar er gebeurt weinig, zegt BinckBank bij monde van René Kirkels. 'Niets wijst erop dat dé consolidatieslag is begonnen.' Peter Klijn, directeur bij InsingerGilissen Services durft te zeggen dat het een begin zou kunnen zijn. Hij merkt iets meer transacties, en ziet een toename van gesprekken tussen partijen.

Kosten nemen toe

De minimale hoeveelheid beheerd vermogen die een vermogensbeheerder nodig heeft om uit kosten voor wet- en regelgeving te komen, is het laatste jaar toegenomen, zegt hij. De hoeveelheid werk die regelgeving met zich meebrengt, stapelt zich op. Sommige partijen hebben geen zin om een steeds groter deel van hun tijd te besteden aan de gevolgen hiervan, proeft hij.

Zelfstandige vermogensbeheerders zitten de laatste jaren vaker met elkaar om tafel, merkt Erik Bakker, managing partner bij OHV. Het gaat volgens hem vooral om ondernemers met opvolgingsissues en bedrijven die al langer bestaan. Zelf voerde Bakker heel wat van die gesprekken,

sinds OHV zes jaar geleden op het overnamepad ging.

Het initiatief tot gesprekken komt vaak vanuit de kleine spelers, signaleren diverse grote vermogensbeheerders. Toch staat de teller in 2019 'slechts' op drie. Dezelfde thema's blijven gelden, zegt Klijn voor het uitblijven van meer fusies en overnames. Opsomming: 'Financiële noodzaak, druk vanuit wet- en regelgeving en cultuur.' Vooral op het gebied van cultuur blijven er altijd uitdagingen. 'Je moet iets opgeven van je cultuur om te samenwerken met een andere partij. Zolang er nog geen financiële noodzaak is, én je kunt voldoen aan de regelgevingsvereisten, ga je nog wel even alleen door.'

Bakker voegt daar de hoge kosten van een begeleidend adviseur aan toe, voor kleine spelers een reden waarom gesprekken vaak niet in een volgend stadium komen. Toch lijken er her en der barstjes te komen in de vrij statische samenstelling van deze tak van de industrie. Klijn noemt naast de toegenomen druk door toezichthouders de beurzen. 'Hoelang blijven beurzen goede rendementen opleveren?'

Het herstel na de dip van het vierde kwartaal kwam snel, waardoor klanten niet zijn gaan switchen. Bij een grotere correctie, die mogelijk écht gaat drukken op de rendementen, zijn klanten eerder bereid te switchen.'

Over de gevolgen van een consolidatieslag zijn de meningen verdeeld. Bakker vreest voor uniformiteit, die kan leiden tot een zwakker systeem. Ook Kirkels heeft zorgen. 'Samengaan kán zinvol zijn, zolang het om gelijkgestemden gaat. Specifieke klantbedieningsmodellen of niches moeten niet verloren gaan, een gevarieerd landschap voorziet in een behoefte en is van maatschappelijk belang.'

Genoeg smaken

Klijn rekent erop dat er genoeg 'smaken' overblijven voor de klant in het geval van een consolidatieslag. Er komen altijd nieuwe spelers op de markt. Dat lijkt overigens al het

geval, aangezien InsingerGilissen Services zijn 'assets under custody' de afgelopen jaren heeft zien groeien – ook zonder de overname van een groot deel van de NIBC-portefeuille mee te rekenen. BinckBank zegt eveneens een grotere hoeveelheid gelden in bewaring te hebben.

Binck schrijft de stijging toe aan de dienstverlening van bestaande vermogensbeheerders en nieuwe producten en diensten van deze partijen, InsingerGilissen noemt het vertrek van verschillende regionale accountmanagers bij grootbanken. Deze private bankers sluiten zich vaak aan bij zelfstandige vermogensbeheerders, en nemen daarbij vaak een deel van hun klanten mee. Daardoor stroomt wat vermogen weg bij grootbanken naar de zelfstandige vermogensbeheerders. ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Een greep uit de fusies en overnames in het zelfstandig vermogensbeheer in de afgelopen vijf jaar

2019

- OHV Vermogensbeheer neemt Petrus Wealth Management over
- Efidenz Capital Management wordt verbonden-agent bij IBS Asset Management
- Verwer & Janssen Vermogensmanagement neemt Hens Vermogensbeheer over
- Darion draagt beheerklanten over aan een partij die niet met naam genoemd wil worden

2018

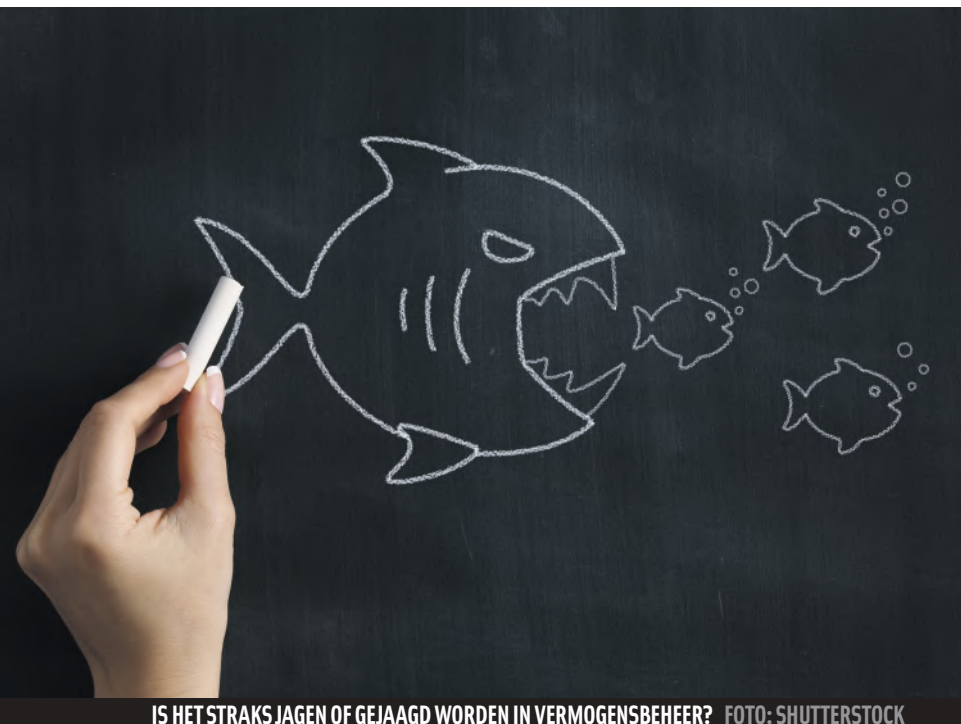
- Wealth Management Partners koopt Nederlandse tak van Julius Baer
- Ambassador en Antaurus fuseren

2017

- Verwer & Janssen uit Roosendaal en VIP Vermogensbeheer uit Breda fuseren tot Verwer & Janssen Vermogensmanagement.
- Ameye Consult gaat op in de Capital Care Company uit Amsterdam
- Van Lanschot Kempen neemt vermogensbeheer over van UBS NL
- A.S.R. Vermogensbeheer neemt First Investments over
- BinckBank neemt Pritle over

2016

- Handelsbanken neemt Optimix Vermogensbeheer over
- Van Lanschot neemt Staalbankiers over
- Theodoor Gilissen en Insinger de Beaufort gaan samen



IS HET STRAKS JAGEN OF GEJAAGD WORDEN IN VERMOGENSBEHEER? FOTO: SHUTTERSTOCK

FINTECH: OP ZOEK NAAR DISRUPTIEVE COMBINATIES

Voor de volgende fase in hun groei zoeken veel jonge fintechbedrijven **samenwerking met banken of technologiebedrijven**. Beleggers kunnen profiteren van winnende combinaties die de markt 'ontwrichten', stelt Vincent Vinatier, portfoliomanager bij AXA IM Framlington Equities.



Klanten willen in staat zijn om financiële transacties direct, altijd en op elk platform af te sluiten. De opmars van cashloos betalen is indrukwekkend, en geschiedt in toenemende mate niet meer direct via de bank. Fintechbedrijven ontwikkelen nieuwe concepten door gebruik te maken van mobiele technologie en kunstmatige intelligentie. Ze zijn daarmee 'disruptive' voor bestaande financiële spelers. Maar de markt is aan het veranderen, signaleert Vinatier. De bestaande financiële spelers beschouwen fintechbedrijven niet langer vooral als een bedreiging, maar omarmen samenwerking. Tegelijkertijd slinken de groeimogelijkheden voor kleine nieuwkomers, en gaan de grote bedrijven ook zelf de fintechmarkt op in de weet dat hun sector sterk gaat veranderen.

'Banken beseffen al heel lang dat technologische kennis een vereiste is, en dat klanten dezelfde mate van service willen als in andere markten', stelt Vinatier. 'Banken kopen andere partijen geheel of gedeeltelijk, maar investeren ook in hun eigen systemen. Tegelijkertijd beseffen fintechbedrijven hoe duur het opbouwen



Vincent Vinatier, portfoliomanager bij AXA IM Framlington Equities

van een klantenbestand is, en hoe ingewikkeld regelgeving en grensoverschrijdende betalingen zijn. Dat zijn uitdagingen waar de bestaande banken weer beter op zijn voorbereid.'

TECHNOLOGIE

Daarmee is het risico op disruptie niet geweken. Want behalve banken kunnen ook de grote techbedrijven, die vaak meer klanten hebben en meer van ze weten, fintech aan schaal-grootte helpen. De disruptie zal dus ontstaan door de vorming van verschillende combinaties, concludeert Vinatier, en deze combinaties gaan marktaandeel afpakken van zwakkere bestaande spelers. Het AXA IM Framlington Fintech fonds belegt zowel in kleinere pure fintechbedrijven als in grote innovatieve marktleaders die een steeds groter deel van

hun omzet in fintech behalen – dat kunnen overigens heel goed bestaande banken en verzekeraars zijn. Ook veel technologie-'enablers' zijn aantrekkelijk: partijen die de cruciale technologie leveren om zowel pure fintechbedrijven als traditionele banken te helpen hun kosten te reduceren, diensten te personaliseren en veiligheid te verbeteren. Vinatier noemt specifiek 'regtech': technologie bedoeld om te kunnen voldoen aan de steeds strengere eisen die toezichthouders stellen. 'Wij zijn van mening dat fintech bestaat uit een groot en groeiend ecosysteem van bedrijven die nog in de vroege groeifase zitten. Door de toenemende samenwerking met grote bedrijven zal de winst in de financiële sector worden herverdeeld. Dat biedt significante kansen voor beleggers.'

OPMARS VAN HET MANDAATFONDS

IN HET BELANG VAN DE KLANT OF DE PRIVATE BANK?

PRIVATE BANKS

Private banks maken steeds meer gebruik van huisfondsen, een ontwikkeling die door marktkenner met argusogen wordt gevolgd.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Niemand lijkt er nog aan te twijfelen: portefeuilles van banken die zijn opgebouwd met huisfondsen worden binnen afzienbare tijd de nieuwe norm. Het wordt gezien als een logisch gevolg van de standaardisatie bij banken, waardoor modelportefeuilles te groot en log zijn geworden om nog met klassieke fondsen in te vullen.

Maar waar banken enkel voordelen zien van het gebruik van eigen fondsen, zijn ze volgens critici in sommige opzichten een stap terug in de tijd.

ABN Amro gaat het meest voortvarend te werk. Afgelopen jaren heeft 's lands grootste private bank zijn assortiment huisfondsen fors uitgebreid naar meer dan veertig stuks. Verschillende andere banken overwegen nu ook huisfondsen te lanceren of hebben daar in het geval van InsingerGilissen en Van Lanschot al concrete stappen

in gezet. Grosso modo werken alle vijf de Nederlandse grootbanken naar een soort van mandaatoplossing toe, waarin men het beheer óf uitbesteedt aan een externe manager, óf het in eigen huis gaat doen. Feitelijk gaat het bij huisfondsen om fund-of-funds of mandaatfondsen. 'Wrappers' dus, die gemeen hebben dat ze de samenstelling van de

portefeuilles en het beheer daarover overlaten aan externe assetmanagers.

Pensioenfondsen, verzekeraars en PPI's werken er al langer mee. Aegon bijvoorbeeld laat zijn aandelenfondsen beheren door BlackRock, ASR heeft een Luxemburgse structuur met BNP Paribas onder de motorkap en de PPI van Brand



ABN AMRO HEEFT HET AANTAL HUISFONDSEN UITGEBREID NAAR MEER DAN VEERTIG.
FOTO: HOLLANDSE HOOGTE



ALEN ZELJKOVIC, HOOFD PRODUCTS & SOLUTIONS BIJ ABN AMRO FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

New Day belegt met eigen fondsen door in indexfondsen van Vanguard. Private banks hielden lange tijd een voorkeur voor traditionele beleggingsfondsen, omwille van de transparantie en een heldere gespreide verantwoordelijkheid.

ABN Amro's huisfondsen vallen onder de noemer mandaatfondsen. Dat heeft het voordeel dat de bank op dagbasis inzicht heeft in alle holdings, terwijl de liquiditeit is gewaarborgd omdat nooit meer de

complete portefeuille verkocht hoeft te worden als van beheerder wordt veranderd. Dat spaart transactiekosten uit.

Meer keuze

Het belangrijkste voordeel is volgens Alen Zeljkovic, hoofd products & solutions bij ABN Amro, evenwel het grotere 'universum'. 'Zo zijn er veel kundige assetmanagers in Amerika, die door alle regelgeving over Europa denken: Laat maar.' Die alpha-

fondsen zijn hier doorgaans niet of slechts beperkt beschikbaar, terwijl ze vaak wel openstaan voor het beheren van een groot mandaat, want dat is veel minder rompslomp. Twee concrete voorbeelden van dergelijke mandaatfondsen van ABN Amro zijn de Amerikaanse managers Aristotle en Pzena.

Zeljkovic stelt mandaatfondsen te gebruiken, in die gevallen 'waar we geen toegevoegde waarde zien van het reguliere assortiment'. Het dienen van het klantbelang staat hier dus voorop.

Kostenvoordeel

Jasper Haak van consultancybureau AF Advisors heeft daar zijn twijfels bij. 'Kijk je historisch naar de argumenten vóór mandaatfondsen, hier in Nederland maar ook elders, dan is dat veelal toch het verdienmodel geweest. Dat is bij ABN Amro ook zeker het geval geweest. Je koopt institutioneel in, waarbij een deel van het structurele kostenvoordeel zelf wordt behouden en een deel wordt doorgezet naar klanten.'

Of klanten van ABN Amro meeprofiteren, is de vraag. De bank verstrekt daar geen informatie over. Haak denkt dat er 'beperkt' sprake van is, aangezien de dienstverlening de afgelopen jaren twee keer iets in prijs is verlaagd. Dat is in zijn ogen nog lang niet genoeg.

'De kostenniveaus van private banks zijn nog steeds te hoog en op de lange termijn onhoudbaar. Neem je ter vergelijking een sophisticated portefeuille van een individueel pensioenproduct van een PPI, dan betaal je daar gemiddeld 45 basispunten voor en dan heb je alles. Bij ABN Amro betaal je al snel 1,5 tot 2%.'

Om die kloof een stuk te dichten zal het kostenvoordeel dus volledig ten goede moeten komen aan de

klant. De consultant, die meerdere partijen in binnen- en buitenland heeft geadviseerd over deze structuren, denkt dat het uiteindelijk wel die kant zal opgaan, ook gelet op de opkomst van roboadvies.

Volledige transparantie over de kosten is daarbij een vereiste, anders blijft de markt het gebruik van mandaatfondsen zien als een slimme manier om de gedeerde inkomsten sinds het wettelijke verbod op distributievergoedingen in 2014 te compenseren. Haak: 'De hele assetmanagementindustrie heeft er de mond van vol, maar ik vind dit gewoon onvoldoende.'

Conflicterende belangen

Het gebruik van mandaatfondsen kan ook leiden tot potentieel conflicterende belangen, zeker als aan het fonds wordt verdiend, stelt de consultant. 'Helemaal bij vermogensadvies is er een perverse prikkel om de eigen fondsen als eerste aan te bieden.'

Het is volgens hem daarom 'minder logisch' om deze fondsen ook aan adviesklanten aan te bieden. Toch is dat wat ABN Amro gaat doen. Binnen anderhalf jaar draait de bank daarmee het besluit weer terug om de fondsen uitsluitend voor vermogensbeheer in te zetten, met als gevolg dat de adviesdienstverlening volgens Europese regels niet langer te boek mag staan als 'onafhankelijk'.

Volgens Zeljkoic gaat de kostendiscussie voorbij aan het feit dat de klant in de eerste plaats geïnteresseerd is in het behaalde rendement, en aan uitstekende managers en dienstverlening nou eenmaal een prijskaartje hangt.

'Dat mag wel zo zijn', reageert Haak gebeten, 'maar dat rendement is volledig onzeker, terwijl de kosten een vast gegeven zijn. Maak dan een model waarbij je de kosten verlaagt als je geen outperformance behaalt.'

Ondanks zijn bezwaren onderkent de consultant wel degelijk de vele voordelen van mandaatfondsen. De mogelijkheid om het eigen duurzaamheidsbeleid te integreren

noemt hij onder meer in dat verband. Lang zal het volgens hem dan ook niet meer duren voordat huisfondsen de nieuwe norm zijn bij banken.

Of we daarmee de jaren tachtig van de vorige eeuw herleven? Haak: 'Nee, ik zie niet zo snel dat de banken het onder de motorkap allemaal weer zelf gaan beheren. Daar liggen hun ambities niet.' Zeljkoic: 'Wat wij doen is nog steeds open architecture, alleen dan een verbeterde versie. Je zou het open architecture 2.0 kunnen noemen.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



JASPER HAAK, ADVISEUR BIJ CONSULTANCYBUREAU AF ADVISORS

**VOLLEDIGE
OPENHEID
OVER DE
KOSTEN IS
NOODZAAK**

GOEDKOOP GELD STUT EUROPEES VASTGOED

EEN SNEL STIJGENDE RENTE WORDT NIET VERWACHT

ASSETALLOCATIE

De risico's voor Europees vastgoed nemen toe, maar een forse prijscorrectie lijkt nog ver weg. Stijgende huurbaten en de lage rente leggen een robuuste bodem voor beleggers in steen en staal.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

Uit gesprekken met vastgoedexperts van DWS en AXA Investment Managers blijkt dat de opluchting onder vastgoedbeleggers groot is nu een snel stijgende rente in Europa – een groot risico voor vastgoed – is afgewend. Ook in de Verenigde Staten hebben centrale bankiers gas teruggenomen. Vastgoedindices stegen. De wereldwijde FTSE Nareit Developed leverde in het eerste kwartaal van 2019 een netto-rendement van 16,6%, de Europese variant 13,5% (in euro's).

Matthias Naumann, hoofd Strategy en Real Estate Europe bij DWS: 'Nu de ECB als gevolg van de minder gunstige economische vooruitzichten van koers is veranderd, kunnen beleggers zich weer richten op structurele drijvers.'

Naumann: 'Bij de selectie van vastgoed gaat het nu vooral om onderliggende huurbaten. Huurbaten bieden een goede buffer in onzekere tijden en zorgen voor stabiele in-

komsten. De huurinkomsten hebben we sterk zien groeien, in sommige markten zelfs met dubbele cijfers.' Naumann verklaart die groei met de schaarste aan de aanbodkant. 'Europese projectontwikkelaars hebben weinig gebouwd tussen 2010 en 2017. Dat heeft nog zeker twee tot drie jaar een impact.'

Risico's, maar geen crash

Frédéric Tempel, hoofd beursgenoteerd vastgoed bij het Franse AXA

Investment Managers, noemt de ruime aanwezigheid van goedkope schuldfinanciering de belangrijkste positieve factor voor Europees vastgoed. 'Die financiering is nog steeds ruim voorradig. Ja, de economische groei zwakt af, maar grote prijscorrecties of een vastgoedcrisis verwachten we niet. Daarvoor zou je eerste rode vlaggen op de kredietmarkten moeten zien.'

Ook Naumann verwacht geen forse prijscorrecties in Europa. De



4 TOT 5% RENDEMENT FOTO: HOLLANDE HOOGTE

rente, de historisch lage leegstandscijfers en de huurbaten vormen een stevig fundament. 'Voor de komende twee tot drie jaren verwachten we geen significante prijsdalingen, tenzij we een economische schok voor de kiezen krijgen', aldus de DWS-belegger.

Het grootste risico is dat de economie verder verzwakt, stellen beide vastgoedexperts. Uiteindelijk zal dat ook een negatieve impact hebben op vastgoed. Vastgoed is voor zulke tegenwind kwetsbaar, want prijzen staan na jarenlange stijgingen op hoge niveaus. Tempel: 'Maakten we ons een tijd terug zorgen over oververhitting van de economie, nu is een recessie een van de grote risico's. Default-risico's nemen dan toe, en dat zal geldverstrekkers zenuwachtig maken.'

Voor Europa zijn er volgens Tempel specifieke risico's. Allereerst heeft de Fed op dit moment meer ruimte dan de ECB om de markt te steunen als dat nodig is. 'Bovendien zijn er politieke onzekerheden, niet zozeer brexit, maar over het hele Europese project. De sociale onvrede neemt toe.'

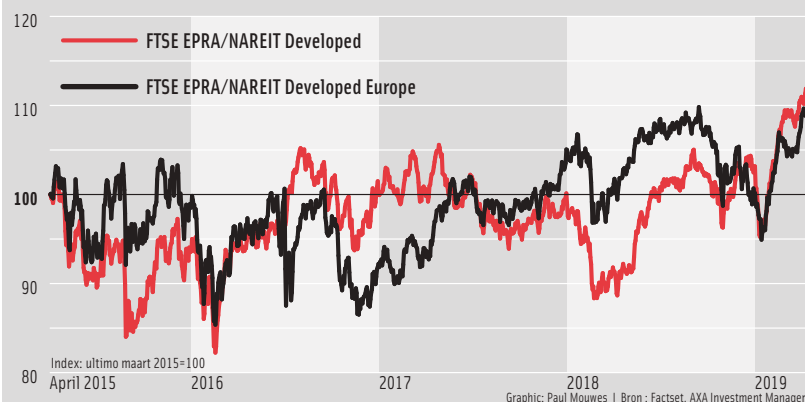
Naumann waarschuwt ten slotte vastgoedkopers die erop rekenen dat de rente heel lang laag zal blijven, en op die basis tegen te lage aanvangsrendementen (hoge vastgoedprijzen) instappen. 'Als de rente later onverhoopt toch stijgt, gaan in zo'n beleggingsmodel alle alarmbellen af.'

Dividendrendement

Vastgoedbeleggers in Europa hoeven dan geen crash te vrezen, het opwaarts prijspotentieel van vastgoed is laag. De kracht van goedkoop geld is eindig. Tempel: 'Vastgoedprijzen zullen gemiddeld meestijgen met inflatie, waarmee beleggers dit jaar een totaalrendement van zo'n 4% tot 5% kunnen

Lage rente stuwt steen en staal

Prijsontwikkeling Europees vastgoed versus wereldwijd vastgoed, april 2015 - maart 2019



verwachten.' De grootste bijdrage zal daarmee van het dividend, in feite de onderliggende huurbaten, moeten komen.

Tempel: 'Dat dividendrendement is met 3% tot 4% nog steeds aantrekkelijk voor beleggers die nieuwe bronnen van inkomsten zoeken, zeker als je dit vergelijkt met de lage of negatieve yields op Duits staatspapier. Dat dividend moet dan natuurlijk wel stabiel zijn.'

Kansen

Momenteel ziet Naumann in Europa met name kansen in stedelijke kantoormarkten, in hotels en woningen. Als de brexitrook eenmaal is opgetrokken, denkt de vastgoedbelegger bovendien dat er aantrekkelijke beleggingskansen zullen ontstaan op de grote en liquide Lon-

dense vastgoedmarkt. Die is door de onzekerheid rond brexit vrijwel tot stilstand gekomen. 'Aanvangsrendementen liggen er nog op 4%, terwijl die elders, in onder meer Parijs, in Amsterdam en in Duitsland lager zijn komen te liggen door de toestroom van beleggingsgeld.'

Tempel ziet in Europa kansen voor logistiek en industrieel vastgoed. 'De vraag ernaar is hoog.' Ook enkele nichemarkten bieden aantrekkelijke risicopremies. 'Denk aan studentenhuisvesting. Daar is een kwaliteitsslag nodig. Zorgvastgoed zoals ziekenhuizen, dokterspraktijken en verzorgingshuizen bieden eveneens uitzicht op hogere rendementen.'

De AXA-belegger noemt ook verduurzaming een belangrijke trend. 'Niet reguleringen maar huurders zelf zijn hier de drijvende kracht. Met name grote bedrijven vragen erom en zo'n klant is koning.' Vastgoedbezitters zullen veel moeten investeren om panden duurzamer te maken, maar hebben dan ook daarna een grotere kans goedbetalende huurders te vinden. ■

HURBATEN BEPALEN NU VOORAL DE SELECTIE VAN VASTGOED

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

DE GEVOLGEN VAN DE MONDIALE SCHULDENBERG

UITEINDELIJK BETALEN DE RIJKEN DE REKENING

ESSAY

Sinds de jaren tachtig zijn de schulden als percentage van de totale economie sterk opgelopen. Die schuld is nu zo hoog dat financiële stabiliteit een doelstelling is van het monetaire beleid. Dat zorgt echter voor nog meer schuld.

TEKST HAN DIEPERINK

Centraal bankier Paul Volcker veroorzaakte begin jaren tachtig een dubbele recessie om de inflatie onder controle te krijgen. Zijn opvolger Alan Greenspan probeerde na de crash van 1987 juist een recessie te voorkomen. Bij een dreigende crisis verlaagde de centrale bank de rente, geholpen door deflationaire effecten van de IT-revolutie en globalisering. Monetair beleid leek de economische cyclus te hebben bedwongen. Een periode van stevige groei met gematigde inflatie brak aan. Iedere correctie op de financiële markten die Goudlokje kon bedreigen, werd monetair gecompenseerd. De 'Greenspan-put' was geboren. Ondanks waarschuwingen van zijn kant voor irrationele uitbundigheid konden markten maar één kant op en dat was omhoog.

Bernanke en Yellen vervolmaakten het beleid. Toch kwam er een Grote Recessie, maar weer zonder

grote schoonmaak. Uit de draai die Jerome Powell eind vorig jaar maakte, bleek dat er ook een Powell-put bestaat. Een slechte decembermaand voor aandelen was voor de Fed al voldoende om het roer om te gooien.

Partijen die toegang hebben tot dit ruime monetaire beleid gebruiken het vooral om bestaande activa hoger neer te zetten. Banken kopen staatsobligaties en spaarders worden gedwongen om te beleggen. Ondernemers vrezen de toekomst, ingegeven door de extreem lage rente. Er lijkt immers sprake van een permanente crisis. Grote

EEN TE HOGE SCHULD SMOORT DE ECONOMISCHE GROEI

bedrijven kopen massaal eigen aandelen in. Op de Amerikaanse beurs zijn bedrijven de grootste kopers van aandelen. Een hoger rendement op het eigen vermogen en een hogere winst per aandeel, wie wil dat niet?

Door het monetaire beleid is een groot deel van de obligatiemarkt verdwenen. Centrale banken hebben jarenlang obligaties opgekocht en in hun toezichhoudende rol worden Europese banken, verzekeraars en pensioenfondsen verplicht hetzelfde te doen. Gezien de lage rente wordt dit niet gedreven door rendement. Als het al gedreven is door risico, lijkt het vooral een carrièrerisico te zijn van betrokkenen. Driekwart van de obligatie-index bestaat uit obligaties die worden gekocht omdat het moet.

Lagere groei door schuld

Schuld zorgt ervoor dat je meer kunt besteden. Op gegeven moment bereikt de schuld het niveau dat de rente erop het inkomen drukt. Minder economische groei door een te hoge schuld. Toch hoeft er geen causaal verband te zijn. Een trage



DE STAATSSCHULD VAN DE VERENIGDE STATEN HEEFT DIT JAAR EEN RECORDNIVEAU AANGETIKT. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

groei kan ervoor zorgen dat schuld onbetaalbaar wordt. Japan heeft een hoge schuld in relatie tot het nationale inkomen, maar dit komt vooral door lage nominale groei. Als die groei net zo hoog is als in de VS, lag de schuld als percentage van het bbp op hetzelfde niveau als in de VS. Per hoofd van de bevolking is de Japanse economie zelfs sterker gegroeid dan die van de VS. Kennelijk valt het met de invloed van de Japanse staatschuld op de groei mee. De Japanse bevolking krimpt, maar door de lage rente blijft de hoge schuldenberg financieerbaar.

Schulden zorgen bij overheden voor minder ruimte voor diepte-investeringen, juist in een tijd dat er kostbare uitdagingen zijn op het gebied van klimaat, milieu, voedsel, water en energie. Ook overheden

investeren onvoldoende in de toekomst. Beloftes en verplichtingen uit het verleden zijn steeds moeilijker op te brengen, ook omdat een steeds groter deel van de bevolking daarop aanspraak maakt en een steeds kleiner deel dus daarvoor de portemonnee moet trekken. Te veel schuld beperkt de keuzemogelijkheden.

Inkomensongelijkheid

Doordat financiële activa in waarde stijgen, worden rijken rijker en nemen de verschillen tussen arm en rijk toe. Een direct gevolg van het monetair beleid. Globalisering heeft ervoor gezorgd dat de verschillen tussen rijk en arm wereldwijd zijn afgenomen. Maar de inkomensverschillen in ontwikkelde landen nemen verder toe. De middenklasse uit de vroegere derde wereldlanden concurreert steeds ef-


fectiever met de middenklasse in de ontwikkelde landen.

Uiteindelijk betalen de rijken de rekening. De lage rente zorgt ervoor dat de bezitters van vermogen mensen met schulden subsidiëren. Deze financiële repressie is een beproefd middel om een te hoge schuld dragelijk te houden of op lange termijn zelfs op te lossen. Het is een herverdeling zonder parlementaire goedkeuring, maar ook zonder revolutie of bloedige strijd. Financiële repressie kost wel tijd. Hoe hoger de schulden, des te langer de rente laag moet blijven. Nu maar hopen dat de politiek iedereen aan boord weet te houden. ■

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

DYNAMIC

We share your responsibilities and targets as if they were our own. Our solutions are dynamically managed with the aim to:



Reduce risk

Enhance returns

Control costs

For more information call

Maarten Roeleveld on +31 6 5755 4095

visit russellinvestments.com

Capital may be at risk

For professional investors only

Issued by Russell Investments Limited. Company No. 02086230. Registered in England and Wales with registered office at: Rex House, 10 Regent Street, London SW1Y 4PE. Telephone 020 7024 6000. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN. KvK number 67296386 ©1995-2019 Russell Investments Group, LLC. All rights reserved. EMEA-1809 MCI-01708

TOP 5 FONDSSEN MET GOLD-RATING

BELEGINGSFONDSEN

De Morningstar Analyst Rating is een kwalitatief oordeel. Het meest interessant voor beleggers zijn de fondsen met een medaille.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Bronze wordt toegekend als fondsanalisten verwachten dat het ofwel de benchmark of de concurrentie zal weten te verslaan, maar niet beide. Dat is wel het geval voor fondsen met een silver-rating, en helemaal voor fondsen met een gold-rating. Een neutral-rating betekent dat een fonds naar verwachting redelijk marktconform zal presteren. Het laagste oordeel, negatieve, is voor fondsen die naar verwachting zullen achterblijven bij zowel de benchmark als de categorie.

Van de in Europa beschikbare fondsen hebben er slechts 86 de hoogst haalbare rating. Daarvan bezitten 31 de gouden medaille al meer dan drie jaar. Welke presteren het best binnen hun eigen categorie op 3-jaarsbasis?

Indrukwekkend trackrecord

Op 1 staat Dodge & Cox Worldwide US Stock. De Europese variant van deze strategie werd gelanceerd in december 2010, maar het Amerikaanse fonds heeft een trackrecord dat meer dan vijf decennia teruggaat. Het fonds wordt beheerd door het negenkoppige Amerikaanse aandelencomit  van Dodge & Cox, waarvan de leden gemiddeld reeds 24 jaar betrokken zijn bij de strategie. Bovendien ondersteunt een ervaren analisten-

Kip met de gouden eieren?

Top 5 fondsen met Gold-rating, rendementen tot en met maart 2019, in procenten en geannualiseerd

	3 jaar	Std dev* 3 jaar
Dodge & Cox		
Worldwide US Stock Fund	14,14	14,42
Kempen		
Global High Dividend Fund	10,38	10,25
Comgest		
Growth Europe	9,64	11,24
First State		
Hongkong Growth Fund	19,35	12,75
Dodge & Cox		
Worldwide Global Stock F.	11,59	11,84

*Standaardafwijking | Graphic: Paul Mouwes | Bron: Morningstar

team, van wie de meesten hun hele carrière werkzaam zijn bij Dodge & Cox, het comité. Zij zoeken bedrijven die er goedkoop uitzien op basis van een reeks waarderingsmaatstaven.

Vaak wendden de beheerders slecht nieuws of een slecht economisch klimaat aan om fundamenteel sterke bedrijven te kopen. Zo heeft het team onlangs zijn blootstelling aan dergelijke aandelen uit de gezondheidszorg, zoals GlaxoSmithKline en Eli Lilly, verhoogd.

Kempen High Dividend

Op twee staat Kempen Global High Dividend. Een van de sterke punten van dit fonds is het ervaren, stabiele en toegewijde team van portfoliomanagers. Lead-manager Jorik van den Bos beheert al sinds 2000 dividendfondsen. Het heeft een structurele tilt naar small- en midcaps en op-

komende markten, en is in de Verenigde Staten zwaar onderwogen om redenen van waardering.

Het team heeft zijn talent getoond in verschillende marktomstandigheden en is een van de sterkste in zijn universum. Het team pleit voor een op waarde gebaseerde dividendfilosofie, die van toepassing is, ongeacht de marktomstandigheden. Het bestaande proces is gedisciplineerd en herhaalbaar en wordt al bijna twee decennia consequent toegepast door het team. Het heeft een structurele tilt naar small- en midcaps en opkomende markten en is in de Verenigde Staten zwaar onderwogen om redenen van waardering.

Op sectorniveau geeft het team de voorkeur aan financials, onroerend goed en energie, terwijl defensieve consumentengoederen en gezondheidszorg sterk onderwogen zijn. Het trackrecord van het fonds is uitstekend.

Op nummer 3 staat Comgest Growth Europe, onder leiding van Laurent Dobler, Arnaud Cosserat en Franz Weis. Hun beleggingsaanpak is gericht op kwaliteitsbedrijven die onafhankelijk van de cyclus kunnen groeien. Het team geeft de voorkeur aan sectoren waarin bedrijven een sterk concurrentievoordeel kunnen hebben en een duurzame groei kunnen bieden. Onlangs zijn de onlinemoderetailer Asos en biotechleverancier Lonza aan de portfolio toegevoegd. De 30 effecten zijn opmerkelijk stabiel. ■

RENTE EN KOSTEN ZETTEN OBLIGATIE-ETF IN ETALAGE

BEWEGING NAAR LAGERE KREDIETKWALITEIT ZICHTBAAR

PASSIEF

De lage tot negatieve rentes op overheidsobligaties in voornamelijk het eurogebied leiden onder institutionele beleggers tot meer etf-beleggingen in lagere kwaliteitsobligaties, zegt etf-expert Andreas Zingg van Vanguard.

TEKST LENNEKE ARTS

Op deze manier houden institutionele partijen de risico's op voor hen aanvaardbare hoogte via diversificatie, zonder té veel op rendement in te leveren ten gevolge van hoge aankoopkosten. Dat zegt Andreas Zingg, hoofd etf-distributie van het fondshuis Vanguard.

'De AAA-bonds van tien jaar geleden, met een yield van 4% tot 5%, zijn verlopen. Vervangende obligaties leveren minder dan 1% op. Om de benodigde rendementen te halen, moeten institutionele beleggers de beweging maken naar lagere kwaliteit: corporate bonds, high yield bonds, emerging market bonds.'

'Tegelijkertijd', vervolgt Zingg, 'willen ze hun risico's beperkt houden, dus moeten ze diversifiëren en proberen ze hun kosten zo laag mogelijk te houden. De aankoopkosten van een losse bedrijfsobligatie zijn ongeveer drie keer zo hoog als die van een bedrijfsobligaties-ETF. Die

transactiekosten snoepen rendement van je yield weg.'

Dat beseffen beleggers, volgens Zingg. Hij merkt een toename in de aankopen van obligatie-ETF's vanuit deze grote beleggers. Wel is het volgens hem dan essentieel dat het aanbod in dit soort trackers groeit, de kwaliteit ervan verbetert, en een grotere hoeveelheid spelers actief wordt in dit veld. Dat kan de beheerkosten vervolgens omlaag brengen.

Minder transparant

Volgens de expert bestaat momenteel zo'n 70% van de ETF's uit aandelentrackers en 30% uit obligatietrackers – terwijl de onderliggende obligatiemarkt vele malen groter is dan de aandelenmarkt. 'Vergelijk de hoeveelheid trackers van Amerikaanse aandelen en Amerikaanse corporate bonds maar eens. Aan de aandelenzijde zijn er twee hoofdindices, MSCI en S&P, die gevolgd worden door pakweg 25 ETF's, terwijl aan de obligatiezijde slechts zeven ETF's bestaan die bovendien zeven verschillende indices volgen.'

Zeven ETF's die bovendien niet makkelijk te doorgronden zijn, vol-

gens Zingg, doordat aanbieders in de obligatiemarkt minder transparant zijn dan hun collega's in het aandelenspectrum. 'Factsheets krijgen minder vaak een update, de criteria zijn minder scherp.'

Etf's op maat

Hoewel Zingg voorstander is van meer ETF's die aansluiten op de vraag, is hij geen voorstander van ETF's op maat, iets wat het laatste jaar meer te zien is in de ETF-industrie. Het creëren van een fonds voor één belegger of de lancering van een nichefonds noemt hij geen goed verdienmodel, omwille van de onvermijdbaar hoge fees waarmee dat gepaard gaat.

Wat Vanguard wel doet, is nieuwe ETF's lanceren op basis van meerdere gelijksoortige wensen. Een groot verschil, volgens Zingg, omdat dit laatste uitgaat van een bepaalde hoeveelheid 'seed money'. 'Wij hebben geen geld liggen, dus hebben participanten nodig om een fonds te kunnen beginnen. Behalve dat startkapitaal ons helpt bij die lancering, kan het gemak waarmee we het geld ophalen ook een goede voorspeller



LAGE RENTE IS NIET IDEEAAL VOOR OBLIGATIE-ETF'S. FOTO: SHUTTERSTOCK

zijn. Wij willen producten die gróót kunnen worden, zodat de fees om-laag kunnen.'

Niet perfect klimaat

Gevraagd naar de nieuwste wens uit de markt, onderkent Zingg dat 'we' ons nu in een klimaat voor etf's bevinden dat niet perfect is, met de lage rentes. 'Liever stappen beleggers nu in senior-leningen, verhandelbare bankleningen, maar daarvoor is een etf niet het beste middel. Een etf heeft een diepe, liquide markt nodig, en sommige etf-wensen die we krijgen van klanten moeten we om die reden afwijzen.'

Sowieso is de etf-markt volgens hem wel zo'n beetje verzadigd als het gaat om de grote innovaties. 'Her en der zullen nog kleine innovaties naar de markt komen, zoals een

aanpassing van de exposure, omdat die beter is voor de klant, of een breder gediversifieerde index als basis. Maar reken niet op baanbrekende innovaties.'

Over de sinds vorig jaar oprukkende 'gratis' etf's in Amerika, stelt hij dat een etf niet gratis kán zijn. 'Dit soort bedrijven zijn geen liefdadigheidsinstellingen. Waarschijnlijk hopen ze klanten te trekken en aan hen een ander, duurder product te verkopen. Anders kán het gewoon niet, het is niet toekomstbestendig.'

Crowdfunding

Een uitzondering maakt hij voor het bedrijfsmodel van SoFi, het kredietbedrijf dat in februari kwam met een etf waarvoor het in het eerste jaar de beheerkosten van 19 basispun-

ten kwijtscheldt. 'Een interessante manier om van de grond te komen, voor een beginnend bedrijf. Het lijkt een vorm van crowdfunding. Zoiets snap ik wel: er is minder seed money voorradig in de markt. Wil je daar als aanbieder aanspraak op maken, dan moet je creatief zijn.'

Toch haakt hij niet in op het idee om Vanguard dan in Europa te laten stunten met gratis etf's. 'We hebben recent onze fees verder omlaag gebracht. We kunnen de marge niet naar nul brengen, en hebben dit soort toeren bovendien niet nodig om onze producten aan de man te brengen. Wij hebben geen echte problemen, de kleine partijen hebben die wel.'

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Evenementen om naar uit te kijken

De kennislunches, masterclasses en overige evenementen van Fondsnieuws bieden inspiratie, kennis, inzichten en volop discussie. Zij worden al ruim tien jaar goed bezocht en goed gewaardeerd door beleggingsprofessionals in Nederland.

Ook dit jaar organiseert Fondsnieuws weer een aantal interessante bijeenkomsten. Wilt u erbij zijn? Reserveer dan nu alvast een plekje in uw agenda.

- **20 mei:** Asset Management Cup
- **28 mei:** Masterclass Selectief beleggen in opkomende markten
- **18 juni:** Kennislunch ESG-integratie (deelname op persoonlijke uitnodiging)
- **30 september:** Fondsevent (www.fondsevent.nl)
- **31 oktober:** Kennislunch Impactbeleggen (deelname op persoonlijke uitnodiging)
- **28 november:** Investment Outlook

Meer weten over **de evenementen** van Fondsnieuws?

www.fondsnieuws.nl/events

Wat als het altijd zomer is?

ARNOLD GAST: BELEGGERS DREIGEN HET GROTE PLAATJE UIT HET OOG TE VERLIEZEN

COLUMN

Het is altijd lente in de ogen van de tandartsassistent', zong Peter Koning in 1995.

Het deuntje roept het blij gevoel op dat de eerste lentezon bij ons teweegbrengt. Na de winter vinden we het altijd fijn dat de zomer zich weer aandient. Dit geldt in het bijzonder voor landen die wat verder van de evenaar liggen. Dit seizoenpatroon is een natuurlijk verschijnsel voor het in balans houden van de natuur. Zonder winter geen zomer. Maar over de herfst ken ik geen blijde liedjes.

Ook de economie kent een cyclus van op- en neergang. In de Verenigde Staten wordt die sinds 1854 officieel bijgehouden door het Business Cycle Dating Committee van het National Bureau of Economic Research (NBER). De langste periode van economische expansie was van april 1991 tot maart 2001 en telde 120 maanden. De laatste recessie eindigde in juli 2009 en de huidige groeifase telt inmiddels 117 maanden.

Economen en beleggers willen recessies graag voorspellen, en het liefst vermijden. Daarom duiken we in de details en cijfers en worden economische indicatoren elke maand of kwartaal scherp geanalyseerd. Maar het grote plaatje raakt daarbij uit beeld. Dat laat namelijk een interessante verschuiving zien. In de eerste honderd jaar van de NBER-cijfers werden recessies vooral door een tegenvallende vraag uit de economie ingeleid. Echter, vanaf de afschaffing van de gouden standaard zijn alle recessies begonnen en versterkt in de financiële sector. De laatste drie waren de spaar- en kredietcrisis, de internetzeepbel en – opnieuw – de kredietcrisis. Deze Amerikaanse recessies hadden allemaal wereldwijde impact en de laatste was de langste en diepste sinds de Grote Depressie van 1929.



FOTO: UNSPLASH

De wereldwijde klimaatverandering wordt in de VS vanaf 1880 bijgehouden door de National Oceanic and Atmosphere Administration (NOAA). Tot 1976 wisselden koudere en warmere jaren elkaar af. Maar vanaf 1976 is geen enkel jaar meer kouder geweest dan het gemiddelde van de vorige eeuw en de laatste tijd worden jaarlijks nieuwe warmterecords geboekt.

Het is vrijwel zeker dat we in augustus de langste economische expansie ooit kunnen vieren. Dit is vooral te danken aan het ruime monetaire beleid van lage rentes en gigantische opkoopprogramma's. Toen vorig jaar de Amerikaanse centrale bank aangaf de rente verder te willen verhogen, reageerden financiële markten als door een wesp gestoken. Mede door die scherp negatieve reactie van beleggers hebben monetaire autoriteiten hun verkrappende beleid inmiddels weer bijgesteld en schijnt de zon weer volop op de beurzen. Dankzij een Amerikaanse

president die zichzelf graag in het zonnetje zet, lijkt het nooit meer winter te mogen worden.

Met ongeremde geldcreatie weten we recessies en beurscorrecties te beteugelen. Op hetzelfde moment vormt klimaatverandering een bedreiging voor de leefbaarheid van onze planeet. Door de versnellende opwarming van de aarde lijkt de wens dat het altijd zomer blijft nog deze eeuw gerealiseerd te worden. Maar of we tegen die tijd nog zo blij worden van het deuntje bij de tandarts... ■

ARNOLD GAST SCHRIJFT ZIJN COLUMNS OP PERSOONLIJKE TITEL. HIJ IS EEN PROFESSIONELE BELEGGER MET EEN LANGE STAAT VAN DIENST, ONDER MEER BIJ ACTIAM, DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT EN INSINGER DE BEAUFORT.



ROBOTS ALS ANTWOORD OP DE VERGRIJZING

JAPAN EN EUROPA PAKKEN VEROUDERING ANDERS AAN

STRUCTURELE TRENDS

Japan en Europa vergrijzen. De reactie verschilt. Japanners zetten hun kaarten op technologie, terwijl in Europa arbeidsmigratie een grotere rol gaat spelen. Een verouderende bevolking heeft grote invloed op financiële markten.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Zodra het over vergrijzing gaat, richten alle blikken zich op Japan. Dat land worstelt al decennia met een laag geboortecijfer en een stijgende levensverwachting. De gemiddelde leeftijd is er 47,3 jaar (2017), ruim vijf jaar boven het gemiddelde in de EU.

In Japan ging de vergrijzing jarenlang hand in hand met deflatie. 'Toch staat niet vast dat vergrijzing altijd leidt tot deflatie', zegt Lukas Daalder van BlackRock. 'Er zijn ook studies die aantonen dat vergrijzing samengaat met inflatie als gevolg van krapte op de arbeidsmarkt. Dat effect wordt binnen Europa deels afgezwakt door arbeidsmigratie', aldus Daalder.

Aneta Wynimko, fondsmanager van het Fidelity Demographics Fund, is evenmin overtuigd van het verband tussen geldontwaarding en vergrijzing. 'Het is lastig om conclusies te trekken uit de ontwikkelingen



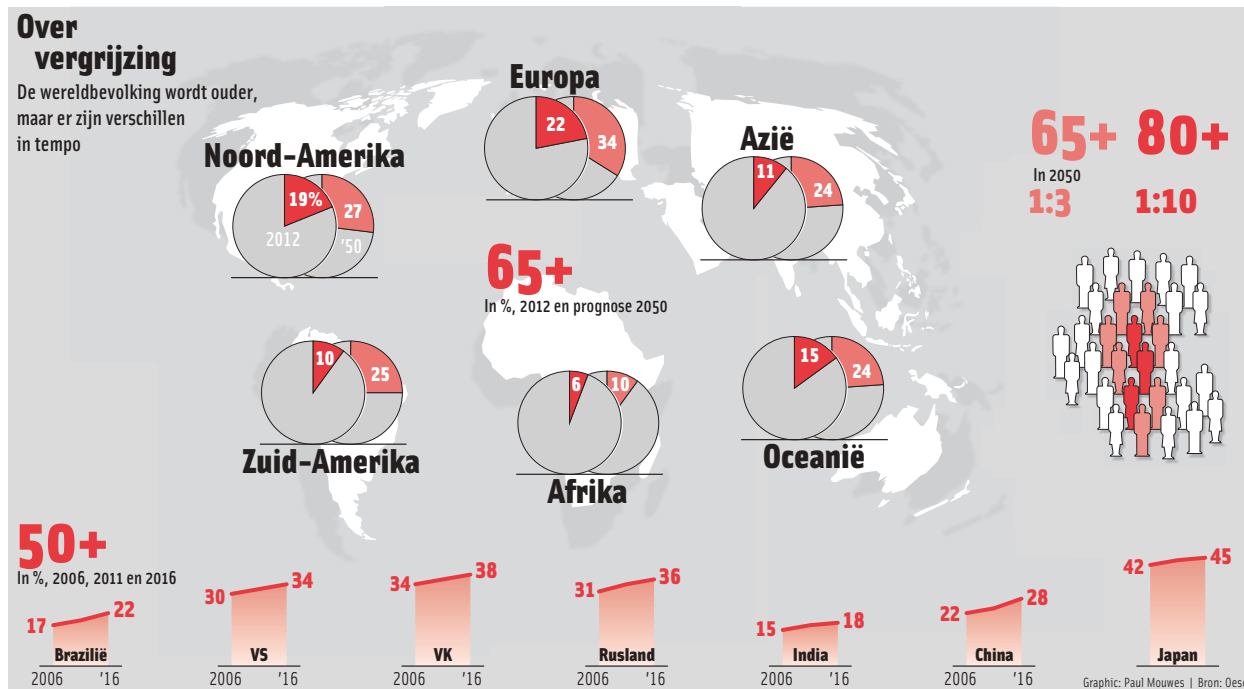
GAAN ROBOTS OUDEREN VERZORGEN? FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

in Japan. De start van de vergrijzing viel samen met de vastgoedcrises in de jaren tachtig. Daardoor is het niet duidelijk of de deflatie het gevolg is van de daling van de huizenprijzen of de vergrijzing.'

De reactie van de Japanse overheid en bedrijven is voor beleggers wel leerzaam. 'Japan heeft veel gevolgen van vergrijzing succesvol opgevangen door bijvoorbeeld de ontwikkeling van goede gezond-

heidszorg en langer doorwerken', stelt Felix Tran, strateeg bij Bank of America Merrill Lynch.'

Op de krimp van de beroepsbevolking lijkt Japan echter geen antwoord te hebben. Het land voert al eeuwen een stringent immigratiebeleid. Dat is meteen het grote verschil met het vergrijzende Europa. Daalder: 'De dynamiek is hier anders. Als er te weinig bouwvakkers zijn in Duitsland wordt dat opgelost met de



instroom uit landen zoals Polen en Roemenië.’

Dat wil niet zeggen dat Japan lijdzaam toeziet. ‘Japan zal volgend jaar de Olympische Spelen in Tokio gebruiken om de wereld te tonen hoe het technologie inzet in een vergrijzende samenleving’, aldus Tran. ‘Het tekort aan arbeidskrachten was een belangrijke reden voor Japanse bedrijven om flink te investeren in robotisering’, zegt Daalder. ‘Maar robots zijn geen oplossing voor alle tekorten. Er blijven allerlei beroepen, zoals kappers, die je niet zomaar kunt vervangen door robots’, zegt Daalder.

Aandelenbeleggers kunnen volgens Wynimko ook lessen trekken uit ontwikkelingen in Japan. ‘Bij vergrijzing verwacht je dat sectoren als kleding, schoeisel en meubelen het moeilijk krijgen. De uitgaven aan dit soort zaken daalden inderdaad dramatisch. Elk jaar gaven Japanners bijna 4% minder uit aan mode.’ Hoewel deze sectoren het zwaar te verduren hebben, wisten enkele bedrijven, zoals Fast Retailing en Nitori, juist te groeien. ‘Dat zijn ondernemingen die goede producten tegen een lage prijs konden leveren. Ze zijn nu zelfs succesvol buiten Japan. Dat bewijst dat je winnaars kunt vinden in de sectoren die de nadelen van vergrijzing ondervinden’, aldus Wynimko.

De analisten waarschuwen voor te gemakzuchtige redeneringen over veroudering van de bevolking. ‘Het is te simpel om in gezondheidszorg te beleggen omdat de bevolking vergrijst. Dat kan iedereen bedenken en zit dus al in de koers verwerkt’, zegt Daalder. Wynimko pleit voor diepgaand onderzoek. ‘We vinden medicijnenproducenten bijvoorbeeld geen goede belegging. Het bedrijfsmodel is niet erg duurzaam. Je weet niet wat er gaat gebeuren als belangrijke patenten zijn verlopen. Daarom richten we ons op gezondheidsbedrijven die niet afhankelijk zijn van een paar producten. Denk aan Boston Scientific dat medische toestellen maakt.’

Ontspaarproducten

Tran beaamt dat veel effecten al bekend zijn, maar heeft de indruk dat sommige gevolgen nog worden onderschat. ‘Babyboomers hebben meer te besteden dan millennials. Toch is maar een tiende van het advertentiebudget gericht op ouderen. We verwachten veel van technologie die inspeelt op de behoefte van ouderen. Denk aan medische apparatuur die ouderen thuis kunnen gebruiken. Daarnaast zien we kansen voor ontspaarproducten.’

Volgens Daalder duurt het nog

wel even voordat ontsparen een dominant thema wordt. ‘Een hogere gemiddelde leeftijd betekent meer spaargeld. Ouderen sparen nu eenmaal meer dan jongeren. Die enorme groeiende pot met geld heeft een flinke impact op financiële markten. Het is een van de belangrijkste redenen dat de rente laag blijft.’

Dit fenomeen raakt alle beleggers. Daalder: ‘Doordat veel geld rendement zoekt, is er sprake van beleggingsdwang. Dat heeft zijn weerslag op de aandelenwaarderingen. Het is goed denkbaar dat koers-winstverhoudingen die we de afgelopen decennia hebben gehanteerd niet meer toepasbaar zijn. Een kw-verhouding van 20 werd gezien als duur. Wellicht kijken we daar over tien jaar bij een kw-verhouding van pakweg 30 heel anders naar. Hierdoor zijn beleggers hun kompas kwijtgeraakt. Aandelenmarkten worden waziger als dat soort ankerpunten ontbreken.’

De jacht op rendement leidt er ook toe dat beleggers verder kijken dan beursgenoteerde aandelen. ‘De groei van private equity en andere illiquide beleggingen is deels het gevolg van die beleggingsdwang’, aldus de BlackRock-strateeg. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

SMART BÈTA: ETF'S DIE OP ALPHA JAGEN

SOMMIGE ACTIEVE ETF'S GEVEN VEEL KEUZEVRIJHEID

SMART BÈTA

In de jacht op extra rendement krijgen van oorsprong passieve etf's steeds vaker een actieve insteek. Beleggers moeten wel onder de motorkap kijken.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

Een passieve belegger volgt een index die het marktgemiddelde rendement oplevert (bèta) na aftrek van lage kosten. De index is marktgewogen. Steeds meer etf's streven echter naar een hoger rendement dan de markt. Onder vlaggen als smart bèta, strategic bèta of factorbeleggen openen ze de jacht op alpha.

'Smart bèta-producten hebben geresulteerd in een nieuwe definitie van alpha, van outperformance. Je creëert een set regels om outperformance op een methodologische manier te bereiken', stelt Nick King, hoofd etf's bij Fidelity. 'De kosten liggen veelal hoger dan bij een puur passieve strategie, maar lager dan een puur actief fonds.' Dit vanwege de transparante beleggingsstrategie die veel wegheeft van een strenge index-selectiemethode.

Verschillen in aanpak

Smart bèta is divers. Er zijn aanbieders die een marktgewogen index ombouwen naar een index met



WIM VAN ZWOL

aandelen met bijvoorbeeld een lage volatiliteit (low volatility), een aantrekkelijke waardering (value) of een hoog dividend (income). De etf volgt die verbouwde index. Andere aanbieders maken een eigen indexmandje en weer andere gaan weliswaar uit van een methodologische strategie, maar gunnen de beheerder daarbinnen veel vrijheid.

Deze verschillen maken vergelijken lastig, maar wel erg belangrijk,



NICK KING

stelt King. Het is zaak om onder de motorkap van een smart bèta-etf te kijken. 'Als belegger moet je je blijven afvragen of de etf de extra kosten versus een puur passieve belegging waard is', aldus King.

Klanten vinden de combinatie van relatief lage kosten en een bovengemiddeld rendement echter interessant, stelt King. Fidelity lanceerde in Nederland in 2017 zijn eerste smart bèta-etf's op het thema

‘quality income’, met als benchmark een eigen marktgewogen index. King: ‘De beheerders krijgen daarbij ruimte hun actieve skills te gebruiken, van oudsher zijn we immers een actief fondshuis. De maximale tracking error versus de index is 2%.’

Ook assetmanager Vanguard zit bij smart bèta aan de actieve kant van het spectrum. Wim van Zwol, hoofd Benelux, wil het liever niet eens smart bèta noemen. ‘Indexbeleggen, in bèta beleggen, is het volgen van een marktgewogen index. Wijk je daarvan af dan volg je een actieve strategie.’ Door af te wijken ontstaan er bovendien vaak een smallcap- en een value-bias, stelt Van Zwol. ‘Met bèta heeft dat weinig meer te maken.’

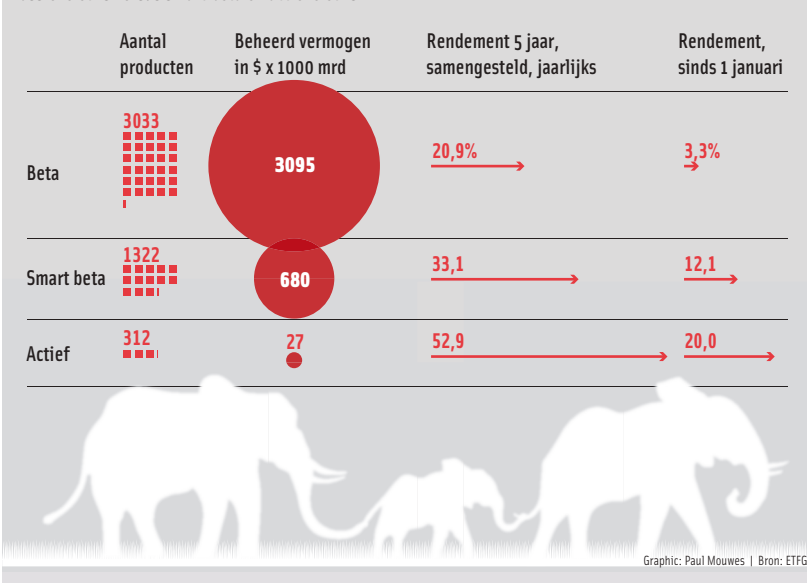
Actieve etf's

Vanguard biedt een reeks zogeheten actieve etf's aan, die op factoren screenen. Om indexvolgers gaat het niet, stelt Van Zwol. ‘Als je dan wilt afwijken van een marktgewogen index, doe dat dan actief en niet via een afgeleide index. Dat kan namelijk leiden tot hoge transactiekosten omdat de etf-portefeuille anders dan bij een marktgewogen index dagelijks aangepast moet worden aan de anders gewogen index. Die interne transactiekosten zie je niet terug in de totale kostenratio of lopende kosten van een etf. Kosten zijn erg belangrijk omdat ze een goede voor-

STEEDS MEER ETF'S STREVEN NAAR HOGER RENDEMENT DAN DE MARKT

Er is volgen en volgen

Passieve etf's versus smart beta en actieve etf's



speller zijn voor outperformance.’

Een actieve beheerder die de index links kan laten liggen, heeft de hoogte van de transactiekosten in eigen hand. Reden voor Vanguard om managers van de actieve etf's veel vrijheid te geven binnen de gekozen factorstrategie. ‘Al moet je ook bij actief de kosten goed in de gaten houden’, stelt Van Zwol.

Alpha tegen lage kosten

Institutionele beleggers kunnen met deze actieve etf's een deel van alpha tegen lage kosten binnenhalen, stelt Van Zwol. ‘Voor het resterende deel alpha – dat wat met factoren niet te vangen is – kunnen ze overwegen een puur actieve strategie in te zetten, met de bijbehorende hogere kosten natuurlijk.’

Waarom Vanguard een puur actieve strategie in een etf en niet in een beleggingsfonds heeft gegoten? Van Zwol: ‘Een etf is doorlopend verhandelbaar, liquide, goedkoper in administratie en iedereen met toegang tot een beurs kan al vanaf een klein bedrag in een etf beleggen.

Onze beleggingsfondsen hebben minimum instapbedragen’.

Marktgewogen indices trekken nog steeds veel meer kapitaal, maar smart bèta groeit hard. Eind januari was er \$680 mrd in belegd, aldus etf-researcher ETFGI. Dat komt neer op een samengestelde jaarlijkse groei van 33% over de afgelopen vijf jaar.

Een recent onderzoek van Fidelity concludeert dat institutionele beleggers de komende jaren meer willen beleggen in actieve strategieën én smart bèta-producten. De reden is dat ze minder verwachten van de rendementen van indices, van bèta.

King verwacht dat de trend van smart bèta zal toenemen. ‘Ook omdat de voortschrijdende technologie het mogelijk maakt om steeds nieuwe strategieën te ontwikkelen. De strengere regulering speelt ook een rol: assetmanagers zullen steeds meer op kosten en transparantie letten.’

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

P I M C O[®]

Een hogere standaard voor rendement.

Op het gebied van ESG-strategieën geloven wij dat investeerders niet hoeven te kiezen tussen rendement en positieve impact. ESG is een belangrijk onderdeel van ons onafhankelijke research proces, waarbij we waarde creëren voor klanten die zich richten op positieve veranderingen.

Ontdek nieuwe mogelijkheden op nl.pimco.com/esg

Uitsluitend bestemd voor professionele doeleinden. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie of betrouwbaar richtsnoer voor toekomstig rendement. Maatschappelijk verantwoord beleggen is van kwalitatieve en subjectieve aard en er is geen garantie dat de overtuigingen of waarden van een individuele belegger tot uitdrukking komen in de beoordelingen van PIMCO of in de door PIMCO toegepaste criteria. **PIMCO Europe Ltd** (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. ©2019, PIMCO.

AI: Vloek of zegen?

BOEKEN

Bedrijven die zich richten op dataopslag en -analyse behoren tot de snelst groeiende. Daarmee ontstaat een wereld waarin technologie en mens als een symbiose naar elkaar toegroeien. De vraag is voor velen wie in die symbiose op de langere termijn de bovenliggende partij is: mens of technologie? Wetenschappers zijn er niet gerust op. Zo waarschuwde bestsellerauteur Yuval Noah Harari in zijn laatste boek *Homo Deus*, dat de homo sapiens als menssoort zal verdwijnen.

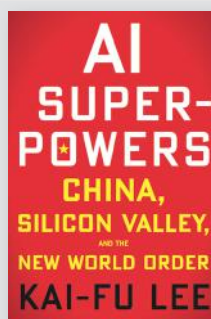
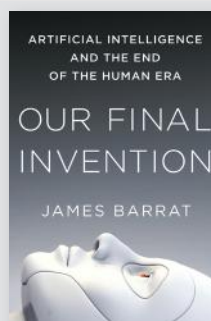
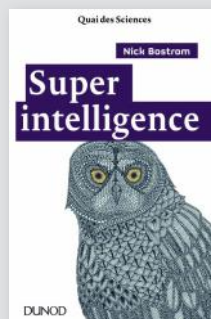
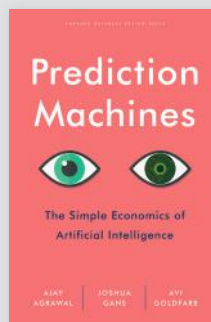
Tegelijkertijd is de technologische ontwikkeling onomkeerbaar en zelfs noodzakelijk om existentiële uitdagingen te beantwoorden. Maar zonder maatschappelijk vertrouwen wordt dat een heilloze weg. Reden dat toezichthouders en regelgevers naar ethische richtsnoeren en regels zoeken om het vertrouwen in kunstmatige intelligentie en algoritmen intact te houden.

'Onze samenleving kan alleen op basis van vertrouwen ten volle profiteren van technologie, waardoor iedereen baat heeft bij ethische kunstmatige intelligentie', lichte Andurs Ansip, vicevoorzitter voor de Digitale Markt van de Europese Commissie het plan toe om tot ethische richtsnoeren voor kunstmatige intelligentie (AI) te komen.

In de wetenschap en literatuur wordt gepolemiseerd of AI een vloek of een zegen is. Een bloemlezing van boeken:

Goldfarb: Prediction Machines, Agrawal Gans. De auteurs van het boek vinden dat van 'deep learning' een hype wordt gemaakt. Het draait om voorspellingen, meer niet. Tegelijkertijd laat dat vermogen de potentie ervan zien. Het boek werd, naar verluidt, in de top van Google gespeeld.

Superintelligence, Nick Bostrom. Oxford-filosof Bostrom schreef de klassie-



ker over AI en het zogenoemde paperclip-probleem. AI werkt zelfstandig naar een voorgeprogrammeerd doel. Als het doel is: maak zoveel mogelijk paperclips, dan doet AI dat. Met andere woorden: intelligente computers hebben de potentie per ongeluk de mensheid uit te roeien.

Life 3.0, Being human in the Age of Artificial Intelligence, Max Tegmark. Dit is een favoriet boek van Elon Musk, omdat het laat zien dat technologie ten goede en ten kwade ontwikkeld en gebruikt kan worden. Zo kunnen big data algoritmen op een hele soepele, bijna onopvallende wijze privacy, individualisme en democratische instituties vernietigen. Het besluit of het die kant opgaat, of niet, nemen niet de engineers, maar de politici.

Our Final Invention, James Barrat. Het boek stemt niet vrolijk. Het beschrijft hoe door overheden en bedrijven miljarden worden geïnvesteerd in AI. Als het doel van superintelligente machines is bereikt, dan is de conclusie op zijn plaats dat we een wezen hebben geschapen dat wereldvreemd én vijandig tegenover de mens kan zijn.

AI Superpowers, China, Silicon Valley and the New World Order, Kai-Fu Lee. Dit is een belangrijk boek. Het verklaart de achtergrond van de huidige spanningen tussen VS en China. De technologische revolutie schept ongekende nieuwe mogelijkheden om macht en welvaart te vergaren. Wie de AI-revolutie wint, wint de wereldmacht, heeft de Russische president Poetin gewaarschuwd. Dat heeft een nieuwe wapenwedloop uitgelokt tussen China en VS. Volgens kenners wordt het vraagstuk van de hegemoniale macht in het volgende decennium al beslecht. China, met zijn 1,3 miljard grote bevolking en ontbrekende privacy heeft veel meer datapunten. Daarmee staat het bij rust al met 2-0 voor.

GULLE GEVER VERLIEST RECHT OP PRIVACY

SECTOR VINDT WETSVOORSTEL DEN HAAG DRACONISCH

WET- EN REGELGEVING

Als het aan minister Dekker ligt, moet het recht op privacy wijken voor de nationale veiligheid. Met het conceptwetsvoorstel Transparantie Maatschappelijke Organisatie verliezen gulle gevers hun anonimiteit.

TEKST YVONNE SCHREUDER

Het conceptwetsvoorstel Transparantie Maatschappelijke Organisaties wil voorkomen dat de financiering van maatschappelijke organisaties gepaard gaat met onwenselijke beïnvloeding. Door maatschappelijke organisaties te verplichten donaties vanaf €15.000 en de balans en staat van baten en lasten openbaar te maken, wil het kabinet de kans op misbruik verkleinen.

Volgens filantropieadviseurs gaat het om een 'draconisch' wetsvoorstel waaraan circa 223.000 stichtingen, 129.000 verenigingen en 1600 kerkgenootschappen in Nederland worden onderworpen. Volgens het onderzoek Geven in Nederland ging er in 2017 €5,7 mrd om in de filantropie. Het wetsvoorstel zorgde dan ook voor flinke reuring. Tijdens de consultatie werden liefst 190 bezwaren ingediend. Ook in de media lieten goede doelen van zich horen.

Ook Rene Bekker, directeur van

het Center for Philanthropic Studies aan de Vrije Universiteit Amsterdam, denkt dat de maatregelen niet werken. Eerder zei hij daarover: 'In 2015 zat ik in een begeleidingscommissie van een onderzoek van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum van het ministerie van Justitie en Veiligheid dat de vraag moest beantwoorden of het mogelijk was buitenlandse financiering van religieuze organisaties op te sporen. Na grondig onderzoek was het antwoord: nee, niet via openbare

registers. Dat lukt alleen met bijzondere opsporingsbevoegdheden.'

Vanuit de financiële sector gelden hoofdzakelijk vijf bezwaren tegen het openbaar maken van gegevens van particulieren die meer dan €15.000 schenken. Dat is in de eerste plaats de mogelijk negatieve invloed op het geefgedrag. 'Je weet het pas echt zeker als de maatregel in werking treedt, maar grote kans dat donateurs het geen fijne gedachte vinden dat iedereen weet waaraan zij geven', zegt Otto Beelaerts van

GOEDEDOELENSECTOR BOOS OVER UBO-REGISTER

Het kabinet heeft in april een wetsontwerp ingediend dat 'witwassen van geld of terrorismefinanciering' moet voorkomen. Een van de verplichtingen is opname van 'uiteindelijk belanghebbenden van vennootschappen en andere juridische entiteiten' (UBO's) in een openbaar register. Dit geldt voor de eigenaar van een vennootschap, maar ook voor stichtingen en dergelijke — de zogenoemde Algemeen nut beogende instellingen (Anbi's), en hun schenkers. De goedbedoelensector staat op de achterste benen: het UBO-register zou ten koste gaan van giften en van mensen die in stichtingsbestuur zitting willen nemen. Het kabinet is onverbiddelijk: er bestaat geen ruimte om af te wijken.



BIJ DONATIES VAN € 15.000 VERLIEST DE GEVER ZIJN ANONIMITEIT OMWILLE VAN DE NATIONALE VEILIGHEID. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Emmichoven, directeur Instituten & Charitas bij ABN Amro MeesPier-son.

Jacqueline Komin, senior filantropieadviseur bij InsingerGilissen, verwacht een behoorlijke impact: '90% van alle schenkingen waarbij ik betrokken ben, komt boven de grens van € 15.000. Van al die mensen verwacht ik dat ze zullen heroverwegen. Ik kan me voorstellen dat ze de giften uitstellen en opnemen in hun testament.'

Schending van privacy

Schending van privacy is een tweede groot bezwaar. Komin vindt het onvoorstelbaar dat de privacy van burgers steeds beter wordt beschermd, maar het wetsvoorstel donateurs met naam en woonplaats op een website wil zetten. 'Mijn klanten zijn onder andere mensen op leeftijd, die ik vanuit een veiligheidsoogpunt niet bloot wil stellen aan een dergelijke schending van privacy.' In het conceptwetsvoorstel wordt erkend dat de transparantieplichting een beperking van grondrechten inhoudt, maar dit wordt gerechtvaardigd met verwijzing naar de staatsveiligheid.

Ook voor klanten van Beelaerts van Emmichoven valt het niet te rijmen. 'Onze klanten – stichtingen, vermogensfondsen en kerkelijke organisaties – hebben met de introductie van de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG) vorig jaar al extra privacymaatregelen moeten nemen. Nog geen jaar later moet je dan de wereld vertellen wie jou een groot bedrag schenkt? Dat voelt tegenstrijdig.'

Een ander punt waar Dekker in zijn voorstel aan voorbijgaat volgens Teetse Holtrop, private banker bij InsingerGilissen, is het recht om anoniem te geven. 'Door te geven aan bepaalde organisaties, geef je een impliciet statement af. Ik vind het niet passend daar openheid over

af te dwingen. Net zoals het recht om anoniem te stemmen, moet je ook het recht hebben om anoniem te geven.'

'Grens € 15.000 is arbitrair'

Minstens zo arbitrair is volgens Komin de grens van € 15.000. 'Voor een stichting met een jaarbudget van € 30.000 geeft een gift van € 15.000 veel invloed. Voor een grote stichting is dat een ander verhaal.' Het bedrag is echter bewust gekozen. Door alleen grote schenkingen onderwerp van het wetsvoorstel te maken is er sprake van een proportionele maatregel.

Komin noemt het een draconische maatregel. 'Ik snap dat de minister wil voorkomen dat er invloed wordt gekocht in een organisatie, maar dat kun je ook op andere manieren voorkomen dan een openbare site?' Beelaerts van Emmichoven erkent dat de problematiek belangrijk is, maar het wetsvoorstel is volgens hem buitenproportioneel. 'Je schiet met hagel op een mug.'

**ADVISEURS
VINDEN DE
GRENS VAN
€ 15.000
ARBITRAIR**

YVONNE SCHREUDER IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



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 langetermijnkansen 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.

Instrument voor de speculant

AUKE PLANTINGA: PASSIEF BELEGGEN BIJDT VEEL ACTIEVE KEUZES EN BESPEELBARE THEMA'S

COLUMN

Passief beleggen door middel van indexfondsen of etf's heeft grote voordelen, met name door de lage kosten en de spreiding over de volle breedte van een index. Door gebruik te maken van een wereldwijde breed gespreide aandelenindex en een dito obligatie-index, kun je op een eenvoudige manier een behoorlijk robuuste beleggingsportefeuille maken. Daarbij is het handig om gebruik te maken van een buy-and-hold-strategie of in ieder geval niet te veel herbalanceren. In de praktijk is er echter een oerwoud aan passieve instrumenten. Passief beleggen biedt veel actieve keuzes: welke index kies je, bij welke aanbieder, en wanneer stap je in en uit?

Daarnaast is het mogelijk om met behulp van etf's een groot aantal thema's, sectoren en regio's te bespelen. Een bekend thema is beleggen door middel van etf's in Emerging Markets. De omvang van etf's in Emerging Markets is in de afgelopen tien jaar verviervoudigd. Het IMF waarschuwde onlangs voor de destabiliserende effecten van deze etf-beleggingen. Het stelt dat vermogens die via etf's in Emerging Markets worden belegd afkomstig zijn van ongeduldige beleggers.

Dergelijke kapitaalstromen zijn vooral gedreven door sentiment. Met een etf is het erg gemakkelijk geworden om vermogen van het ene land naar het andere land over te hevelen. Wat echter bijzonder is, is dat het sentiment voor Emerging Markets ook sterk gedreven lijkt door factoren die op zich niets te maken hebben met het specifieke land. Het IMF laat bijvoorbeeld zien dat de VIX, de index van impliciete volatiliteit in een mandje van opties op Ame-



NOISE TRADERS HOUDEN VAN ETF'S. FOTO: SHUTTERSTOCK

rikaanse aandelen, een sterke impact heeft op kapitaalstromen naar Emerging Markets.

Schok in de VIX

Een plotselinge schok in de VIX — omdat bijvoorbeeld de onderhandeling over een cruciaal handelsakkoord mislukt — kan vervolgens leiden tot een verkoopgolf onder Amerikaanse beleggers, die hun vermogen dichterbij huis willen beleggen. De uitstroom van Amerikaanse beleggers leidt tot druk op de koersen, een negatieve kapitaalstroom voor het land in kwestie en uiteindelijk tot een lagere performance voor de uitstappende belegger. Op deze wijze is een deel van de etf's verworpen tot een instrument voor de speculant. Vaak zie je bij deze etf's dat de beleggers een negatieve timing hebben.

Dit beleggingsgedrag — gespeend van enige analyse of informatie — wordt in de wetenschappelijke literatuur ook wel 'noise trading' genoemd. Naarmate er

meer noise traders op een markt aanwezig zijn, worden rendementen op deze markten volatieler. Indien er maar genoeg noise traders zijn, is het ook mogelijk dat prijzen voor langere tijd van hun onderliggende fundamentele waarde gaan afwijken. Dit is nadelig voor de werking van de aandelenmarkt als mechanisme om kapitaal naar de beste investeringsmogelijkheden te brengen, maar ook voor serieuze beleggers die nu een onnodige hoge volatiliteit ervaren. Noise traders bieden uiteraard wel weer mogelijkheden voor de actieve belegger die met geduld op basis van fundamentele analyse te werk gaat. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



WANNEER BARST DE KREDIETBUBBEL?

BEDRIJFSLEVEN IS ZEER KWETSBAAR VOOR HOGERE RENTE

OBLIGATIES

De schulden van bedrijven zijn naar recordniveaus gestegen, terwijl de kredietkwaliteit is verslechterd. Kan dit een nieuwe financiële crisis veroorzaken of zijn de risico's te overzien?

TEKST JEROEN BOOGAARD

De extreem lage rente heeft het bedrijfsleven aangemoedigd om als een gek te lenen. De schulden van Amerikaanse en Europese bedrijven zitten weer boven het niveau van voor de kredietcrisis. In de Verenigde Staten stegen de bedrijfsschulden buiten de financiële

sector vorig jaar zelfs naar een record van 46,6% van het bruto binnenlands product (bbp). De vorige keer dat de schulden zo hoog opliepen, in 1999 en 2008, volgde een recessie.

Beleggers maken zich dan terecht zorgen, vindt Roelof Salomons, hoofdstrateeg bij Kempen Capital Management en als hoogleraar verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen. 'Het bedrijfsleven is zeer kwetsbaar bij een rentestijging of recessie.' Bedrijven maken vol-

gens hem een rationele keuze door schulden te laten oplopen. 'Doordat geld bijna gratis is, is het logisch dat bedrijven meer lenen om eigen aandelen in te kopen. Vanwege de lage economische groei hoeven ze niet veel te investeren.'

Doordat de groei van de schuldenberg gepaard gaat met een stijging van de leverage, is de kredietkwaliteit over het algemeen verslechterd. Inmiddels heeft ruim de helft van de bedrijfsobligaties in het Amerikaanse investment grade-segment een BBB-rating, een stapje verwijderd van high yield. In de jaren negentig was dat 25%. 'Bedrijven met een solide balans en goede winstgevendheid vinden het helemaal niet erg om hun kredietwaardigheid wat te laten verslechteren. De extra kosten van een lagere kredietrating zijn niet zo groot', zegt Salomons.

Einde cyclus

Aan de onderkant van de markt signaleert de strategie dat minder gezonde bedrijven ten koste van alles hun investment grade willen behouden. 'We zien dat bijvoor-



GROEI SCHULDENBERG GAAT GEPAARD MET STIJGING LEVERAGE. FOTO: SHUTTERSTOCK

beeld bij General Electric, Anheuser-Busch InBev en Kraft Heinz. Dit trio zet de laatste tijd de belangen van obligatiehouders boven die van aandeelhouders en geeft prioriteit aan schuldafbouw. 'Het is volgens de strateeg het begin van een trend, die de gevoeligheid van het bedrijfsleven voor schokken zoals een rentestijging zal verkleinen. 'Het is ook een signaal dat we aan het einde van de kredietcyclus zitten.'

Salomons beschouwt hoge bedrijfsschulden niet als urgent probleem, zeker nu de centrale banken de monetaire teugels voorlopig niet aantrekken. 'Eind 2018 maakten we ons zorgen over lage groei en stijgende kosten van kapitaal. Nu maken we ons alleen maar zorgen over groei. Pas in een recessie komen de risico's van de schuldenberg bovendrijven, aangezien de bedrijfswinsten dan onder druk komen en bedrijven moeite krijgen om aan hun rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. In de huidige omgeving van redelijke groei en lage rente zien we wanbetaalingspercentages niet oplopen.'

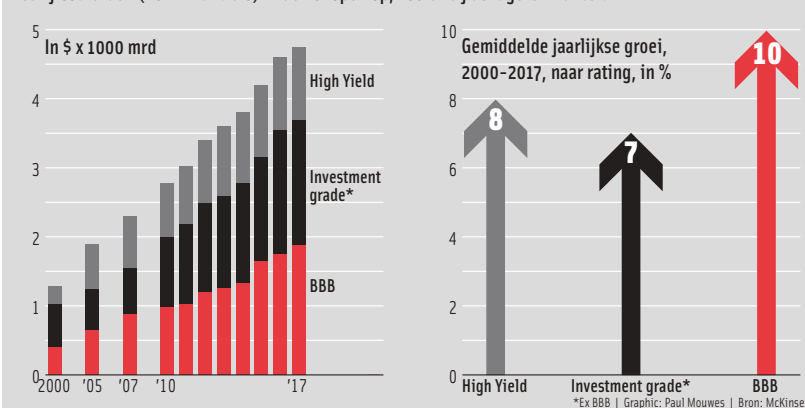
BBB-universum

Aangezien het BBB-universum sterk is toegenomen, neemt ook de kans op afwaarderingen naar high yield toe. Volgens Salomons is het zaak om actief te beleggen en deze zogenaamde fallen angels te mijden. 'Veel institutionele beleggers zullen de gevallen engelen verplicht moeten verkopen, omdat een investment grade-mandaat vaak geen high yield mag bevatten. Wie deze namen dan gaat oppakken is de vraag, want de liquiditeit is laag. Dat is zorgwekkend.'

Alexandra Van Gyseghem, hoofd euro investment grade credit bij Amundi, ziet net als Salomons in de schuldenberg geen systeemrisico. 'Anders dan tijdens de kredietcrisis staat de financiële sector er nu

Beangstigend of belofte?

Bedrijfsschulden (non-financiële) in de VS lopen op, vooral bij de lagere kwaliteit



goed voor.' Hoewel bedrijfsschulden sterk zijn gestegen, nuanceert de obligatiespecialist het beeld rond de schuldenberg. 'De rentedekking blijft historisch gezien erg hoog en Amerikaanse bedrijven hebben nog steeds enorme kasreserves in het buitenland. Weliswaar is de gemiddelde nettoschuld-ebitda-verhouding de afgelopen jaren opgelopen, maar dankzij de buitenlandse reserves blijft de leverage laag voor verschillende sectoren, zoals technologie.'

Bij Europese bedrijven ligt de gemiddelde schuldgraad lager, omdat ze na de eurocrisis voorzichtiger zijn gaan opereren en meer cash aanhouden. In het verleden ging in de VS een recordbedrijfsschuld in verhouding tot het bbp gepaard met een piek in het aantal wanbetalingen en

een scherpe daling van de bedrijfswinsten. Van Gyseghem ziet dat voorlopig niet gebeuren. 'Doordat de rente waarschijnlijk nog geruime tijd erg laag blijft, komen bedrijven niet snel in liquiditeitsproblemen.'

Winstmarges pieken volgens haar, maar komen pas echt onder druk in een recessie. Bovendien merkt ook zij dat bedrijven in het BBB-segment meer prioriteit gaan geven aan schuldafbouw. 'De top van AT&T en GE neemt maatregelen om de leverage te verkleinen, na zorgen bij aandeelhouders. Een te hoge leverage schaadt de koersontwikkeling en bedrijven nemen dit serieus. Temeer daar de straf die volgt op een afwaardering naar het junksegment fors is in de vorm van hogere risico-opslagen.'

Hoewel Van Gyseghem het einde van de economische cyclus ziet naderen, hebben bedrijven nog tijd om de balans te versterken. 'De leverage in het bedrijfsleven vormt nu geen aanleiding voor een nieuwe crisis. We hebben een scherpe economische neergang of een andere externe schok nodig om de bedrijfsobligatiemarkt in moeilijkheden te brengen.'

BEDRIJVEN HEBBEN NOG TIJD OM DE BALANS TE VERSTERKEN

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

BELEGGERS OMARMEN DUURZAME INDICES

OOK TRADITIONELE INDICES BLIJVEN ECHTER IN TREK

DUURZAAM

In Europa kiezen steeds meer beleggers voor duurzaam. Dat gaat hand in hand met de groeiende populariteit van ESG-indices. Heeft dit gevolgen voor traditionele indices?

TEKST MANNO VAN DEN BERG

Dat duurzame indices bekender en belangrijker worden, is onder meer af te lezen aan de snelle toename van het aantal duurzame exchange traded funds (etf's). Deze volgers van een groene index beheren inmiddels wereldwijd bijna \$25 mrd, blijkt uit recente cijfers van researchbedrijf ETFGI. Dat is nog slechts een fractie van het totaal belegde vermogen in traditionele etf's, maar de groei gaat erg hard, bevestigt Deborah Yang, hoofd ESG-indices bij indexbouwer MSCI.

'Verzekeraars en pensioenfondsen hebben de trend gestart, maar je ziet in Europa dat nu ook kleinere beleggers duurzamer willen beleggen', stelt Yang. 'Veel van onze klanten vertellen dat ze versneld meer stappen willen zetten.' Dat betekent allereerst dat er meer in groene spin-offs van traditionele indices zoals de MSCI World, MSCI Emerging Markets of de S&P500 zal worden belegd. De duurzame indexvarianten



DEBORAH YANG

zijn herkenbaar aan termen als ESG (environmental, social en corporate governance) of SRI (socially responsible investing). Grote beleggers kunnen zelf een eigen duurzaam indexmandje samenstellen, maar een al bekende duurzame index heeft meer gewicht richting stakeholders.

De duurzame golf betreft niet

alleen etf's en andere indexproducten. Ook actieve beleggingsfondsen, mandaatfondsen en institutionele beleggingsportefeuilles maken de overstap naar een duurzamere vorm van beleggen. De een gaat daarin wat verder dan de ander. Yang stelt echter: 'Steeds meer pensioenfondsen en verzekeraars integreren ESG

in hun gehele beleggingsproces. Het ligt voor de hand dat ze ook een benchmark kiezen die dat goed reflecteert.' Duurzame indices zullen daarmee ook vaker als benchmark dienst doen, zo verwacht Yang.

Bekende duurzame MSCI-indices zijn de MSCI World SRI en de MSCI World ESG Leaders, maar er zijn er veel meer. 'Van onze zeventienhonderd indices hebben er inmiddels zo'n 120 een duurzame insteek', stelt Yang. De range varieert van uitsluiting van controversiële wapens tot aan vergaande uitsluitingen en een strenge selectie op basis van een ESG-score. Het gebruik van deze indices neemt snel toe: 'De inkomsten uit onze ESG-indexrange – dat betreft onder meer gebruikslicenties – nemen elk jaar met zo'n 50% toe', stelt Yang.

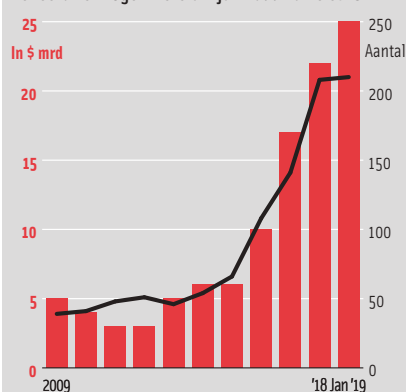
Strenge criteria

Een van de licentiehouders is de Franse vermogensbeheerder Amundi, die aan de weg timmert met een reeks duurzame etf's. 'Eind vorig jaar hebben we een serie geïntroduceerd die aansluit bij de meest duurzame index van MSCI, de MSCI World SRI', stelt Gert-Jan Verhagen, hoofd ETF, Indexing & Smart Beta bij Amundi in de Benelux. 'We hadden voor een minder duurzame index kunnen kiezen, bijvoorbeeld de ESG Leaders, maar we hebben voor de strengste criteria gekozen omdat we zien dat klanten steeds sneller die kant op bewegen.'

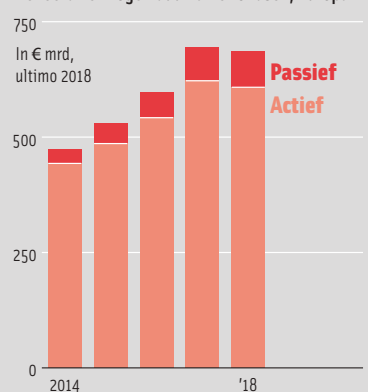
Bij Amundi hebben overigens alle etf's inmiddels een duurzame screening, op basis van een eigen ESG-rating-methodologie, stelt Verhagen. 'Hierbij gaan we minder ver dan onze nieuwe SRI-range. Duurzaam beleggen betekent niet voor al onze klanten hetzelfde, er is veel maatwerk nodig. Maar je kunt zeggen dat inmiddels een groot deel van

De hang naar duurzaamheid

Beheerd vermogen wereldwijd in duurzame etf's



Beheerd vermogen duurzame fondsen, Europa



Graphic: Paul Mouwes | Bron: etfgi.com en Morningstar

het door ons beheerde vermogen, actief en passief, een duurzame insteek heeft.'

Een lastige beslissing waar grote beleggers als pensioenfondsen tegenaan lopen is welke duurzame benchmark ze hanteren voor hun duurzaam belegde portefeuille, stelt Verhagen. 'Een grote, bekende duurzame index met strenge selectiecriteria biedt vertrouwen als je verantwoordelijkheid aan stakeholders moet afleggen. Maar dan zit je wel vast aan de criteria van die index; je levert de flexibiliteit in om een eigen ESG-beleid toe te passen. Vaar je namelijk wel een eigen koers, dan kan dit tot een grote tracking error leiden.'

Duurzaam versus traditioneel

Zowel Yang als Verhagen denkt niet dat de snelle opkomst van duurzame indices een negatief effect heeft op traditionele indices. Verhagen: 'Je zou misschien verwachten dat als er meer in duurzame etf's wordt belegd, dit ten koste gaat van geld dat naar een traditionele index vloeit. We hebben echter te maken met twee sterke bewegingen: de groei van duurzaam en die van indexbeleggen als geheel. De verschuiving van actief naar passief is nog lang

niet voorbij.' Er stroomt nog steeds veel beleggingsgeld naar de meest liquide, brede marketcap-gewogen indices', stelt ook Yang.

Duurzame index

De opkomst van duurzame indices als benchmark voor institutionele beleggers, zal er volgens Yang niet toe leiden dat traditionele indices aan de zijlijn staan. 'Een brede, traditionele index geeft nog steeds het mogelijke beleggingsuniversum weer van wereldwijde beleggers. Dat verandert niet. Je kunt daarna allerlei door ESG ingegeven beperkingen voor de portefeuille doorvoeren, maar je wilt als referentie nog steeds weten wat de brede markt heeft gedaan. Je ziet dan als het ware de impact van de beslissing om duurzamer te beleggen. Een duurzame index is vervolgens een uitstekende graadmeter voor de eigen ESG-skills, ook als verantwoording naar stakeholders. Consultants gebruiken tegenwoordig beide typen graadmeters als ze een assetmanager evalueren. ■

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

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.

JAGEN OP PREMIE VAN ILLIQUIDITEIT

'SEARCH FOR YIELD' VERENIGT INSTITUTIONELE BELEGGERERS

ASSETALLOCATIE

Illiquide beleggingen blijven onverminderd populair bij pensioenfondsen. Maar hoe verstandig is het om te beleggen in een sector die consolideert? Want geforceerde verkoop doet pijn.

TEKST YVONNE SCHREUDER

Met de aankondiging van het opkoopprogramma in 2014 drukte de ECB een stempel op de financiële markten. De combinatie met zeer lage rentes zorgt ervoor dat de liquiditeit en het verwachte rendement van liquide obligaties fors onder druk staan. Tel daarbij op dat banken en verzekeraars onder invloed van Europese regelgeving zich deels terug hebben getrokken uit de financieringsmarkt. Wat er dan ontstaat is een gat in financieringsbehoefte van zowel consumenten, bedrijven als lagere overheden.

Een gat waar Nederlandse pensioenfondsen in gesprongen zijn. Uit cijfers van DNB blijkt dat zij tussen 2014 en 2018 meer zijn gaan beleggen in illiquide beleggingscategorieën. Ten opzichte van het totale belegde vermogen steeg de allocatie



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

van 14,8% naar 16,5%. En volgens Cees Harm van den Berg, senior investment consultant bij Willis Towers Watson, blijven illiquide beleggingen belangrijk, zolang de ECB actief is in de liquide markt.

Een van de belangrijkste overwegingen om te beleggen in illiquide beleggingen is de compensatie voor illiquiditeit, de zogenaamde illiqui-

diteitspremie. Hoewel uit cijfers van Willis Towers Watson blijkt dat de premie sinds de kredietcrisis daalt en dat deze momenteel onder de 'fair value indicatie' ligt, houdt de vraag naar illiquide beleggingen aan.

De illiquiditeitspremie-index van Willis Towers Watson wordt berekend aan de hand van het volledige spectrum van illiquide beleggingen,

dat loopt van onderhandse leningen en hypotheek tot infrastructuur en vastgoed. Van de verwachte illiquiditeitspremie van alle categorieën wordt het gemiddelde berekend. 'Over de gehele lijn zien we dat door de liquiditeit die de ECB de markt in heeft gepompt, de premie fors is gedaald. De onderliggende cijfers van de verschillende categorieën verschillen echter flink. Zo zijn de marges voor direct lending in de VS bijvoorbeeld flinterdun, maar dit geldt niet voor alle categorieën', legt Van den Berg uit.

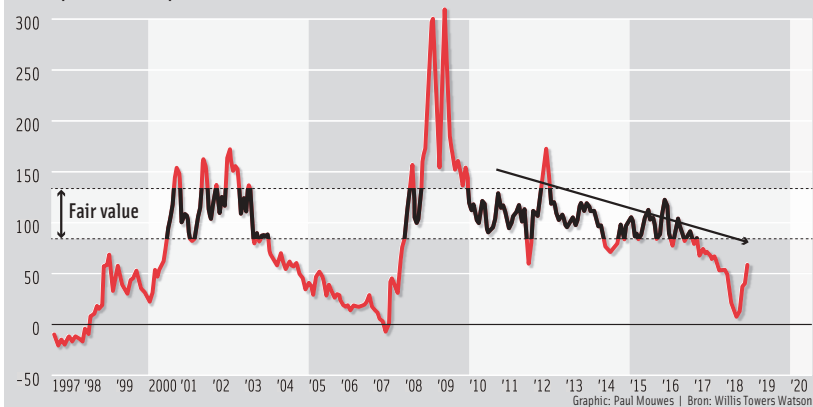
'Mits in lijn met het algehele risico-rendementsprofiel dan zijn wij van mening dat een allocatie naar illiquide beleggingen toegevoegde waarde heeft. Vanuit een rendementsperspectief en omdat het toegang geeft tot assets die in liquide markten niet beschikbaar zijn. Denk bijvoorbeeld aan infrastructuur, wind- en zonne-energie, netwerken, bruggen en wegen', bepleit Tony Tiller, hoofd Investment Solutions Benelux bij Mercer. 'Er zijn partijen die zich naar ons idee te veel focussen op liquiditeit terwijl dat helemaal niet nodig is, "liquidity fetish" wordt het wel genoemd in sommige onderzoeken.'

Toch wordt ook regelmatig gewezen op keerzijde van liquiditeitsrisico. De crisis is dan wel een tijd geleden, het effect van een forse marktschok op illiquide beleggingen kunnen veel beleggers zich nog

HOEVEEL ILLIQUIDITEIT KAN EEN PORTEFEUILLE AAN?

Weinig binnen de lijntjes

De illiquiditeitsrisicopremie-index sinds 1997



herinneren. En wat te denken van de ontwikkelingen in het licht van de consolidatie in de sector? Geforceerde verkoop van illiquide beleggingen gaat doorgaans gepaard met een hoop pijn.

Marktschok

Het verleden biedt geen garanties voor de toekomst, maar wel belangrijke lessen voor de toekomst. Zo werd de keerzijde van illiquiditeit in de kredietcrisis in 2008 erg duidelijk. Waar van oudsher minder volatilität als positief kenmerk werd benoemd, bleek dit voor pensioenfondsen met veel illiquide beleggingen anders in elkaar te steken.

'Er is geen doorlopende waardering voor dit type beleggingen. Dit wordt soms omschreven als een lagere volatilität, maar dat klopt niet. Dat de prijs niet verandert, heeft te maken met het feit dat de prijsvorming niet efficiënt is', legt Lennart Wijnand, strategisch risk advisor bij Cardano, uit. Helemaal nadelig ziet Michel Iglesias del Sol, hoofd Investment Strategy bij Kempen Capital Management, het ook niet: 'Boekhoudkundig heeft het wel voordelen. In 2008-2009 bleven de koersen van illiquide beleggingen redelijk liggen. Je ziet vaak dat er enige vertraging optreedt. Dat is qua demping in de financiële positie wel gunstig. Voor de dekkingsgraad kan het bijvoorbeeld het verschil betekenen tussen wel of niet korten.'

Uit onderzoek van Aegon Asset Management en TKP Investments blijkt dat voor veel pensioenfondsen

een grotere allocatie naar illiquide beleggingen niet tot liquiditeitsproblemen leidt. Sibrand Drijver, senior Investment Solutions Consultant bij Aegon Asset Management, onderwierp in zijn onderzoek een portefeuille aan aandelen-, rente- en kredietshokken. Het resultaat is een model dat helpt te bepalen welke omvang van een allocatie naar illiquide beleggingen passend is bij een gegeven beleid van een pensioenfonds.

'We zijn begonnen met die zuiverste vorm van liquiditeit. Hoe groot moet een marktschok zijn om ervoor te zorgen dat een pensioenfonds niet meer aan de verplichtingen kan voldoen, hetzij een pensioenuitkering, dan wel uit hoofde van derivatenposities die bepaalde risico's afdekken? De resultaten hiervan waren opmerkelijk. Er moesten wel hele extreme schokken plaatsvinden voordat dit het geval is.' Een pensioenfonds komt volgens Drijver al eerder in de problemen. Dat is namelijk het moment waarop het de beleggingsportefeuille niet meer in lijn kan brengen met de strategische assetallocatie. 'In deze fase kan het fonds nog wel aan zijn verplichtingen voldoen, maar de portefeuille is zodanig uit het lood geslagen dat het niet meer in lijn is te brengen met datgene wat initieel is beoogd. Als bestuurder kun je je dit niet permitteren, want hoe verantwoord je dit naar deelnemers en toezichthouder?'

Bij Cardano wordt naast de cijfermatige kant ook veel aandacht besteed aan de mentale voorbereiding. Zo is de zogenaamde pre-mortem

een vast onderdeel van het maken van de investment case. 'Je gaat als het ware vooruit in de tijd en stelt de vraag "wat kan er allemaal misgegaan zijn?" Stel je bent vijf jaar verder en je moet de belegging verkopen. Wat zouden hier redenen voor kunnen zijn? Dit dwingt om na te denken over de vraag of je die illiquiditeit aankunt. Past het binnen de risicobereidheid? En wordt het risico beloond zodat die mogelijke toekomstige negatieve effecten gedragen kunnen worden?', legt Wijnand uit.

Consolidatie

'Pensioenfondsen die binnen een jaar of vijf verwachten te stoppen, moeten beseffen dat ze hun illiquide beleggingen niet zonder meer kunnen overdragen aan een andere uitvoerder', zo waarschuwde Hedwig Peters, voorzitter van de Kring van Pensioenspecialisten, op het focuscongres van Pensioen Pro eerder dit jaar. De stelling van Peters komt niet uit de lucht vallen. Aan het einde van het eerste kwartaal van 2019 stonden er nog 230 fondsen onder toezicht bij DNB. Vorig jaar waren dit nog 247 fondsen. Sinds 2005 daalt het aantal pensioenfondsen zonder uitzondering ieder kwartaal.

Een veelgehoord argument voor de goede match tussen pensioenfondsen en illiquide beleggingen is de langetermijnhorizon, maar in hoeverre kunnen we daarvan nog spreken met de ontwikkelingen in de sector in ons achterhoofd? 'Dat is best lastig', antwoordt Iglesias del Sol. 'Er zijn pensioenfondsen die niet weten of ze over 5 jaar nog bestaan. Maar in hoeverre laat je het beleggingsbeleid daardoor beïnvloeden? Als de consequentie is dat je geen optimaal beleid kunt voeren dan is dat natuurlijk niet in het belang van de deelnemers.'

De consolidatie in de sector vol-

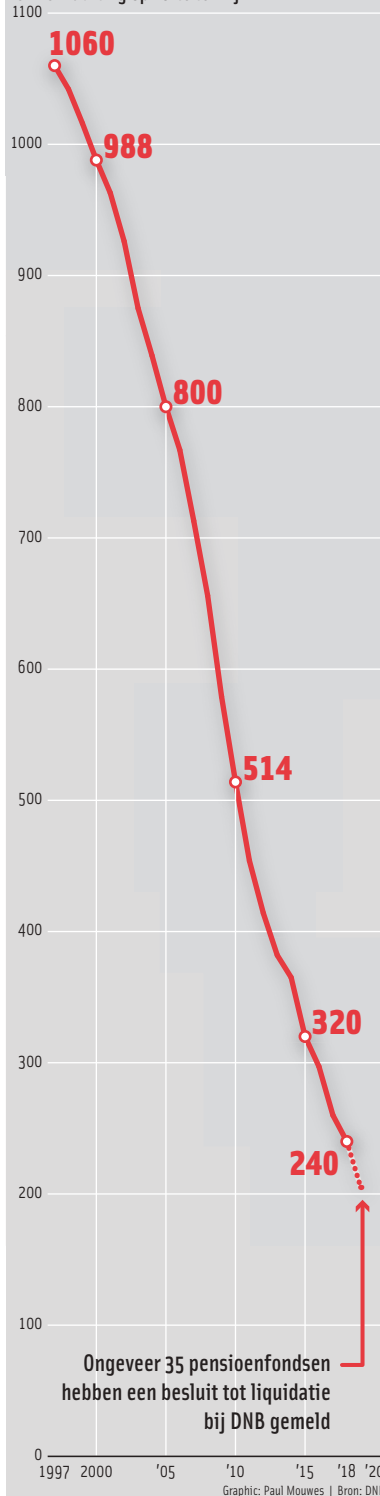
trekt zich op verschillende manieren. Fondsen fuseren of stappen over naar een andere uitvoerder. In de eerste variant denkt Iglesias del Sol dat illiquide beleggingen niet perse een probleem geven: 'Als een kleiner fonds aansluit bij een groter fonds kunnen ze die illiquide beleggingen over het algemeen wel meenemen. Het kan wel dat het grotere fonds uiteindelijk zegt dat het niet past bij de strategie en beslist om het in de loop van de tijd uit te laten lopen.' Van den Berg beaamt dit: 'Het probleem bij illiquide beleggingen is dat geforceerd verkopen lastig is. Je moet dan een tegenpartij vinden, die de participaties van je wil overnemen en dan kun je te maken krijgen met een forse afslag. In het geval van een fusie of overheveling proberen we liquide maken zoveel mogelijk te vermijden.'

In de regel lukt dat volgens Iglesias del Sol best goed: 'Het beleid verschilt natuurlijk per Algemeen Pensioenfonds (APF), maar ik denk dat er hier in het algemeen ook vrij flexibel mee om wordt gegaan.' Kempen is zelf ook fiduciair manager van een APF, Het Nederlandse pensioenfonds, en neemt illiquide beleggingen liever over dan geforceerd te verkopen. Iglesias del Sol geeft aan dat er naast het belang van de klant ook een commercieel belang meespeelt: 'Als je als APF tegen een nieuw pensioenfonds zegt dat ze pas welkom zijn als ze hun illiquide beleggingen – mogelijk tegen afbraakprijzen – verkopen, dan denk ik dat je jezelf daarmee wellicht buitenspel zet. Bovendien is het zo dat wanneer een pensioenfonds kiest voor een eigen kring dan is er natuurlijk een mogelijkheid om die beleggingen vast te houden.' ■

YVONNE SCHREUDER IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Een krimpsector

Aantal pensioenfondsen in Nederland, 1997-2018 en verwachting op korte termijn



TRANSFERS

OPMERKELIJKE SWITCH
VROONHOVEN

Merel van Vroonhoven stopt per 1 september als bestuursvoorzitter van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Ze gaat zich, naast bestuurlijke functies, richten op een carrière als leraar in het speciaal onderwijs. In een interview met het FD zegt ze: 'Ik kreeg steeds meer het gevoel dat ik in een bubbel leef.' De raad van toezicht is gestart met de procedure voor een opvolger.

VAN ZADELHOFF VER-
TREKT BIJ TRIODOS

Albert van Zadelhoff heeft na 13 jaar zijn functie als directeur private banking van Triodos Bank neergelegd. Hij is per 1 april officieel opgevolgd door zijn collega Jeroen Pels. Onder leiding van Zadelhoff is het beheerde vermogen verdertienvoudigd. **Jeroen Pels** (foto) die Zadelhoff als directeur private banking opvolgt, heeft zich de afgelopen drie jaar bij de duurzame bank beziggehouden met hypotheek. Daarvoor was hij actief bij Rabobank.

ROBECOSAM VERLIEST
TWEDE KOPSTUKKEN

Twee topmensen van RobecoSAM verlaten de succesvolle dochter van Robeco. Het gaat om **Daniel Wild** (foto) en **Marius Dorfmeister**. Zij stap-

pen over naar Credit Suisse, waar Wild de rol van global head ESG-strategie krijgt. Voor Dorfmeister geldt dat hij een belangrijke rol heeft gespeeld bij de distributie van RobecoSAM's producten en vaardigheden. Het tweetal blijft betrokken bij de overdracht van de werkzaamheden aan een opvolger.

STOLKER WORDT HOOFD
MANAGERSELECTIE

ABN Amro Investment Solutions heeft **Martin Stolker** (foto) benoemd tot hoofd manager selectie. Hij zal de analistentteams in Parijs en Amsterdam aansturen. Stolker volgt **Olivier Couvreur** op die in oktober vorig jaar na een dienstverband van vijftien jaar vertrok en nu hoofd is van het external equities department bij de Abu Dhabi Investment Authority. Hij maakt de overstap van AA Advisors, het onderdeel dat de bank adviseert over portefeuilles, fondsen en fiduciair management.

VAN DE WEELE VAN JANUS
NAAR ALLIANZ GI

Na twaalf jaar bij Janus Henderson stapt **Erik van de Weele** over naar Allianz Global Investors. De Duitse assetmanager heeft hem benoemd tot senior business development manager Benelux. Van de Weele versterkt het Benelux wholesales-team in Rotterdam en zal verslag uitbrengen uit Tim Soetens, hoofd business development voor deze regio.

KALSHOVEN VAN PGGM
NAAR APG

Charles Kalshoven is deze maand begonnen bij pensioenuitvoerder APG als senior strateeg. Hij komt bij PGGM vandaan waar hij bijna drie jaar de rol van senior beleggingsstrateeg vervulde. Kalshoven werkte eerder als econoom bij Shell, ING/Postbank, ABN Amro en het ministerie van VWS. Zijn specialisme ligt onder meer bij onderwerpen als de huizen- en arbeidsmarkt, globalisatie, vergrijzing en gezondheidszorg.

PLOUM LEIDT LIMBURG



Jos Ploum stapt van Rabobank over naar Hof Hoorneman Bankiers, waar hij aan de slag gaat als directeur Limburg. De nieuwe stap volgt na 29 jaar bij Rabobank, waar Ploum diverse functies heeft vervuld, laatstelijk als manager vermogensmanagement & private banking bij Rabobank Maastricht en omstreken.

HARLEMAN HOOFD
NIEUWE PRODUCTEN

David Harleman is benoemd tot hoofd productontwikkeling bij Triodos Investment Management. In deze nieuwe rol zal hij verantwoordelijk zijn voor het initiëren en ontwikkelen van nieuwe beleggingsfondsen voor de

'strategische impact investing thema's'. Harleman startte in 2011 bij Triodos IM als investment officer voor de 'inclusive finance'-fondsen. In 2015 werd hij regiomanager Latijns-Amerika en sinds 2018 was hij actief op het gebied van new business development en fondsmanagement.

HIP CAPITAL BREIDT UIT

HIP Capital, dat in het najaar van 2017 begon als vermogensadviseur in Den Bosch, opent een tweede kantoor in Venray, en heeft daarvoor twee beleggingsspecialisten aangetrokken. Het gaat om **Michel Beckers** en **Cees de Waal**. De Waal werkte tot 2018 als beleggingsspecialist bij Rabobank en eerder bij Van Lanschot Bankiers. Ook Beckers komt van Rabobank, en werkte eerder als senior beleggingsspecialist bij SNS Securities.

DE KLOE TERUG IN
NEDERLAND

Marc de Kloe is terug in Nederland. Het voormalig hoofd Alternatives & Funds bij ABN Amro heeft zich aangesloten bij Theta Capital Management. Bij de Nederlandse hedgefondsen specialist is hij benoemd tot partner. Het wordt onder meer zijn taak om het aanbod van Theta Capital verder te ontwikkelen. De Kloe was tot voor kort coo van Adamas Asset Management, een private creditmanager gevestigd in Hongkong. ■



FONDSEVENT

SAVE 30 SEPTEMBER 2019
PRODENTFABRIEK
AMERSFOORT

THE DATE

Op **maandag 30 september** organiseert Fondnieuws het Fondsevent. Fondsevent is het grootste, jaarlijks terugkerende kennis- en netwerkevent voor en door professionals in de beleggingsindustrie. Ook in deze 12e editie bieden wij u wederom een gevarieerd overzicht van de belangrijkste trends en ontwikkelingen van dit moment, en de manier waarop je hier als beleggingsprofessional op kunt inspelen. Topbeleggers, trendwatchers en andere eminente sprekers zorgen voor een dag vol kennis, inspiratie en interactie.

Schrijf u alvast in, wij houden u op de hoogte van het programma.

Fondsevent is gratis en bestemd voor beleggingsadviseurs, private bankers en vermogensbeheerders. Asset managers van concurrerende partijen zijn uitgesloten van deelname.

actiam

Allianz
Global Investors

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Invesco

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED.—

Kempen

NN Investment
partners

PICTET
Asset Management

ROBECO
The Investment Engineers

fondsNIEUWS **FONDSEVENT.NL**

ACTIVE MANAGEMENT IN PURSUIT OF ALPHA.

At PGIM, we believe investment strategies that seek only to mirror the benchmark leave too much opportunity on the table.

In our view, active management across asset classes is the way to identify and capture alpha.

For example, we see technology transforming every sector from energy to real estate to retail. The long-term winners will be those companies quickest to embrace innovation.

Around the world, our 1,100 investment professionals in 37 offices seek out such opportunities.¹

Professional investors can partner with PGIM to explore the investment implications of disruptive technology at [pgim.com](https://www.pgim.com)

All investments involve risks including possible loss of capital.



FIXED INCOME | EQUITIES | REAL ESTATE | ALTERNATIVES | PRIVATE DEBT

Alpha indicates the performance, positive or negative, of an investment when compared against an appropriate standard, typically a group of investments known as a market index. This information is not intended as investment advice and is not a recommendation about managing or investing assets.

¹ Data as of 12/31/18.

© 2019 Prudential Financial, Inc. (PFI) and its related entities. PGIM, Inc. is the principal asset management business of PFI and is a registered investment adviser with the US Securities and Exchange Commission. PGIM is a trading name of PGIM, Inc. and its global subsidiaries and affiliates. In the United Kingdom and various other European jurisdictions information is issued by PGIM Limited, an indirect subsidiary of PGIM, Inc. PGIM Limited (registered office: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom (registration number 193418) and duly passported in various jurisdictions in the EEA. These materials are issued to persons who are professional clients or eligible counterparties as defined in Directive 2014/65/EU (MiFID II), investing for their own account, for fund of funds, or discretionary clients.

PFI of the United States is not affiliated with Prudential plc, a company incorporated in the United Kingdom. The PGIM logo and the Rock symbol are service marks of PFI and its related entities, registered in many jurisdictions worldwide. 19/3 - 1091

TECH-XNR