



## MARKT TELT AF VOOR EINDSPEL

CENTRALE BANKEN PASSEN HUN BELEID AAN

PAGINA 6-9

**AANDELENMARKT KAN DE  
RENTEKLAP OPVANGEN**  
PAGINA 36-37

**HET BANKROET VAN LEHMAN,  
EEN RECONSTRUCTIE**  
PAGINA 22-25

**THEMA: DE STILLE REVOLUTIE  
VAN EU-RICHTLIJN MIFID II**  
PAGINA 41-51

Comgest's grootste beleggingsfondsen<sup>1</sup> zijn volgens Trucost<sup>2</sup>  
**60% minder koolstofintensief**  
dan vergelijkbare MSCI indices

**LANGE TERMIJN**

**GEDISCIPLINEERD**

**ONAFHANKELIJK**

**INTERNATIONAAL**

**WWW.COMGEST.NL**



**Uitsluitend bestemd voor professionele beleggers**

1. Deze studie heeft betrekking op Comgest's Global Equity, Global Emerging Markets Equity en Pan-European Equity strategieën die beschikbaar zijn in de vorm van UCITS beleggingsinstrumenten.

2. Bron: Trucost, tCO<sub>2</sub>e per € miljoen belegd, peildatum 31/12/2016 (Comgest Global Equity: 62% minder koolstofintensief dan MSCI AC World / Global Emerging Markets Equity: 73% minder koolstofintensief dan MSCI Emerging Markets / Pan-European Equity: 61% minder koolstofintensief dan MSCI Europe).

## VOORWOORD

**D**e wittebroodsweken rond de begin dit jaar aangetreden Amerikaanse president Donald Trump hebben met een winst dit jaar van de S&P van bijna 10% lang geduurd. Maar nu lijkt door de opeenstapeling van kleine en grote crises de rek eruit. Veel tegendraadse beleggers in de Verenigde Staten, vooral te vinden onder hedgefondsmanagers, maken zich zorgen over de hoge waarderingen. Het is een zorg die gedeeld wordt door beleggingsspecialisten aan deze kant van de Atlantische Oceaan, zoals onder meer blijkt uit enkele bijdragen aan dit magazine.

Hoewel de wereldeconomie robuust is en economen positief zijn over de komende twaalf tot achttien maanden, zijn er ook zorgen op te tekenen. Een daarvan is het beleid van centrale banken. Zij bereiden zich voor op een omkering van de monetair cyclus, met stijgende rente, een afbouw van het opkoopprogramma en afbouw van de fors gestegen balansen van de centrale banken. De Europese Centrale Bank komt voorlopig nog niet toe aan een dergelijke afbouw, maar de Federal Reserve zou er binnen afzienbare tijd aan kunnen beginnen. De Fed stelt dat het effect daarvan op de markten beperkt is, maar dat wordt betwijfeld. Zo wijzen rente- en obligatiespecialisten erop dat centrale bankiers indertijd zeiden dat het beleid van kwantitatieve verruiming een groot effect zou hebben op de markten, zodat dat volgens hen ook geldt voor het tegenovergestelde beleid.

De langeretermijnzorg van economen en beleggers betreft de schuldenberg, die in de afgelopen tien jaar wereldwijd zelfs is verdubbeld; de wereld is verslaafd aan de lange rente en aan de goedkope schuldfinanciering. Het is onbekend hoe de markt reageert als de rente gaat stijgen. Zijn er dan schokken te verwachten op de aandelen- en kredietmarkten? Marktexperts waarschuwen dat dit risico aanwezig is.

Behalve het monetaire beleid, houdt ook de EU-richtlijn Mifid II, die per 2018 van kracht wordt, de gemoederen bezig. Financiële dienstverleners zijn al maanden bezig met de voorbereiding, die hoge eisen stelt aan compliance en transparantie, aan vakbekwaamheid van medewerkers en aan de 'governance' van producten. Er wordt op gewezen dat door Mifid II particuliere beleggers beter beschermd worden. Dat zou pure winst zijn. Daar staat tegenover dat door de complexiteit en de veelheid van de Mifid-regels financiële dienstverleners een terugtrekkende beweging zouden kunnen maken. Dat gebeurt in de praktijk ook. Sommige vermogensbeheerders stoppen hun dienstverlening geheel of gedeeltelijk, terwijl er banken zijn die hun klanten uitsluitend nog vermogensbeheer aanbieden en — in het licht van de risico's — de handen aftrekken van advies. Wat dat betreft ligt met Mifid II ook de vraag voor of met de scherpe reactie van toezichhouders en regelgevers op de kredietcrisis van 2007-2008 het kind niet met het badwater wordt weggegooid. Vriend en vijand zijn het erover eens dat dat nooit de bedoeling kan zijn geweest.

## DE OMKERING VAN DE MONETAIRE CYCLUS WEKT NERVOSITEIT

**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**

Tineke Hoogenboom

**Aan deze editie werkten verder mee**

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Patrick Beijersbergen, Jeroen Boogaard, Jorge Groen, Bruno de Haas, Paul van der Kwast, Iris van de Looij, Harm Luttikhedde, Paul Mouwes, Barbara Nieuwenhuijsen, Auke Plantinga.

**Sales**

Thijs Pessers (pessers@fdmediagroep.nl)

**Contact**

redactie@fondsnieuws.nl

## ABONNEMENTEN

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

## FONDSNIEUWS

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

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

Het volgende magazine verschijnt op 1 november 2017.



## INHOUD



# MARKT KLAAR VOOR EINDSPEL

PAGINA 6-9

HOLLANDSE HOOGTE

## OLIE KAN DE COME BACK KID WORDEN

De olieprijs staan onder druk en daarmee energie-aandelen, maar de orkanen in de Mexicaanse Golf hebben de prijsontwikkeling weer in het hart van het debat geplaatst.

PAGINA 10-11



## HOE DE ELITE HET VOLK VERGAT

De globalisering is veel te ver doorgeschoten, waardoor de elite de burgers heeft verontachtzaamd. We hebben meer solidariteit nodig, zegt Dani Rodrik.

PAGINA 14-15



## DE WIND MAAKTE LEHMAN RIJK

De Lehman Notes waren de kapitaalstofzuiger van Lehman Brothers. Twee curatoren gingen met succes de strijd voor beleggers aan. Een reconstructie.

PAGINA 22-25



## EN VERDER

### BELEGGER BLIJFT DANSEN TOT DE MUZIEK STOPT

Centrale banken hebben de markt overgenomen. Beleggers blijven dansen — totdat de muziek stopt.

PAGINA 34-35

### SECTOR ZWIJGZAAM OVER GEBRUIK BLOCKCHAIN

Blockchain komt, maar hoe? Duidelijk is wel dat tussenpersonen het kind van de rekening kunnen zijn.

PAGINA 38-39

### DE DEELECONOMIE: HOE PROFITEER JE ERVAN?

Dankzij digitalisering wordt de deeleconomie een megatrend. Hoe profiteer je er als belegger van?

PAGINA 30-31

### THEMA: MIFID BEOOGT KLANT TE BESCHERMEN

De Europese richtlijn Mifid II stelt hoge eisen aan de dienstverlening. Wordt de klant er ook beter van?

PAGINA 41-51

## RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN .....	13
POST UIT .....	19
COLUMNS.....	27/51
INTERVIEW .....	16-17
VERMOGENSREGIE.....	20-21
THEMA.....	41-51

# SMART BETA IS INCREASINGLY BECOMING A CORE PORTFOLIO STRATEGY

Given the current context, yield-starved institutional investors are turning towards riskier assets while still seeking to limit potential drawdown. By definition such asset classes tend to be more volatile and more risky than bonds. Smart Beta, however, could provide an appropriate solution for investors juggling these different constraints.

A Smart Beta approach aims to increase diversification and to improve risk management, whilst seeking to capture new sources of performance. Today, at Amundi we consider two major families. The first is made up of approaches that focus on efficient risk management. These include diversification and “minimum variance” strategies, which aim to construct portfolios to minimize drawdowns.

The second is made up of factor-based strategies, which involves structuring a portfolio to take advantage of risk premia. Each of these factors can be implemented alone or as part of a multi-factor strategy. We believe allocation between factors must be risk-based to better address new market regimes and ensure diversification.

These approaches are currently quite popular with institutional investors. Initially used as a satellite to complement more traditional strategies, they have enjoyed a reverse trend over recent years. More and more investors are choosing to consider them as core to the portfolio, and to complement them with riskier satellite strategies in order to capture a potential short-term performance. This attractiveness is compounded by the fact that Smart Beta solutions can be easily customised to take into account the specific requirements of each investor. Of course, this shift relies on asset managers having the necessary skills and size for core portfolio management; and thus are able to manage large volumes without compromising risk control or performance.



**3 QUESTIONS TO GERT-JAN VERHAGEN,**  
Head of Amundi ETF,  
Indexing & Smart  
Beta Sales, Benelux

## Can you tell us about Smart Beta at Amundi?

We manage over €12bn<sup>1</sup> in Smart Beta, covering both solutions based on efficient risk management and on factor investing. These solutions are available under passive (index-based or ETF) and active management. Our Smart Beta teams also leverage Amundi’s other resources, such as our extensive quantitative research and ESG (Environmental, Social and Governance) capabilities. This allows us to build customised products for our clients, one of Amundi’s key strengths. Source: Amundi as of 31/08/2017

## Could you give an example of a customised approach?

Amundi seeks to be a partner for investors. We like to be involved in the development process quite early on in order to be able to provide solutions and advice best suited to investors particular needs and constraints. For example, we can carry out a factor analysis of a portfolio so as to identify if there is a bias towards one of the factors and then possibly suggest diversification. We have also developed a number of solutions that combine our Smart Beta approach with ESG analysis or portfolio decarbonisation.

## Do you also offer solutions which take into account regulatory constraints?

Institutional investors tend to express a keen interest in solutions that help lowering the cost of capital. This can be done by using option strategies or by offering a capital guarantee, an area in which Amundi has great expertise. Smart Beta solutions are suited to this because they make it possible, by construction, to absorb market downturns and thus to frame hedging costs.

**For Professional Investors Only.** Not to be relied upon by retail investors.

Promotional and non-contractual information should not be regarded as an investment advice or investment recommendation, a solicitation of an investment or an offer or a purchase. This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any “U.S. Person”, as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. The “US Person” definition is provided in the legal mentions of our website [www.amundi.com](http://www.amundi.com). Information considered accurate as of 08/2017. The exactness, exhaustiveness or relevance of the information, the prevision and analysis provided is not guaranteed. It is based on sources considered as reliable and may change without prior notice. It is inevitably partial, provided based on market data stated at a particular moment and is subject to change without prior notice. Financial promotion issued by Amundi Asset Management, with a share capital of EUR 1 086 262 605 and Registered office at : 90 boulevard Pasteur 75015 Paris France - 437 574 452 RCS Paris - which is authorised by the AMF under number GP04000036.



JANETYELLEN EN MARIO DRAGHI FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

# DE MARKT TELT AF VOOR HET EINDSPEL

## WAT IS HET EFFECT VAN BALANSREDUCTIE OP EFFECTEN?

COVER STORY

De centrale banken Fed en ECB maken zich op voor een nieuwe monetaire fase: stopzetting van het opkoopbeleid, hogere rente en balansafbouw. Kan de markt dat aan? Fondsnieuws peilde de stemming onder ECB-watchers.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**D**aar zaten ze: Dorothy en Toto, naast elkaar voor de traditionele fotosessie. Een beetje ongemakkelijk, gesticulerend omwille van het beeld, maar innerlijk niet zonder twijfels. Hoe komen ze uit dit magische, behekste land van Oz, waar ze door een orkaan in beland zijn? Het is er vol klippen en verraderlijke stromingen, die het uiterste van hun stuurmanskunst, hun intelligentie en hun uithoudingsvermogen vragen. Ze weten dat het eindspel aanstaande is: dat is het bezoek aan het onheilspellende kasteel waar de grote tovenaars woont, de tovenaars van Oz.

Dorothy en Toto zijn twee van de hoofdpersonen in de gelijknamige musical en kunnen gemakkelijk doorgaan voor Janet Yellen en Mario Draghi. De twee centrale bankiers, zijn net als Dorothy en Toto, in een land van Oz beland. Het is de surrealistische wereld van ná de kredietcrisis,

die in schril contrast staat met de zogenoemde 'Great Moderation', de periode van midden jaren negentig toen alom gedacht werd dat centrale banken de heilige graal hadden gevonden van een volmaakt evenwicht. Maar het antwoord waartoe de twee centrale banken, Federal Reserve en Europese Centrale Bank (ECB), maar ook de Bank of Japan en de Bank of England, zich door de kredietcrisis genoodzaakt voelden, tart de financiële markten. Niets van wat economen, analisten en beleggers tijdens hun studies hebben geleerd doet nog opgang. Het overtreft de verbeeldingskracht van de mensen, zoals het beleid van kwantitatieve verrui-

### LAND VAN OZ, EEN TERRA INCOGNITA VOOR FED EN ECB

ming. 'Vroeger was je gefocust op inflatie en andere macro-economische cijfers, en op het functioneren van de markt, maar nu is iedereen gebiologeerd door centrale banken als de ECB, die met zijn opkoopbeleid de grootste speler in de markt is geworden', zegt Sandor Steverink, hoofd Treasuries en Inflation Linked van APG Asset Management.

### Phillips-curve

Vanaf de winter van 2008 zijn we allemaal wakker geworden in een nieuwe werkelijkheid: het magische land van Oz, waar de rente naar nul is teruggebracht, waar de geldpersen non-stop draaien en waar maandelijks tot wel €80 mrd aan schuld papier uit de markt is gehaald. En nu wordt daar een nieuw, raadselachtig fenomeen aan toegevoegd: de beroemde Phillips-curve werkt niet meer.

Deze curve, genoemd naar de bedenker ervan, de Nieuw-Zeelandse econoom William Phillips, zegt dat er een stabiele, inverse relatie is tussen werkloosheid en inflatie. Neemt de eerste af, dan stijgt de tweede.



Voor centrale bankiers was die wetmatigheid altijd een belangrijk kompas voor beleid.

Voor de Federal Reserve is zowel inflatie als werkgelegenheid altijd een van de belangrijkste doelstellingen van zijn beleid geweest. Maar hoewel de werkloosheid daalt, neemt de inflatie niet wezenlijk toe, terwijl een rechtvaardiging van het beleid van kwantitatieve verruiming (QE) nu juist altijd het aanwakkeren van inflatie is geweest.

'Het doet de vraag rijzen of de samenstelling van het onderliggende mandje waarop men het inflatiecijfer baseert nog wel klopt. Door belangrijke technologische ontwikkelingen, zoals digitalisering, zijn Q en P (hoeveelheid en prijs, red.) steeds minder goed uit elkaar te halen', zegt Steve-rink. Hij wijst er bijvoorbeeld op dat nieuwe initiatieven zoals AirBnB en Uber, die een belangrijke impact hebben op huisvesting en vervoer, in het indexcijfer zouden moeten worden verwerkt.

De ECB heeft tijdens de vergadering van het beleidsbepalend comité in juli lang bij de gebroken relatie tussen inflatie en werkloosheid stilgestaan. Volgens de gepubliceerde notulen van de vergadering denkt men dat de verklaring daarvoor gevonden moet worden bij veranderende arbeidsmarkten en loononderhandelingen en inhoudelijk anders samengestelde arbeidscontracten.

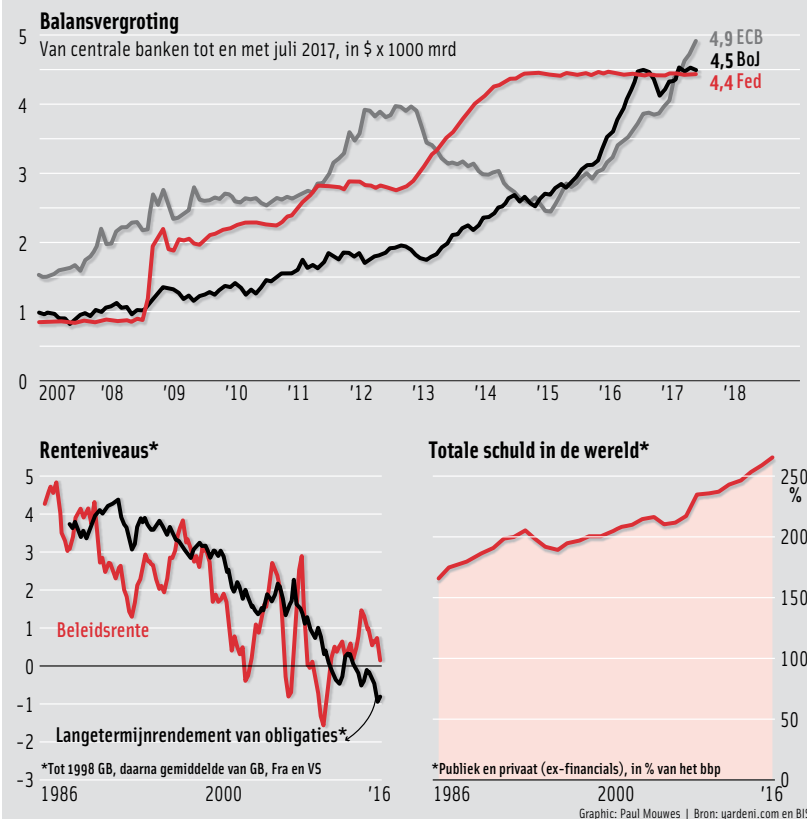
Andere experts, zoals obligatiestrateg Bastien Drut van Amundi Asset Management, noemen ook vergrijzing, globalisering en nieuwe technologieën als verklaring voor het feit dat de Phillips-curve niet langer 'zijn werk doet'.

### 'Draghi is slechte econoom'

Recentelijk heeft de ECB zijn inflatieramingen voor de komende jaren naar beneden bijgesteld, tot ruim

## Disruptie door centrale banken

Balanstotalen, renteniveaus en totale schuld



onder de 2%. De inflatiedoelstelling is echter ongewijzigd gebleven. Voormalig Robeco-strateg Jaap van Duijn zei eerder in een interview dat het onophoudelijk tamboereren op het deflatierisico door Draghi, bewijst dat de ECB-president 'een slechte econoom is, die verkeerde theorieën aanhangt en

## 'ESSENTIEEL IS HOE MARIO DRAGHI TOT DE MARKT SPREEKT'

verkeerde instrumenten inzet, en daardoor verkeerde resultaten bereikt'. Volgens van Duijn zijn dalende prijzen juist goed voor consumenten, omdat ze producten goedkoper maken. 'Wees dan eerlijk en zeg dan: de schulden van lidstaten als Italië moeten omlaag en daarom moet de inflatie omhoog.' Volgens de voormalige Robeco-strateg is Draghi geen onafhankelijke hoeder van de euro.

Jaap van Duijn is een van de uitgesproken tegenstanders van het huidige ECB-beleid, maar hij is niet de enige. Ook voormalige directieleden van DNB, zoals Lex Hoogduin en Nout Wellink, zijn uiterst kritisch. Zo heeft de laatste in een gesprek met belegger en voormalig journalist Willem Middelkoop ge-



zegd dat de ECB zich gedraagt als een kamikazepiloot voor 'wie het doel alle middelen heiligt, maar de schade die hij daarmee aanricht is disproportioneel'.

Wellink is het met Hoogduin eens dat de ECB de integriteit van het financiële stelsel aantast' en dat een 'point of no return' wordt bereikt — een waarschuwing die ook al langer van de Bank for International Settlements (BIS) komt en dan met name van zijn gezaghebbende hoofdeconoom Claudio Borio. Hij hield, indirect, de ECB eerder deze zomer voor dat 'we goed moeten nadenken over de fundamentele uitgangspunten van ons beleid, omdat de wereld er wel eens anders uit kan zien dan wij denken'.

Het is die onzekerheid die ook aan centrale bankiers knaagt. Men heeft met het opkoopprogramma de bazooka ingezet, maar nu moet de afgeschoten, maar niet afgegane munitie worden geruimd. Dat is wat 'het eindspel' kan worden genoemd, zeg maar het eerder gememoreerde, onheilspellende bezoek aan de Wizard of Oz.

## De nooduitgang

De Federal Reserve wordt niet moe te herhalen dat het afbouwen van de met opgekocht schuld papier volgestouwde balansen te saai is om er aandacht aan te besteden. Bettina Mueller van het macroteam van Deutsche Asset Management ziet wel risico's, maar denkt dat de centrale banken inderdaad in staat moeten worden geacht deze balansen op een geordende wijze, zonder buitensporig markteffect, af te bouwen.

Anderen, zoals Steverink van APG AM, zijn kritischer. Hij wijst erop dat bijvoorbeeld de Fed, die zegt binnen afzienbare tijd met het reduceren van zijn \$4500 mrd grote balans te beginnen, het geld dat

nu vrijkomt door het aflopen van gekocht schuld papier nog steeds wordt gebruikt voor nieuwe aankopen. 'Men heeft altijd gezegd dat het effect van QE op de markten groot was, dan is het logisch dat het stoppen ermee ook een groot effect zal sorteren.'

Banken en assetmanagers, verenigd in de Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC), die de Amerikaanse regering adviseren, waarschuwden recentelijk dat een scenario denkbaar is waarin het staartrisiko van een kleine rentestijging een grote impact heeft op de risicopremies. TBAC vreest vooral dat aandelen en credits, door het weggeven van het stimuleringsbeleid, onderuitgaan.

Yellen en haar collega-bankiers weten niet goed hoe ze ontkomen uit het land van Oz, dat een volstrekt terra incognita voor beleidsmakers en beleggers is. Fiscale stimulering of grootschalige investeringen, zoals president Trump beoogt, als alternatief voor de monetaire stimulering, zou een oplossing kunnen zijn. Maar de politieke speelruimte daarvoor is minimaal, omdat de staatsschulden — mede door de kredietcrisis — zijn geëxplodeerd. Loonstijgingen zijn ook een optie, maar lijken door het vergevorderde globaliseringsproces onhaalbaar, zoals ook uit de stagnerende inkomensontwikkeling blijkt. Dit drukt inflatie, en dus rente, wat maakt dat centrale banken amper nog munitie in huis hebben om de volgende crisis — bijvoorbeeld die van explosief opgelopen schulden — het hoofd te bieden.

Ook binnen de ECB maakt men zich zorgen over de schuldaccumulatie in de wereld, wat beleidsmakers trachten te pareren met hogere kapitaal eisen voor banken en striktere regels voor huishoudens, bijvoorbeeld voor hypotheken in Neder-

## HET FONDSEVENT

Het antwoord van beleidsmakers en centrale bankiers op de kredietcrisis, en de hypotheek die dat op de toekomst legt, komt ook aan de orde in de bijdrage van econoom Bas Jacobs aan het Fondsevent, dat 25 september zijn 10de editie viert. Meer informatie vindt u op [www.fondsevent.nl](http://www.fondsevent.nl)

land. Afbouw van de schuldenberg is een langetermijndoel. Daarnaast, zo zeggen ECB-watchers, hangt een succesvolle ontsnapping uit het land van Oz vooral af van de effectiviteit van het communicatiebeleid van de centrale banken, omdat de markten 'forward looking' zijn. 'Communicatie heeft meer effect dan de inhoud van het beleid', zegt een bron. Draghi zal — zo is de verwachting in de markt — dan ook duidelijk maken dat het opkoopbeleid volgend jaar wordt gestopt, dat een getrapte, stijgende rente het doel is en dat op termijn men ook begint aan het afbouwen van de balans, zo verwachten Mueller van Deutsche AM en Drut van Amundi AM.

Marktexperts denken dat als Draghi goed en helder communiceert, dit voorgenomen beleid geleidelijk in de marktprijzen kan worden verwerkt en de schokken van die gewijzigde monetaire cyclus beperkt zullen zijn. Als die inschatting bewaarheid wordt, dan zullen Dorothy en Toto op enig moment de nooduitgang uit het land van Oz vinden en terug kunnen keren naar de hun vertrouwde wereld van vóór 2008. ■

# OLIE: BYE BYE BOOM BUST?

## ENERGIESPECIALISTEN BREKEN ZICH HOOFD OVER PRIJS

BELEGGEN

Draaien het Klimaatakkoord van Parijs, de elektrische auto en duurzame energietransitie de traditionele boom-bustcyclus van olie de nek om? 'De markt is blind is voor argumenten voor een hogere prijs.'

TEKST JORGE GROEN

**E**r was een orkaan nodig om de oliemarkt wakker te schudden. Orkaan Harvey scheerde langs de Amerikaanse kust en legde een kwart van de olie- en gasproductie stil in de Golf van Mexico, en meer dan 10% van de Amerikaanse raffinagecapaciteit. 'Voor het eerst in lange tijd gaat het weer over de vraagzijde', zegt energie-econoom Hans van Cleef van ABN Amro. 'Hiervoor ging alle aandacht uit naar de Amerikaanse olievoorraden en Opec, oftewel de aanbodzijde.'

Of de omslag energiebeleggers van een rampzalig jaar zal verlossen, is de vraag. De MSCI World Energy Index is met -7,71% in Amerikaanse dollars (-19% in euro) de slechtst presterende index gemeten over de eerste acht maanden van het jaar, waarin de prijs van Brent bijna 8% daalde en die van WTI 12%. Beleggingsfondsen in energie(aandelen) laten dubbelcijferige negatieve rendementen zien, terwijl in het speculatievare gedeelte van de markt de eerste slachtoffers zijn gevallen. Andy Hall, een oliehandelaar met de bijnaam God, trok de stekker uit zijn

belangrijkste hedgefonds, dat in de eerste jaarhelft flink onderuitging.

William Amzand, manager van het Threadneedle Enhanced Commodities Fund, raadt op korte termijn olie als belegging niet aan. Dankzij Harvey zal de olieprijs de komende drie tot zes maanden neerwaartse druk blijven voelen. 'De orkaan heeft een deel van de vraag vernietigd. Doordat veel raffinaderijen moesten sluiten, zijn prijzen van olieproducten zoals benzine en stookolie gestegen, maar WTI is gedaald doordat de olievoorraden stegen omdat er minder afnemers waren. Ik waag mij niet aan een voorspelling van de olieprijs op lange termijn.'

Het marktsentiment is zo overdreven negatief dat beleggers blind zijn voor argumenten voor hogere prijzen, zegt Van Cleef. Terwijl die er

wel degelijk zijn. De mondiale olie-vraag groeit sneller dan verwacht, stelde het Internationaal Energieagentschap (IEA) in een rapport dat waarschuwt voor mogelijk flinke prijsstijgingen na 2020 als gevolg van onderinvesteringen. Olie- en gasconcerns plukken alleen laaghangend fruit, gelet op het geringe aantal nieuwe projecten, terwijl de vraag volgend jaar voor het eerst boven de honderd miljoen vaten per dag zal uitkomen. Vooral de grootste oliemarkt van de wereld Azië heeft grote honger naar het zwarte goud.

'Vorig jaar was de MSCI World Energy Index de best presterende sector toen de olieprijs na het Opec-akkoord over een productiebeperking van dertig tot boven de vijftig dollar steeg. Daardoor waren begin dit jaar de verwachtingen hoog. Nu is het sentiment sterk negatief, gelet op shortposities in energieaandelen. Ik zie echter mogelijkheden voor de sector het beter te doen dan de markt doordat waarderingen verbeterd zijn ten opzichte van begin dit jaar, en energieaandelen goedkoop zijn ten opzichte van de brede markt', zegt portfoliomanager Pieter Schop van het NN Energy Fund, waarin geïntegreerde olie- en gasconcerns als Shell, Total en BP de hoofdmoot van de portefeuille vormen.

**'ENERGIE-  
AANDELEN  
ZIJN JUIST EEN  
KANS VOOR  
BELEGGER'S'**



OLIERAFFINADERIJ IN HOUSTON ONDER WATER FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

Van Cleef bekruipt momenteel hetzelfde gevoel als in 2014, toen al vier jaar lang ruim \$100 per vat werd betaald, en analisten zeiden niet meer te verwachten dat de olieprijs onder de \$100 zou duiken. Nu wordt er geroepen dat olie nooit meer boven de \$55 per vat zal uitkomen. De energie-econoom zegt echter niet verbaasd te zijn als in de nabije toekomst de hogere Amerikaanse olieproductie de mondiale vraag niet kan bijbenen, en de Opec moet bijspringen om geen tekorten te laten ontstaan. 'Wij gaan uit van \$75 voor een vat Brent-olie in 2019. Voorraden zijn snel op- en afgebouwd, en zodra de markt op tekorten anticipeert, slaat het om.'

Het gros van de beleggers rekt op een toekomstige olieprijs van tussen de \$45 en \$55. De future voor levering van Brent-olie in 2020 wordt eind augustus voor bijna \$55 verhandeld, die voor WTI voor \$50. Hedgefondsmanager Pierre Andurand zei in augustus in de Financial Times echter te rekenen op een terugkeer naar \$100 het vat in

2020. Prijzen hebben volgen hem altijd cyclisch bewogen, productiekosten zijn minder hard gedaald dan de industrie claimt en elektrische auto's hebben onvoldoende invloed op de vraag, die vooral wordt gedreven door vrachtvervoer, de petrochemie en luchtvaart. De Verenigde Staten halen bovendien niet voldoende schalieolie uit de grond om de stijgende vraag naar olie bij te benen.

### 'Enorm prijseffect mogelijk'

Andurand, goed voor een totaalrendement van 560% sinds 2008, krijgt bijval van David Tepper, de hedgefondsmanager die met succes longging op banken na de financiële crisis, beleggingsstrateeg Neil Dwane van Allianz Global Investors en strateeg Russ Koesterich van BlackRock, die allen recent energieaandelen bijkochten. Dwane die in 2019 het aanbod ziet dalen en de vraag stijgen, noemt de energiesector 'een kans voor beleggers'.

De opkomst van de elektrische auto, het Klimaatakkoord van Parijs, de duurzame energietransitie

en de schalieolierevolutie zullen de traditionele boom-bustcyclus van olie voorlopig niet de nek omdraaien, zegt Amzand. 'De komende tien tot dertig jaar zal de wereld afhankelijk zijn van olie. Vooral de transportsector gebruikt olie, elektrische vrachtboten of vliegtuigen bestaan nog niet. Het belang van de petrochemische industrie in de markt neemt toe voorzie ik. Wij kunnen nog niet zonder plastic. Dat zorgt voor nieuwe balans in de oliemarkt, die prijzen kan opdrijven. Het gaat altijd om "the marginal barrel", de kosten om dat extra vat olie te produceren als de vraag stijgt.'

Amzand weerspreekt de claim dat de energie-industrie minder efficiënt produceert dan zij zelf beweert. 'Toen de olieprijs vorig jaar naar \$30-\$40, daalde, hebben Amerikaanse schalieolieproducenten grootschalig technologie ingezet om efficiënter olie uit de grond te halen. Tegelijkertijd werden contracten voor diensten als transport en onderhoud heronderhandeld. De snelheid waarmee dat gebeurde, is een sterk staaltje Amerikaans kapitalisme, en leidde tot een deels blijvende verbetering.'

Schop denkt dat de boom-bustcyclus van olie zich nog meer laat gelden dan voorheen. De komende twee decennia stijgt de vraag naar olie nog, terwijl alternatieve energiebedrijven steeds meer marktaandeel afsnoepen van de olie- en gasconcerns. 'Deze bedrijven moeten in de komende drie decennia naast elkaar bestaan. De olieprijs is toch een afspiegeling van vraag en aanbod, die met negentig miljoen vaten per dag nu dicht bij elkaar liggen. Als maar iets verschuift in die dynamiek, heeft dat een enorm prijseffect.' ■





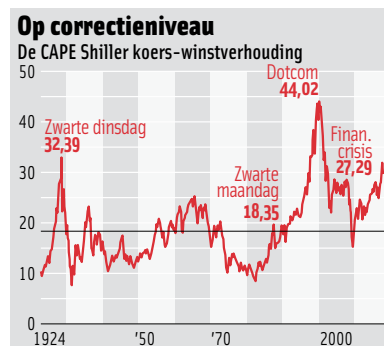
# DAG DES OORDEELS NABIJ?

## FAVORIETE GRAFIEKEN

De waarderingen zijn flink opgelopen. Komt 1929 in beeld, vraagt Jeroen Bijleveld van Blauwtulp zich in deze aflevering van de favoriete grafieken af.

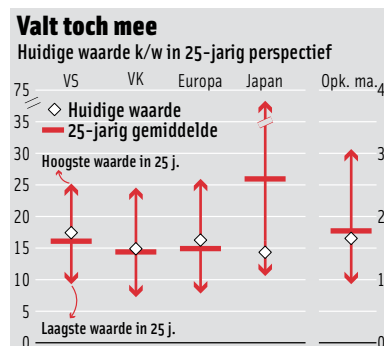
### De waarde van CAPE Shiller beweegt zich rond de 30

De CAPE Shiller-index meet de ratio tussen aandelenkoersen en het 10-jarige gemiddelde van de winsten gecorrigeerd voor inflatie. De index is berekend voor de aandelen van de S&P 500 en laat zien dat in de historie deze index beweegt rond een gemiddelde van ongeveer 17,6. Robert Shiller, de bedenker van de index, toonde aan dat hoge waarden in de CAPE-index, voorafgingen aan langere perioden van ondergemiddelde aandelenrendementen. Lagere waarden daarentegen werden gevolgd door perioden van bovengemiddelde rendementen. Zoals in de grafiek te zien is, heeft de index een waarde nu van rond de 30, hetzelfde niveau als voor de grote depressie in 1929. Moeten we ons zorgen maken?



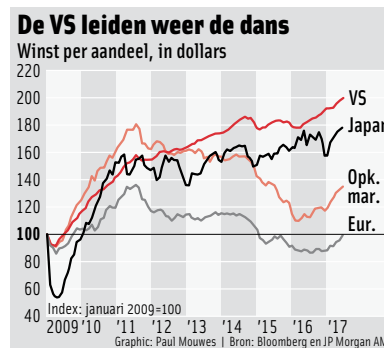
### Laatste 25 jaar geeft enige geruststelling over k/w

Wanneer we kijken naar de cijfers over een termijn van 25 jaar, lijken de huidige waarderingen niet extreem hoog. In de grafiek geven de grijze balken per land aan wat in het verleden, gemeten over 25 jaar, de hoogste en laagste koers-winstverhouding geweest is. Het groene horizontale streepje geeft het gemiddelde aan en het blauwe diamantvormige blokje de huidige stand. Zo is te zien dat, gemeten naar hun eigen verleden, de VS en Europa iets boven het 25-jarige gemiddelde zitten en Japan en de opkomende markten eronder.



### 'Value crash' lijkt op dit moment onwaarschijnlijk

Robert Shiller heeft zelf aangegeven dat de CAPE-index voor de korte termijn weinig voorspellende waarde heeft. Overgewaardeerde markten kunnen altijd nog verder stijgen. Belangrijk zijn de vooruitzichten voor de bedrijfswinsten. S&P-bedrijven hebben over het afgelopen kwartaal in meer dan 80% de voorspellingen van analisten overtroffen, door het aantrekken van de wereldeconomie. De lagere dollar maakt de Amerikaanse export goedkoper en droeg bij aan het beste cijferseizoen in 13 jaar. In de grafiek is goed te zien dat na jaren van krimp ook in Europa en de opkomende markten de weg omhoog gevonden is en de vooruitzichten goed zijn. Ondanks de hoge waarde van de CAPE, lijkt een 'value crash' onwaarschijnlijk.



JEROEN BIJLEVELD IS PARTNER EN SENIOR VERMOGENSBEHEERDER BIJ BLAUWTULP WEALTH MANAGEMENT. EERDER WERKTE HIJ BIJ INMAXXA. IN DE JAREN NEGENTIG WERKTE HIJ VOOR EWALS CARGO CARE.



# 'EIGENBELANG ALS BRON VAN HANDELEN SLAAT DOOR'

## ECONOOM RODRIK BREEKT LANS VOOR MEER SOLIDARITEIT

INTERVIEW

Het kapitalisme heeft zich te ver doorontwikkeld en moet worden bijgesteld, zodat grotere groepen mensen van de globalisering profiteren. 'De elite heeft zich tot globalisering bekeerd, maar is de gemeenschap vergeten.'

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**P**resident Donald Trump is een demagoog en een populist, die doet wat populistten doen als de grond onder hun voeten te heet wordt: proberen de democratie aan banden te leggen. Dat zegt Dani Rodrik, een van de belangrijkste en meest invloedrijkste economen van dit moment. Rodrik denkt dat Trump op enig moment de instituties zal proberen te ondergraven en de vrije pers zal willen elimineren.

Trump won de presidentsverkiezingen met een agenda van 'America First', waarin hij zich afzette tegen globalisering, outsourcing en immigratie. Toch verwacht Rodrik op dat punt geen belangrijke stappen van hem. Hij wijst erop dat Trumps beleid wordt ingefluisterd door twee bewindslieden die van Goldman Sachs komen, Mnuchin en Donovan, van wie de achterban helemaal geen belang heeft bij het opzeggen van handelsovereenkomsten of beperking van de liberale wereldorde.

Toch verbaast de verkiezingszege van Trump Rodrik niet. Het populisme hangt in de Verenigde Staten al lang in de lucht: Ross Perot in de jaren tachtig was er een voorbeeld van en Pat Buchanan in de jaren negentig. Dat Trump slaagde, waar de andere Republikeinse presidentskandidaten indertijd faalden, verklaart hij uit de dialectiek die Trump koos.

Een samenleving kent drie groepen: de elite, de meerderheid en de minderheid. Stemmen kan je als populist winnen door de elite of de minderheid op de korrel te nemen, dat wil zeggen door een inkomens- of sociale klasse gerelateerde of een etnisch-nationale invalshoek te kiezen. Trump koos voor de laatste.

Dat het zover heeft kunnen komen, wijt Rodrik aan de grove beleidsfouten die met de deregulering en de liberalisering van de wereld-economie onder president Reagan en daarna zijn gemaakt. Volgens hem hebben de technocraten en de plutocraten zich in de jaren negentig bekeerd tot de nieuwe wereldgemeenschap en zich afgekoppeld van de samenleving waar arbeidsplaatsen en stabiele inkomens implodeerden.



DANI RODRIK FOTO: ANGELINE SWINKELS



'Zo zijn parallelle werelden ontstaan, die niets van elkaar meer begrijpen'. Dat heeft volgens Rodrik de weg geëffend voor populistten.

Rodrik schreef in 1997 *Has Globalisation Gone Too Far*, een boek dat verscheen op het moment dat Pim Fortuyn *De verweesde samenleving* schreef, dat een vrijwel identieke aanval was op politici en beleidsmakers die hun eigen land en hun eigen electoraat zouden hebben verraden. Fortuyn werd uitgemaakt voor fascist en Rodrik vond in wetenschappelijke kring ook maar beperkt gehoor.

Toch sprak hij toen al van een 'trilemma': globalisering, democratie

en nationale soevereiniteit gaan niet samen. Volgens hem delft ten minste een van de drie in dit trilemma het onderspit. In de VS staat volgens hem de democratie op het spel en in de eurozone de nationale soevereiniteit. Wel is Europa beter geborgd tegen de opkomst van populisme doordat de verzorgingsstaten grotendeels intact zijn gebleven. Maar in de eurozone dreigt een ander gevaar, namelijk dat deze unie 'incomplete' is, zegt Rodrik. 'Aan de ene kant is het veel te ver gegaan, en aan de andere kant juist helemaal niet.' Hij acht daarvoor het Duitsland van Angela Merkel verantwoordelijk. Het heeft andere lidstaten harde bezuinigingen en structurele hervormingen opgelegd, maar Griekenland en Portugal zijn Duitsland niet. 'Voor een duurzame unie is solidariteit nodig.'

### Bad, very bad

Rodrik vindt dat Duitsland zeer sterk heeft geprofiteerd van zowel de eurozone met zijn lage eurokoers als van de globalisering en dat Duitsland met zijn recordoverschot op de lopende rekening daar nu iets voor terug moet doen: salarissen verhogen en andere lidstaten direct steunen. De Franse president Macron heeft dat ook met zoveel woorden verlangd. Rodrik denkt dat Merkel daar gevoelig voor is, mede ook door de druk van president Trump die Duitsland 'bad, very bad' noemde.

Rodrik denkt dat de 'hyperglobalisering' van technocraten en belangengroepen van bedrijven en financiële instellingen, die in achterkamertjes hun specifieke belangen verdedigden en neerlegden in handelsakkoorden, voorbij is. Kapitalisme óf de globalisering overleven wel, denkt hij.

In dat kader komt het gesprek op Albert Hirschman, een beroemde wetenschapper, van wie Rodrik de leerstoel op de Harvard University heeft bezet. Hirschman schreef het

### TINBERGEN-LEZING

Dani Rodrik spreekt op 3 november op de Nederlandse Economendag de Tinbergen-lezing uit. Onderwerp: De globalisering en het populisme. Zijn lezing valt nagenoeg samen met de publicatie van zijn nieuwe boek: *Straight Talk on Trade: Ideas for a Sane Economy*.

boek *The Passions and the Interests*. Daarin stelt hij dat ruim 500 jaar geleden in Europa de basis is gelegd voor wat de zegetocht van het kapitalisme zou worden. De grondlegger ervan zou Machiavelli kunnen zijn. Hij ijverde voor de verering van het individu, dat zich van zijn omgeving onderscheidde doordat hij virtú (deugd) bezat. Dit werd door Machiavelli begrepen als doortastendheid, hetgeen óók inhield dat een heerser de hebzucht en de hypocrisie van zijn onderdanen mocht exploiteren om zijn doelen te bereiken. Het breken van zijn woord, wat in het tijdperk van de edelman nog ongehoord was, was geoorloofd als hij daarmee het grotere belang van de staat diende.

De acceptatie van het eigenbelang legde de basis voor een op transacties gebaseerd model: het marktkapitalisme. Maar nu is het 'eigenbelang' als bron van handelen volledig doorgeslagen, zegt Rodrik. 'Het gaat aan zijn eigen succes ten onder. Het is gedegeneerd tot egoïsme. Het corrumpeert. Het is corruptie geworden.' Maar het wezenskenmerk van het eigenbelang is dat machtige actoren, zoals multinationals, inzien dat nationale staten weer een grotere rol moeten krijgen. 'Er is meer solidariteit en patriottisme nodig, want de elite is de gemeenschap vergeten.' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# MEER NIEUWE ADVISEURS DAN NIEUWE BEHEERDERS

## STARTERS & STOPPERS IN DE EERSTE JAARHEFT VAN 2017

INDUSTRIE

De oogst van dit jaar op de markt van onafhankelijke dienstverleners zijn drie nieuwe beleggingsadvieskantoren. Eentje daarvan verleent ook vermogensbeheerdiensten, zo blijkt uit onderzoek van Fondsnieuws.

TEKST LENNEKE ARTS

**D**e keuze voor alleen advies oogt bijzonder. Dat levert juist veel extra regel op met de komst van Mifid II. Je zou eerder een beweging naar meer beheer verwachten', zegt directeur Astrid Ton van Theodor Gilissen Services in een reactie op de cijfers.

Inderdaad lijken de door Fondsnieuws bestudeerde cijfers tegen de eerder ingezette trend te bewegen, waarbij beleggingsinstellingen hun adviesdiensten staakten met de nieuwe Europese regelgeving in het vooruitzicht. Aanleiding daarvoor is toenemende administratie en de hogere kosten die daarmee gepaard gaan. Ton: 'Wat natuurlijk ook kan, is dat deze nieuwe spelers in het gat willen springen dat de stoppende adviseurs achterlaten.'

Een van de nieuwe spelers is nVestable. De 31-jarige Anne Bruintjes en zijn drie compagnons willen met de adviesdienst inderdaad in het gat springen. Maar het bedrijf is niet zo-

zeer ontstaan uit de komst van Mifid II. Ze vinden de huidige beheer- en adviesdiensten te eentonig en te duur en gaan daarom vanaf september onlineadvies geven, zonder face-to-facecontact met de klant. Bruintjes: 'Mifid II ziet er natuurlijk wel eng uit, maar het lijkt gecompliceerder dan het is. Als je je processen goed automatiseert is het goed te doen. Bovendien voeren wij geen transacties uit, iets waar juist met de komst van Mifid II steeds opnieuw toestemming voor gegeven moet worden door de klant. Bij ons bepaalt de klant uiteindelijk zelf waar hij in belegt.'

Mifid II is voor sommige ondernemers wél een — bijkomende — reden geweest om te stoppen met be-

### MIFID II ZET EEN STREEP DOOR DE REKENING VAN KANTOREN

leggingsadvies of vermogensbeheer. Behalve drie nieuwe spelers, zijn er in de eerste jaarheft namelijk ook andere mutaties in de beleggingssector te zien: zeker zes spelers zijn gestopt met hun diensten als beleggingsadviseur, vermogensbeheerder, of allebei.

'Ik beleg afwijkend. Niet in fondsen, maar in individuele titels. Daarvoor maak ik veel gebruik voor research. Als ik daar straks voor moet gaan betalen... dat is niet te doen', zegt een van de vermogensbeheerders die met zijn activiteiten is gestopt en niet met zijn naam genoemd wil worden.

#### Nationaal regime

Ook voor Index Capital vormde Mifid II de druppel om te stoppen. Maar, in dit geval, alléén met advies. 'Al waren twee andere redenen nog belangrijker voor ons', zegt eigenaar Hans Dubbeldam. Het kantoor had 'slechts een paar klanten' voor advies en vond de eigen boodschap dat actieve keuzes niet lonen, niet verenigbaar met adviesdienstverlening, aldus de mede-eigenaar. 'We overwogen al langer de vergunning stop te zetten. Dat we met Mifid II ook nog alles wat we adviseren zouden

moeten gaan vastleggen hielp ons bij het doorhakken van de knoop: we stoppen met advies en focussen op beheer.'

De cijfers over de starters en stoppers vormen geen groot contrast met die van vorig jaar. Ook Astrid Ton en Peter Klijn van Theodoor Gilissen Services zien geen grote veranderingen. Behalve dat het moeilijker is geworden een beleggingsonderneming te beginnen, 'maar dat is niet iets van het afgelopen halfjaar'. De afgelopen jaren zijn de eisen vanuit toezicht wat verzaamd en de opstart- en vergunningskosten hoger geworden, aldus de directeuren.

Ook Theo Andringa, voorzitter van de Vereniging van Vermogensbeheerders & -adviseurs, wijst op de moeilijkheid om als kleine speler een vermogensbeheer- of beleggingsadviesdienst te beginnen. 'Als je de hypotheekmarkt vergelijkt met vermogensbegeleidingsmarkt zie je grote verschillen. Bij die eerste markt heeft het mkb tegen de 50% marktaandeel ten opzichte van de grootbanken, in het tweede geval denk ik dat we de 15% niet eens halen.' De oorzaak legt hij bij de eisen om een zelfstandig kantoor te beginnen, en dan vooral de hoge kapitaaleis. 'Die maken de drempel hoog. In Angelsaksische landen geldt die kapitaaleis niet en is het marktaandeel van het mkb veel groter.'

nVestable is ondanks de hoge eisen toch begonnen. En zo zijn er nog twee. De eerste, het Beleggingsadviescentrum, heeft een vergunning gekregen onder het Nationaal Regime — een soort 'adviesvergunning light'.

De andere is DVR Vermogensregisseurs, die zowel advies als beheer in huis heeft. Het gaat om drie oud-bankiers van ING private banking, die bij een reorganisatie van de bank het pand hebben verlaten. 'We heb-

ben de koppen bij elkaar gestoken; wij kunnen dit goed met z'n drieën', blikte Peter Leentvaar terug. Andringa voorspelt dat het niet bij deze drie private bankiers blijft als het gaat om nieuwe starters. 'Bij de personen die er bij banken uit moesten, overbodig waren, zitten zeker bankiers die samen een zelfstandige onderneming willen beginnen.'

### Af van advies

Oud-bankier Leentvaar is samen met Nico Haasnoot en Adrie Klip sinds april 'aan de gang' als vermogensbeheerder en beleggingsadviseur in Rotterdam. 'Dat gaat leuk', zegt hij, zonder verdere toelichting te willen geven op het beleggingsbeleid en de toekomstplannen van de nieuwe speler.

Bruintjes van nVestable wil dat wel. Via het online platform dat het bedrijf heeft gebouwd kunnen beleggers voor dertig euro per maand doelen als vermogensgroei of pensioen aanvinken, op basis waarvan ze da-

gelijks ververst advies krijgen wat ze zélf uit moeten voeren bij een broker.

nVestable staat aan het begin. Andere spelers sluiten juist een hoofdstuk af. Wierda en Partners Vermogensbeheer bv heeft zijn adviesvergunning ingeleverd, volgens een medewerker om de focus bij beheer te kunnen leggen.

En dan zijn er ook nog beleggingsinstellingen die vergunningen hebben ingeleverd, omdat ze er helemaal mee zijn opgehouden of zijn gefuseerd of overgenomen.

De opvallendste is misschien wel Harmony Vermogensbeheer, een speler die eind vorig jaar werd veroordeeld tot het betalen van €300.000 aan een klant wegens voor zijn profiel te risicovolle beleggingen. In 2015 namen de eigenaren echter Leenen & Spencer Vermogensbeheer over. Mogelijk gaan ze verder onder die vergunning. ■

**LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



**HANS DUBBELDAM**



# ZO HOUD JE ZE SCHERP

## HOE MEN HET CONCENTRATIERISICO KAN VERMIJDEN

LEREN VAN INSTITUTIONEEL

Pensioenfonds ING stelde voor zijn matchingportefeuille twee assetmanagers aan om het inflatie- en renterisico af te dekken. Hoe werkt dat?

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**P**ensioenfonds ING heeft het rente- en inflatiemandaat verdeeld tussen Axa en BlackRock. Zo houdt het pensioenfonds beide managers scherp en is het concentratierisico voldoende gespreid.

Pensioenfonds ING, dat zo'n €27 mrd onder beheer heeft, had in 2016 een van de grootste mandaten van de afgelopen jaren te vergeven. Het fonds, dat gesloten is en alleen nog pensioenen uitbetaalt, had besloten de intern beheerde matchingportefeuille ter grootte van €20 mrd uit te besteden. 'We wilden deze matchingportefeuille uitbesteden omdat we naast het renterisico ook het inflatierisico willen afdekken. Die combinatie maakt het beheer van zo'n portefeuille complexer en hierbij wilden we gebruikmaken van de middelen, kennis en kunde van andere partijen', zegt Vincent Schagen, manager fixed income bij Pensioenfonds ING.

De keuze om twee managers in te schakelen, lag volgens Schagen en zijn collega's Guido Vessaz en Ivo Klein voor de hand. Vessaz: 'Het mandaat is zo groot dat het een concentratierisico oplevert als we het



onderbrengen bij één partij. Bovendien houden we beide managers zo scherp. Meer dan twee managers zou de monitoring van het mandaat te complex maken.'

Na een selectieprocedure kwamen Axa Investment Managers en BlackRock uit de bus. Schagen: 'Belangrijke criteria waren expertise en ervaring op het gebied van rente- en inflatiestrategieën, plus een aanpak en cultuur die passen bij ons fonds. We zochten langetermijnbeleggers die qua beleggingsstijl op één lijn zitten met het fonds.'

De twee managers beheren nu de miljarden van het fonds. Zij hebben exact dezelfde opdracht gekregen. Daarin staan onder meer streefgewichten voor landen en de gewenste verhouding tussen obligaties en

swaps. 'Ze kunnen daarvan afwijken binnen bepaalde bandbreedtes', aldus Vessaz.

### Afstemming

Drie fixed income-managers van het pensioenfonds houden de regie. 'We hebben meerdere malen per week contact', zegt Schagen. Hoewel beleggers binnen hun mandaat vrij zijn beleggingsbeslissingen te nemen, moeten ze transacties afstemmen met het pensioenfonds. 'We willen voorkomen dat beide beleggers in elkaars vaarwater komen. Als ze allebei bijvoorbeeld obligaties willen kopen in een illiquide markt kan dat leiden tot hogere prijzen. Daar is het fonds dan de dupe van. De fixed income-managers coördineren dat en vragen de beleggers transacties te spreiden', aldus Vessaz.

De verschillen tussen de portefeuilles van beide partijen is niet groot. Op kleine punten zijn er verschillen die de beleggers van het pensioenfonds munitie bieden vragen te stellen. 'Bij de uitgifte van obligaties schrijft de ene partij soms meteen in, terwijl de andere later toeslaat op de secundaire markt', zegt Vessaz, die bij een dergelijk onderscheid dan zijn detailvragen stelt. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# ALLES DRAAIT OM CONTEXT

## 'IN AZIË LEEFT HET GEVOEL: NU IS HET WEER ONZE BEURT'

POST UIT

Jorg Sunderman werkt in Hongkong voor Robeco Azië als chief operating officer. 'Ik probeer hier in moeilijke situaties a-emotioneel te blijven.'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**A**zië kent veel hiërarchisch georganiseerde samenlevingen. Als ik tegen een medewerker in bijvoorbeeld India zou zeggen: "spring in de sloot", dan doet hij dat. Dat betekent dat hij niet snel bewust naar je toekomt om een goed idee te pluggen. Je moet voor het operationele effect van besluiten in die cultuur dan ook antennes ontwikkelen. Houdt iemand geen informatie achter? Daarom vraag ik altijd door.

Tegelijkertijd staan mensen, vooral in India, heel snel in de actiemodus. Toen de regering besloot een cap te zetten op de commissiestructuur, werd dat razendsnel ingevoerd. Dat geldt ook voor China. En indien nodig wordt het ook weer snel aangepast. Daarin zijn ze heel flexibel.

Wat de context of de cultuur ook is, voor mij is een wetmatigheid dat ik een balans moet vinden in een verantwoorde groei voor Robeco. Dat betekent in de praktijk dat ik hard ben in de inhoud en zacht voor de relatie. Nu ik actief ben als chief operating officer voor Robeco Azië, heb ik met veel landenorganisaties te maken waar de verschillen zeer groot zijn. Zo heeft Australië een cultuur die



JORG SUNDERMAN FOTO: SYLVIE PUTKER

min of meer is zoals de onze, maar Chinezen, Japanners, Koreanen en Singaporezen zijn onderling allemaal heel verschillend.

In alle gevallen geldt dat bij de communicatie de context veel belangrijker is dan bij ons. Wat doorgaans helpt is spiegelen. Als iemand voor je buigt, dan doe jij dat ook als uiting van respect. Maar daar kan je ook de fout mee in gaan. In Korea beantwoordde ik de buiging van mijn gesprekspartner, maar klaarblijkelijk dieper dan hij als hiërarchisch minder hoog geplaatste. Dat dwong hem weer te buigen. En ik reageerde daar weer op. Tsjja, toen werd mijn lenigheid wel getest!

Je proeft in de opkomende markten in Azië dat er nu een gevoel is

van: nu is het onze beurt weer. Dat betekent bijvoorbeeld dat als je met de toezichthouder praat, je je daarvan bewust moet zijn. Je moet respect en begrip hebben voor de lokale markt. Onderschat bijvoorbeeld niet dat de eisen die in Azië aan cliënts services worden gesteld hoger zijn dan bij ons en de tolerantie voor fouten lager ligt. De neiging van "cut the crap" heb ik in Nederland achtergelaten. Dat werkt hier contraproductief. Dat is gezichtsverlies voor de ander. Tegelijkertijd zijn wij wel Robeco. Onze USP is in deze regio dat wij een goede balans tussen werk en privé belangrijk vinden. Dat is iets waarmee we in deze industrie slimme mensen met een hoog opleidingsniveau trekken.

De overstap die we van Bombay naar Hongkong hebben gemaakt was gemakkelijker dan verwacht. Het is een jungle van torens, verlicht in neonlicht, maar als je aan de zuidkant bent dan waan je je aan de Zuid-Franse kust. Wat veel mensen ook niet weten, is dat 70% van het eiland natuurgebied is. Op de langere termijn zal de samenvoeging met mainland China de rol van Hongkong raken. Maar tegelijkertijd ziet men het strategische belang van de voormalige Britse kroonkolonie als financieel centrum ook in. Ze kunnen hier veel testen, wat China uiteindelijk ook ten goede komt. ■

# Beleggingspand kopen voor

VERMOGENSREGIE

Overweegt u een appartement of huis voor uw studerende kind te kopen? Doe dan eerst uw huiswerk en let op de risico's.

TEKST PAUL VAN DER KWAST

**V**eel ouders van kinderen die studeren of dat binnenkort gaan doen, denken erover na: het kopen van een appartement, etage of zelfs een heel huis voor hun kind(eren). Zo hopen zij meerdere vliegen in een klap te slaan:

- Huur. De huur die wordt betaald, blijft zo binnen de familie. Bovendien kunt u een wat lagere dan een marktconforme huur laten betalen. Maak het niet al te dol, want dan ziet de fiscus het als een belastbare schenking.
- Boekwinst. Kopers van een appartement hopen op een boekwinst bij verkoop.
- Extra huurinkomsten. Soms brengen inwonende vrienden of vriendinnen zelfs extra inkomsten binnen.

## Fiscaal

Wat betekent de aankoop van vastgoed in een studentenstad in fiscaal opzicht? Er zijn verschillende mogelijkheden:

**Box 3: u koopt** Als u als ouder een pand koopt, valt het fiscaal in box 3. Dat betekent dat u jaarlijks vermogensrendementsheffing over de waarde betaalt. In principe is de WOZ-waarde het uitgangspunt, maar bij een woning in verhuurde staat mag u uitgaan van een lagere waarde, rekening houdend met de zogenoemde leegwaardratio. De relevante tabel staat op de website van de Belastingdienst. Bij een woning in box 3 zijn de eventuele inkomsten van huurders onbelast. De kosten die u als huisbaas maakt, zijn niet aftrekbaar.

U kunt de aankoop som voor een deel lenen. Dat kan niet met een reguliere hypotheek, maar wel met een zogenoemde verhuurhypotheek. Onder meer ING en NIBC bieden zo'n hypotheek aan. Voor zo'n lening gelden andere eisen dan voor een reguliere hypotheek. De rente op een dergelijke hypotheek ligt meestal hoger dan die op een gewone hypotheek en u mag maximaal 50 tot 70% van de marktwaarde van de woning lenen; bovendien zijn de rentelasten niet aftrekbaar. Wel mag u uw vermogen in box 3 verminderen met deze hypotheekschuld (boven een drempel van € 3000). U betaalt dan minder belasting over uw bezit.

'Een slim alternatief is om een lening met als onderpand uw eigen woning af te sluiten', zegt Greet Vernooij, onafhankelijk financieel planner. 'Dan kunt u een lagere rente afspreken. Voorwaarde is natuurlijk wel dat u voldoende inkomen heeft en dat u zelf een niet al te



# uw kind? Let hierop!

hoge hypotheek heeft ten opzichte van de waarde van uw woning.'

**Box 1: kind koopt** Alternatief is dat uw kind zelf de woning koopt. Bijvoorbeeld met een lening van u, met een schenking of met een combinatie van die twee.

U mag eenmalig maximaal € 100.000 schenken voor de aankoop van een woning aan iedereen tussen de 18 en de 40 jaar. De woning is dan volgens de fiscus een 'eigen woning' en valt voor uw kind in box 1. Dat betekent dat over de woning geen vermogensrendementsheffing hoeft te worden betaald.

Een schenking vermindert uw box 3-vermogen, maar een eventuele lening blijft bij u in box 3 staan. De rentelasten van zo'n 'ouder-kind'-hypotheek zijn aftrekbaar. Voorwaarde is dan wel dat op de lening jaarlijks annuïtair wordt afgelost. Probleem is dat een studerend kind

meestal nauwelijks inkomsten heeft, zodat uw kind van de renteaftrek weinig profijt heeft. U kunt ook een aflossingsvrije lening verstrekken. In dat geval zijn de rentelasten niet aftrekbaar, maar valt de schuld bij uw kind in box 3.

Als uw kind een deel van de woonruimte verhuurt aan andere studenten, zijn de huurinkomsten tot een bedrag van € 5164 per jaar vrijgesteld (kamerverhuurvrijstelling). Als de huur hoger uitvalt, valt het verhuurde deel van de woning plus eventueel het pro rata deel van de hypotheek in box 3.

Wat gunstiger is, box 1 of box 3, valt niet op voorhand te zeggen. Als u het geld kunt missen en niet verwacht het ooit weer nodig te hebben — ook niet na een eventuele scheiding

of overlijden — kan het in financieel opzicht aantrekkelijk zijn om uw kind geld te lenen voor de aankoop van een huis of appartement. U kunt dan meteen gebruiken van de eenmalige schenking bij wijze van voorschot op de erfenis.

Een andere criterium is of er medehuurlers zijn. Vernooij: 'Bij de keuze spelen ook emotionele aspecten mee. Hoe gaat uw kind om met geld en hoe vindt een 18-jarige het om huiseigenaar en hospita te zijn?'

Naast de fiscale aspecten zitten er meer haken en ogen aan zo'n investering. 'Veel mensen beseffen niet dat huizenprijzen ook kunnen dalen', zegt een Amsterdamse hypotheekadviseur die anoniem wil blijven. 'Dat hebben we natuurlijk in de crisis gezien; wie een paar jaar geleden iets had gekocht, heeft nu een mooie winst geboekt. Maar in de toekomst kunnen de prijzen omlaag gaan.'

Na het uitbreken van de crisis daalden de prijzen van huizen met gemiddeld 20% en soms nog veel meer. Wie zijn spaargeld gebruikt om er een huis voor te kopen, doet uit beleggings oogpunt eigenlijk iets heel ingrijpends. Spaargeld heeft volgens de AFM een heel laag risicoprofiel. Maar vastgoed heeft een risicoprofiel dat vergelijkbaar is met een mixfonds van 50% aandelen en 50% obligaties.

Er zijn meer zaken die u goed moet beseffen voor u vastgoed koopt. Zo krijgt u als huiseigenaar te maken met kosten, zoals gemeentelijke belastingen, VvE-bijdrage, inrichtingskosten, klein onderhoud (lekkende kraan, verstopte wc), eventueel onverwachts groot onderhoud dat niet uit de VvE-kas kan worden betaald.

Als uw zoon of dochter met medestudenten in het huis gaat wonen, is het extra belangrijk alles goed te regelen. Wat gebeurt er als er een conflict ontstaat en een van de huurders wil niet vertrekken? Vernooij: 'Huurders hebben vaak recht op huurbescherming. Het laatste dat je wilt is dat je een juridisch conflict moet uitvechten over het huis dat je voor je kind hebt gekocht. Huurbescherming valt wel te ondervangen, maar je moet dat vooraf goed regelen.'

PAUL VAN DER KWAST IS JOURNALIST EN ONAFHANKELIJK FINANCIËEL PLANNER





# HOE LEHMAN RIJK WERD VAN DE WIND

## CURATOREN HALEN \$ 10 MRD TERUG UIT FAILLIETE BOEDEL

RECONSTRUCTIE

Rutger Schimmelpenninck en Frédéric Verhoeven hebben vanaf 2008 hun tanden gezet in de failliete boedel van Lehman Brothers Treasury, de kapitaalstofzuiger van de bank. Reconstructie van een geslaagde speurtocht.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

In Amsterdam, op het kantoor van Houthoff Buruma, volgt mr. Rutger Schimmelpenninck de ontwikkelingen aan de andere kant van de Atlantische Oceaan met meer dan gemiddelde belangstelling: De surseance van betaling die Lehman Brothers op 15 september heeft aangevraagd, zal een hele lange staart krijgen, zo weet Schimmelpenninck, die in zijn loopbaan bekendheid heeft gekregen als curator van grote faillissementen, zoals Fokker, Van der Hoop Bankiers en DSB Bank. Op basis van die verdiensten wordt hij door Het Financieele Dagblad de 'Sherlock Holmes' van de Lage Landen genoemd. Zijn adellijke titel heeft hij te danken aan Gerrit Schimmelpenninck, die in de negentiende eeuw de ministerraad zou voorzitten en tot minister van Staat en tot de adelstand zou worden verheven, nadat diens vader Rutger-Jan daarvoor nog kort als raadpensionaris in Ne-



VERHOEVEN EN SCHIMMELPENNINCK OP ARCHIEFBEELD FOTO: PETER BOER

derland de dienst had uitgemaakt in naam van Napoleon Bonaparte.

Hij vraagt zich af hoe de Amerikanen na het vallen van Lehman Brothers de opruimwerkzaamheden zullen organiseren; een vraag die meer wordt dan interesse als hij al snel wordt verzocht om het curatorschap over het Nederlandse smaldeel van de bank op zich te nemen. Op vrijdag 19 september 2008 meldt

hij zich als bewindvoerder in de surseance bij het kantoor van Lehman Brothers Treasury Co bv aan de Zuidas. De vertegenwoordigers van deze Lehman-dochter stellen in de periode die volgt dat er geen reden is voor faillissement. Ze zeggen dat er nog geld in kas is, althans de vennootschap rekent op een terugstorting van de fiscus van €9 mln. De rechter wijst dit verweer af en ver-

klaart het bedrijf failliet.

Lehman Brothers Treasury Co bv heeft bijna \$35 mrd aan gestructureerde producten op de balans staan en een voor de curatoren dan nog onbekend aantal gedupeerde klanten. Aanvankelijk denkt de zeer ervaren Schimmelpenninck nog dat het business as usual zal zijn met een toegankelijke administratie in Amsterdam. 'Maar heel snel kwam ik erachter dat het zeer complex was om achter de gegevens van het bedrijf te komen. De administratie was helemaal niet in Amsterdam, maar in Londen.'

Voor iedere inhoudelijke vraag moest hij naar werknemers in Londen of New York, waar weer andere curatoren het voor het zeggen hadden. 'Het was alsof we in een oorlog waren beland. Overal vergelijkbare desoriëntatie, iedereen zat verlegen om informatie en tegelijkertijd hield iedereen zijn kaarten tegen de borst. De belangen liepen te sterk uiteen', zegt Schimmelpenninck in een terugblik op wat de meest complexe casus uit zijn loopbaan zou worden. 'Vaak weet een bedrijf zich voor te bereiden op een faillissement. Dan ligt er een lijst klaar en zijn er plannen gemaakt voor een doorstart. Maar er was niets voorbereid. Door de mislukte reddingspoging in Amerika in het weekend van 13 en 14 september 2008 kwam het faillissement als een donderslag bij heldere hemel.'

Zijn decennialange ervaring komt Schimmelpenninck nu van pas. Hij formeert snel een team bij Houthoff Buruma en betreft accountants van PwC in Nederland bij de aanstaande slag om de failliete boedel. 'Ging een bank vroeger failliet, dan was het ook betrekkelijk eenvoudig. De effecten lagen in een kluis en het geld zat in de kas. Het was gewoon een kwestie van stuk-

ken en geld tellen. Nu zijn er uitsluitend computers. Dat maakt het heel kwetsbaar. Daarachter gaat een waanzinnige ingewikkelde juridische en financiële wereld schuil.'

### Kantoor zonder personeel

Schimmelpenninck vliegt in de eerste weken na de ondergang van Lehman herhaaldelijk naar Londen, waar hij meerdere dagen in hotels doorbrengt. Het is nu zaak zo snel mogelijk zo veel mogelijk informatie te vergaren en inzicht te krijgen in de structuur en de geldstromen binnen de bank. Het Europese hoofdkantoor van de Amerikaanse zakenbank in de City is nog open. In de chaos van dat moment krijgen hij en zijn team aanvankelijk nog redelijk gemakkelijk toegang.

'Met Lehman Brothers Treasury Co bv, eigenlijk niet meer dan een trustkantoor, hielden zich in Londen wel meer dan twintig mensen bezig. Een aantal van hen was nog op het kantoor, bezig met de afhandeling van diverse zaken. Ze waren behulpzaam. Later toen we het pand niet meer in konden komen, voerden we in het geheim gesprekken met ze in cafés en restaurants op Canary Wharf', vertelt Schimmelpenninck in zijn kantoor aan de Zuidas. Aan de hand van deze gesprekken is hij, samen met Frédéric Verhoeven die in 2009 wordt aangesteld als medecurator, gaandeweg in staat om een

schets te maken van het geïmploedeerde bedrijf en inzicht te krijgen in de structuur en de geldstromen van Lehman Brothers Treasury Co bv. Het bedrijf was een kantoor zonder werknemers, maar slechts met enkele bestuurders onder wie twee Nederlanders. Volgens het laatste jaarverslag uit 2007, stonden 3786 soorten gestructureerde leningen (notes) uit. De kasstroom bedroeg \$11 mrd, de balans meer dan \$34 mrd. Lehman Brothers Treasury Co bv was een schaduwbank, een kapitaalstofzuiger in de woorden van zijn critici.

Het enige wat deze dochter deed, was het aantrekken van geld door de uitgifte van gestructureerde leningen, die notes werden genoemd. Veel notes werden verkocht aan particuliere klanten. De opbrengst werd doorgeleend aan de Amerikaanse moedermaatschappij Lehman Brothers Holdings Inc, die een garantie had afgegeven aan de houders van de door de Nederlandse entiteit uitgegeven notes. Hierdoor hadden de gedupeerde klanten, naast een vordering op Lehman Brothers Treasury Co bv, ook een garantienvordering op de Amerikaanse bank. Het Nederlandse dochterbedrijf waarvan Schimmelpenninck en Verhoeven curatoren waren (nu vereffenaars), is met een vordering van \$35 mrd zelfs de grootste schuldeiser van Lehman Brothers Holding Inc (LBHI).

### Inzetten op windhandel

De notes die via de Nederlandse dochter werden verkocht, zijn ingewikkelde gestructureerde producten. Wie er een kocht, leende feitelijk geld aan het moederbedrijf van Lehman Brothers in Amerika. De waarde van die lening was echter gekoppeld aan andere financiële producten, zoals aan de koers van

**'WE HADDEN  
IN HET GEHEIM  
GESPREKKEN  
OP CANARY  
WHARF'**

## LEHMAN BROTHERS

Opgericht in 1850.

Ten onder in 2008. Ondergang werd veroorzaakt door zware verliezen op de hypotheekportefeuille.

Op 14 september 2008 mislukte een reddingsoperatie door de Amerikaanse regering en de grote Amerikaanse banken.

Een dag later vroeg de bank surseance van betaling aan en dat gaf het startschot voor een wereldwijde crash op de financiële markten.

De beurzen gingen wereldwijd met tientallen procenten omlaag. Centrale banken grepen met een gecoördineerde actie in, financiële instellingen gingen in talrijke landen aan het infuus van de staat, of werden zelfs genationaliseerd.

Lehman Brothers Treasury Corporation bv was een in Amsterdam gevestigd dochterbedrijf, dat meer dan 3700 gestructureerde leningen uitgaf ('notes'), waarvan de opbrengst werd doorgeleend aan moedermaatschappij Lehman Brothers Holdings Inc.

De curatoren van Houthoff Buruma, die de afwikkeling van de Nederlandse Lehman entiteit voor hun rekening namen, bereikten een doorbraak toen in 2012 bij de Amerikaanse moeder een akkoord werd bereikt.

In 2013 werd ook een akkoord in Nederland bereikt en konden de curatoren uitkeren. In 2015 was \$ 10 mrd van de \$ 35 mrd aan leningen aan gedupeerden uitgekeerd.

aandelen, valuta en grondstoffen. Je kon zelfs een note kopen die gekoppeld was aan de weersverwachting — een voorbeeld van de spreekwoordelijke 'windhandel' waarin Nederlandse beleggers voor het eerst in 1720 konden beleggen.

De klanten werden in het geval van Lehman gelokt met glimmende brochures. Helemaal aan het eind van deze flyers was in kleine lettertjes te lezen dat je ook de prospectus moest lezen — vaak meer dan 600 pagina's dik. Dat deed natuurlijk vrijwel niemand, want de uitspraak 'a real man never reads manuals' geldt onverkort. Zouden de kopers van de gestructureerde producten van Lehman dat wel hebben gedaan, dan hadden ze in ieder geval in koeienletters deze waarschuwing hebben kunnen lezen: 'This instrument may not be sold in America' — de Amerikaanse toezichthouder wist, anders dan de Europese of de Nederlandse toezichthouder, in ieder geval wél hoe gevaarlijk de Lehman Notes voor onwetende eindklanten konden zijn.

### Polderen zorgt voor doorbraak

De notes die Lehman Brothers verkocht, waren bijna allemaal synthetische producten. Kocht je bijvoorbeeld een note waarvan de waarde afhankelijk was van de koersontwikkeling van goud, dan belegde je niet in goud. Je belegde alleen in een vordering op Lehman, met het kredietrisico op Lehman, waarbij de pay-out afhankelijk was van de waardeontwikkeling van goud. Je werd aangemoedigd te speculeren op een koersstijging. Uitbetaling geschiedde pas aan het einde van de looptijd. In de externe communicatie werd de marketingtaal gebezigd van 'steepeners' en 'accelerators', maar achter de coulissen was het taalgebruik een stuk minder

bloemrijk. Zo waren er 'worse-off producten': bij een koppeling met een mandje van bijvoorbeeld vijf aandelen waarbij de koers van een van de aandelen met 20% daalde, ging de koers van het hele mandje opeens het slechtst presterende aandeel volgen. De producten werden doorgaans via tussenpersonen — banken en assetmanagers — aan hun klanten verkocht. Daar werd goed op verdiend: de bank kreeg bijvoorbeeld direct 2% van de totale inleg en daar bovenop een jaarlijkse commissie van 1%.

In Duitsland waren het vooral van oorsprong conservatieve financiële instellingen als de Sparkassen en de Landesbanken die deze producten aan hun clientèle verkochten. Het ging in Duitsland naar schatting om 100.000 klanten. Zij manifesteerden zich na het faillisse-



LEHMAN-BOEDEL IN DE VEILING FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

ment in verschillende steden in demonstraties. In Nederland zouden slechts vijfduizend klanten zich tot deze Lehman Notes laten verleiden, onder meer via vermogensbeheerders als Wijs & Van Oostveen.

Schimmelpenninck en zijn collega-curator Verhoeven probeerden deze kluwen van bijna 3800 verschillende gestructureerde producten en tienduizenden gedupeerde klanten te ontwarren door te werk te gaan volgens de beproefde methodiek van het Nederlandse poldermodel, waarvan de oorsprong teruggaat tot de zestiende eeuw toen zich in de Nederlanden al een sterke stedelijke cultuur had ontwikkeld. 'Polderen' betekent dat je van je relatieve zwakte een kracht maakt, wat mensen doorgaans doen als ze weten dat ze de macht niet hebben en het van samenwerking en consensus

moeten hebben. 'Wij kozen, zeker in het begin, voor een neutrale inzet, zodat iedereen bereid was iets in te leveren ten behoeve van een groter gezamenlijk doel. We wendden diplomatie aan en gingen psychologisch omzichtig te werk. Ja, dat was inderdaad ingebed in Nederlandse tradities en cultuur. Wij begonnen niet meteen over de inhoud. We probeerden vertrouwen te winnen door informatie te delen. Daarin was transparantie en openheid essentieel', vertelt Schimmelpenninck.

### Ruim \$ 10 mrd uitgekeerd

Als 'prettig' en 'professioneel' bestempelen de curatoren de relatie met de managers van overwegend Angelsaksische hedgefondsen, die het zogenoemde 'distressed paper' van banken en andere tussenpersonen in het begin opkochten, soms voor maar 10% van de inleg van de klant. Moeilijk was de positie van de Britten, die op ramkoers lagen — vooral tegenover de Amerikanen waarmee ze sinds de 18de-eeuwse onafhankelijkheidsstrijd een haat-liefdeverhouding hebben.

Zij gingen liever procederen dan samenwerken. Voor de curatoren in alle andere landen kwam schot in de zaak toen een Amerikaanse rechter, mede op basis van adviezen van de curatoren van de Nederlandse Lehman-entiteit, de belanghebbenden verplichtte tot samenwerking.

## DE WET VAN HEBZUCHT EN ANGST LUIDT: 'BUY LOW, SELL HIGH'

Eens in de maand werd ergens in de wereld vergaderd onder voorzitterschap van Schimmelpenninck of van zijn uit Hongkong afkomstige collega. Daarnaast vond er iedere twee weken een conferencecall plaats. Altijd om twee uur 's middags, zodat ook collega's uit New York en Tokio konden inbellen.

Uitkomst van het regelmatige overleg en van een proactieve aanpak in de VS was een in 2012 van kracht geworden akkoord bij de Amerikaanse moeder, waarna uitkeringen konden volgen door LBHI aan de Nederlandse dochter. Daarna volgde in 2013 ook een akkoord in Nederland en konden Schimmelpenninck en Verhoeven gaan uitkeren. Inmiddels hebben zij al ruim \$10 mrd uitgekeerd aan schuldeisers. De gedeclareerde uren maken de complexiteit van deze zaak duidelijk: er is tot en met eind 2015 meer dan 30.000 uur in rekening gebracht, ongeveer €13 mln, over een periode van acht jaar. Curator Frédéric Verhoeven weerspreekt de kritiek op de hoge kosten: 'Het is het goedkoopste faillissement uit de geschiedenis, want het gaat om ongeveer 0,1% van de uitbetaalde vorderingen.'

De grote winnaars van het faillissement van Lehman Brothers zijn hedgefondsen geweest die kort na de ondergang van de bank op 15 september 2008 de ogenschijnlijk waardeloze Lehman-notes hebben opgekocht. Dat betaalde zich uit: zij maakten tot wel 500% winst op het 'verstoorde schuld papier' — de sprinkhanen van de financiële markten weten als geen ander te profiteren van de onwrikbare wetten van hebzucht en angst: 'buy low, sell high'. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.







## Don't miss this **unique opportunity** to hear the **investment outlook** from some of the **world's most successful investors.**

**28 September 2017, 9:00 - 18:00**

**Amsterdam EYE Museum**



**Robert Gibbins**  
Autonomy Capital



**Leda Braga**  
Systematica



**Russell Clark**  
Horseman Capital Management



**Loïc Fery**  
Chevenari Investment Managers



**Bruce Richards**  
Marathon Asset Management



**Alex Roepers**  
Atlantic Investment Management



**Emmanuel Gavaudan**  
Boussard & Gavaudan  
Asset Management



**Joseph Naggar**  
GoldenTree Asset Management

### **Other speakers include**

**Anne-Sophie d'Andlau** CIAM | **Paul Gleize** Tiedemann | **Gijs van Thiel** 747 Capital | **Christoph Englisch** EnTrustPermal  
**Remko van der Erf** Kempen Capital Management | **Ruud Smets** Theta Capital Management | **Thomas Heidstra** Unilever/Univest Company  
**Marc de Kloe** Adamas Asset Management | **Cyrus Amaria** Lyxor Asset Management

# De globalisering is dood Lang leve het landenfonds!

AUKE PLANTINGA: DICHT BIJ HUIS BLIJVEN, KAN HET VERTROUWEN IN AANDELEN HERSTELLEN

## COLUMN

**H**et tijdperk van de globalisering kende zijn hoogtijdagen rond de eeuwwisseling met de uitbreiding van de Europese Unie, de introductie van de euro, het afsluiten van en onderhandelen over ambitieuze internationale handelsverdragen. Diversificatie op basis van landen raakte uit de mode, en geschiedde voortaan meer op basis van internationaal bepaalde sectoren. Bij veel beleggers is het beleggingsbeleid nog steeds gebaseerd op principes uit deze periode van globalisering. Het is een open vraag of beleggers wel voldoende voorbereid zijn op een wereld waarin landen terugvallen op nationale belangen en protectionisme.

Het toenemende nationalisme en protectionisme zien we vooral bij de opkomende populistische politieke stromingen. Maar ook 'traditionele' politici in ons eigen land bewegen zich in deze richting. Waar de overname van nationale iconen zoals ABN Amro, DAF en KLM door buitenlandse partijen eerst geen probleem was, bemoeit de overheid zich met overnames van typisch Nederlandse bedrijven, zelfs als dat vanuit een bevriend buurland zoals België geschiedt.

## Landenallocatie

Dit betekent dat beleggers zich over de vraag moeten gaan buigen of zij hun portefeuilles niet beter op basis van een landenallocatie moeten maken in plaats van een internationale sectorallocatie. Daar zijn meerdere argumenten voor te bedenken. Zo valt het te verwachten dat de verschillen in beursontwikkelingen tussen landen zullen gaan toenemen. Dit betekent dat diversificatie over landen aantrekkelijker gaat worden.

Daarnaast zijn landenportefeuilles een effectief instrument om politiek risico te beheersen. Dit is belangrijk wanneer de vrijheid



FOTO: ISTOCKPHOTO

van kapitaalverkeer tussen landen belemmerd wordt. Alhoewel daar op dit moment in de ontwikkelde landen nog niet echt sprake van lijkt te zijn, is het denkbaar dat dit instrument op een gegeven moment toch weer uit de kast komt.

## Eigen regio

Een vervolgvraag is of het belangrijk is om het eigen land of de eigen regio (bijvoorbeeld de EU) te overwegen in een portefeuille. Daar is veel voor te zeggen omdat het risico van een belegging in eigen land geen last heeft van de dreiging van beperkingen in het kapitaalverkeer tussen landen. Daarnaast sluit het idee van beleggen in eigen land sowieso al naadloos aan bij het toenemende nationalisme. In deze termen geformuleerd

klinkt dat mogelijk negatief. Een meer positieve interpretatie is dat met name de particuliere belegger zich beter kan identificeren met aandelen uit eigen landen dan met aandelen uit verre buitenlanden.

Een investering in een portefeuille aandelen wordt daarmee niet alleen een afweging van risico en rendement maar wordt ook een investering in eigen land en in de directe omgeving ongeacht het rendement. Dit is een positief argument. Hierdoor zouden beleggers gemakkelijker het vertrouwen in aandelen kunnen (her)winnen of behouden.

Het zou daarmee ook een tegenwicht kunnen zijn tegen de neiging van mensen om te stoppen met beleggen als het een tijdje slecht gaat en pas te beginnen nadat de beurs al een langere periode van positieve rendementen laat zien. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



# LOW VOL-FONDS HEEFT WIND VOL IN DE ZEILEN

## MAAR ZIJN DE RISICO'S WEL ZO LAAG ALS MEN ZEGT?

BELEGGEN

Beleggen in aandelen die minder fluctueren dan de brede markt levert een lager risico op, maar outperformance is lastiger. Zo worden deze fondsen opgejaagd door de technologiesector waar de volatiliteit wel hoog is.

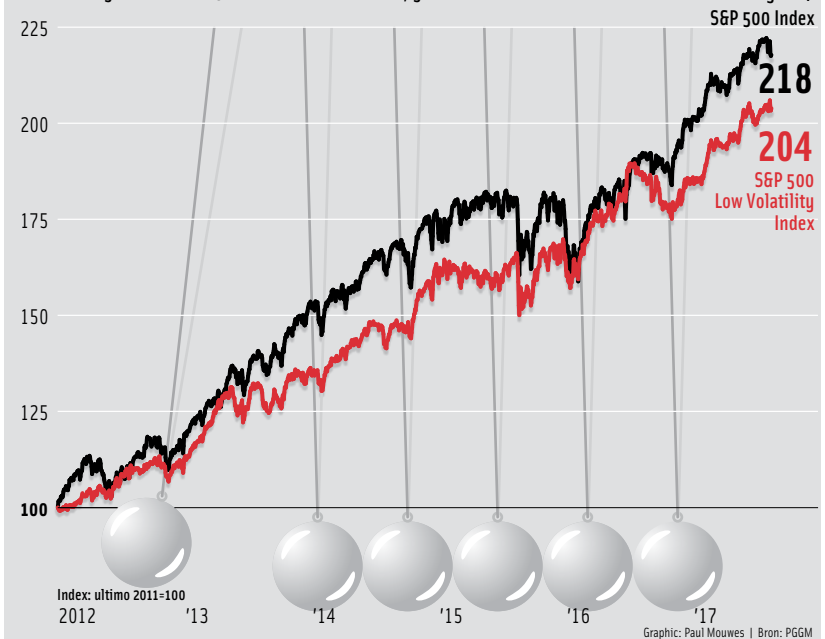
TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

**H**et aantal fondsen dat een actieve 'low volatility'-strategie hanteert groeit snel. Beleggen in aandelen die minder fluctueren dan de markt levert een portefeuille op met een relatief laag risico. Dat kan ook nog een aantrekkelijk rendement opleveren, zeker als voor dat lagere risico wordt gecorrigeerd. Maar zijn die risico's wel zo laag?

Uit een studie van Morningstar (Low Volatility: Searching for a Durable Edge) bleek onlangs dat low volatility ('low vol')-fondsen zich onmiskenbaar hebben bewezen. De fondsen zijn in staat om de volatiliteit significant te verkleinen in vergelijking met hun benchmarks en met andere fondsen. Met andere woorden: de Sharpe-ratio's zien er allemaal prima uit. Maar absolute outperformance ten opzichte van de brede markt blijkt moeilijk. In het afgelopen jaar bleven vrijwel alle low vol-fondsen achter bij een markt die vooral werd opgejaagd door de

### Een beetje volatiliteit doet de beurs goed

Low Volatility Index en S&amp;P 500 Index sinds eind 2011, geherindexeerd



technologiesector, waarin aandelen met juist een hoge volatiliteit de boventoon voeren: de markt trekt zich op aan zeer beweeglijke aandelen als die van Facebook, Netflix, Amazon en Tesla. Over een periode van vijf jaar concludeerde Morningstar dat alleen in Europa en in de opkomen-

de markten de prestaties bovengemiddeld waren, wereldwijd en in de Verenigde Staten werd de brede markt bij lange na niet verslagen.

### Alternatief voor obligatie

En dan is er ook nog de eeuwige vraag of de risico's echt wel zo laag

zijn. Volatiliteit kijkt natuurlijk per definitie alleen naar het verleden, en de beweeglijkheid zoals die gemeten is kan plotseling veranderen. Als bijvoorbeeld de rente ineens scherp oploopt kan dit de zaak voor deze niche sterk bemoeilijken. De Franse vermogensbeheerder Amundi besloot deze zomer om het percentage low volatility-aandelen in zijn smart bèta-fonds daarom terug te brengen. Volgens Bruno Taillardat, hoofd van de smart bèta-divisie bij Amundi, zal low vol minder werken nu er een einde begint te komen aan het ruime monetaire beleid van centrale banken.

‘Ik heb nooit eerder gezien dat low volatility-aandelen in deze mate gebruikt werden als alternatief voor obligaties’, zei Taillardat over de huidige marktsituatie. Volgens hem zijn veel kapitaalsintensieve, defensieve bedrijven duur geworden en hebben zij vaak veel schulden. Dat maakt ze gevoelig voor rentestijgingen.

Een goed smart bèta-fonds blijft volgens Taillardat dicht bij de index, maar door de grootste risico's te omzeilen, kan het fonds toch beter presteren dan de markt.

Actieve fondsen als het Robeco QI European Conservative Equities blijven minder dicht bij een index. De Rotterdamse beleggingscoöperatie die tegenwoordig in handen is van het Japanse Orix selecteert met een kwantitatief model aandelen die een lage volatiliteit combineren met een lage waardering én een hoog momentum. Pim van Vliet, beheerder van het fonds, stoeide al met de vraag hoe je een defensief fonds moet beoordelen toen Robeco met zijn Conservative Equity-fondsen begon in 2006.

‘Het beste is om een defensief fonds te beoordelen op de voor risico gecorrigeerde outperfor-

mance’, zegt Van Vliet. ‘Een goede maatstaf hiervoor is “Jensen's alpha”.’ (Dat is de maatstaf die in het Capital Asset Pricing Model het verschil aangeeft tussen het werkelijk behaalde rendement en het theoretische rendement dat op basis van het gelopen risico verwacht had mogen worden, red.).

### Toekomstig risico

Sinds een aantal jaren zijn er ook laag-risico-indices die gebruikt kunnen worden voor beoordeling van de prestatie van low vol-fondsen, zoals de S&P 500 Low Volatility Index (zie grafiek). Deze index selecteert zonder verder op enige andere factor te letten de minst volatiele aandelen uit de oorspronkelijke index, wat in de praktijk in de afgelopen vijf jaar resulteerde in een duidelijk minder beweeglijke, maar ook licht achterblijvende aandelenportefeuille.

Van Vliet gelooft dat low vol wel degelijk ook een lager risico betekent: ‘Historische volatiliteit is een goede voorspeller van toekomstig risico. Maar het is geen perfecte. Daarom is het belangrijk om risico langs meerdere dimensies te meten om tot een zo goed mogelijke voorspelling te komen. De staartrisiko's kunnen worden verkleind door ook informatie uit de creditmarkten mee te nemen.’

Kritiek dat de low vol-benade-

## ‘VOLATILITEIT RICHT ZICH PER DEFINITIE OP HET VERLEDEN’

ring (onzichtbare) concentratierisico's met zich meebrengt, door zwaar in te zetten op defensieve sectoren als consumentengoederen, nutsbedrijven en telecom wijst Van Vliet resoluut van de hand:

‘Concentratierisico's kunnen worden verkleind door sectorlimieten op te nemen en renterisico kan ook worden verkleind door hier bewust op te sturen. Bij het managen van de Robeco Conservative Equity-fondsen nemen we al deze risico's mee om tot een optimale portefeuille te komen.’

### Waardering

De visie van Amundi's Bruno Taillardat dat deze niche in de markt door de lage rente en de populariteit te hoog gewaardeerd raakt verdient een nuancering. Het is belangrijk de duurder aandelen binnen de niche te vermijden. Van Vliet daarover:

‘De waardering van de low volatility niche ligt al een aantal jaar boven die van de markt. In de afgelopen eeuw was dit ongeveer 35% van de tijd het geval. Dit varieert dus in de tijd. Eigenlijk lijkt 2017, waarin defensieve aandelen inderdaad een bovengemiddelde waardering hebben, nog het meeste op de jaren 40 en 50 van de vorige eeuw. Maar niet alle defensieve aandelen waren toen bovengemiddeld gewaardeerd of duur, en dat is nu evenmin het geval. Op dit moment is ons fonds gemiddeld zo'n 20% lager gewaardeerd dan de aandelen in deze niche van de markt. Uit onderzoek blijkt dat waardering meenemen bij de selectie van defensieve aandelen zich uitbetaalt in een hoger rendement.’ ■

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN AUTEUR VAN 'BELEGGENEN KUN JE ZELF 2017'



# ZOEK DE WINNAARS VAN DE DEELECONOMIE

## DIGITALISERING GEEFT TOEGANG TOT 'NIEUWE BEZITTEN'

BELEGGINGSTRENDS

Ondanks de weerstand tegen sommige initiatieven, lijkt de opkomst van de deeleconomie onstuitbaar. Maar hoe identificeer je de winnaars in een megatrend die de meeste sectoren zal ontwrichten?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**D**eze zomer maakte de Amsterdammer kennis met de deelfiets. Duidzamen stuks zijn als pepernoten over de stad uitgestrooid. Ze hebben opvallende kleuren en zijn eigendom van bedrijven met diffuse namen als FlickBike, oBike en Donkey Republic.

De fietsen zijn te huren en ontgrendelen via een appje. Gemakkelijk, goedkoop en ook nog eens milieubewust. Qua gebruik wordt vooral op toeristen en dagjesmensen gemikt. Dat geldt in mindere mate voor de elektrische deelfietsen (Urbee) en e-scooters (Felix) in de stad.

In andere Nederlandse steden blijven initiatieven op het gebied van deelfervoer niet ver achter. Zo kunnen in Utrecht al meer dan 700 auto's van particulieren worden gehuurd via onder meer Snappcar en MyWheels. Van een oud Peugeotje voor een tientje per dag (exclusief kilometerkosten) tot bijvoorbeeld

een Mercedes S-Klasse uit 1971 voor 125 euro per dag.

Fietsen en andere vormen van deelfervoer zijn maar klein stukje van de zogeheten 'sharing economy'. Steeds meer diensten en goederen worden, al dan niet tegen een vergoeding, aan een breed publiek aangeboden. Zelfs tot huisdieren aan toe (Pawshake). Alles verloopt via onlineplatforms, wat deelbedrijven sterk IT-gedreven maakt.

Gevestigde namen naast taxiserie Uber en huizenverhuursite Airbnb zijn onder meer muziekdienst Spotify, reiswebsite TripAdvisor en maaltijdbezorgdienst Just Eat. Bedrijven die hard groeien. Niet

**'ALS BELEGGER  
IN SPELEN OP  
TREND VAN  
UBERFICATION  
IS MOEILIJK'**

voor niets dat delen ook wel het nieuwe bezitten wordt genoemd.

De deeleconomie kan rekenen op brede steun, onder meer van de Europese Unie. Het jaagt innovatie aan en daarmee economische groei. Het efficiënter gebruik van beschikbare middelen staat daarbij voorop.

De populariteit van sommige initiatieven leidt echter tot veel ergernis. Amsterdam gaat om die reden harder optreden tegen Airbnb en de 'strooifiets'. UberPop, waarbij particulieren met hun eigen auto zonder vergunning als taxi rijden, werd in sommige landen zelfs helemaal verboden.

**Wie zijn 'first settlers'?**

Vanwege de rechtszaken die Uber blijven achtervolgen, hebben een aantal grote investeerders in het taxibedrijf, waaronder Vanguard, BlackRock en T. Rowe Price, hun belang in het niet-beursgenoteerde bedrijf recent afgewaardeerd. Een signaal dat de toekomst van deelbedrijven te zonnig wordt voorgesteld?

Niet volgens Bank of America, die in een diepgaand rapport met

de titel 'Uberfication' stelt dat de deeleconomie de manier verandert waarop men deze eeuw zakendoet. Dit komt doordat consumenten het idee adopteren van 'peak stuff' en hun geld liever aan ervaringen willen besteden. Daarbij is de bereidheid om aan de deeleconomie deel te nemen hoog, vooral onder jongere generaties en in opkomende markten.

Ook onder investeerders is het enthousiasme groot, zo blijkt uit de \$45 mrd aan financiering die de afgelopen vier jaar richting deelbedrijven is gegaan. Behalve venture capital gaat het daarbij vooral om geld van institutionele beleggers en staatsfondsen. Acht van de tien start-ups met de hoogste waardering wereldwijd zijn deelbedrijven. Veertig bedrijven worden gewaardeerd op meer dan \$1 mrd.

Kortom, de huidige omvang van de deeleconomie zou van \$250 mrd kunnen toenemen tot \$2000 mrd. 'Naar onze mening zal de sharing economy uiteindelijk de meeste sectoren ontwrichten, waarbij de traditionele spelers zich zullen moeten beraden hoe ze nog waarde kunnen toevoegen of anders mogelijk de creatieve destructie van een Kodakmoment tegemoetgaan.' In andere woorden: dat men failliet gaat.

De winnaars onder de deelbedrijven zullen niet de 'first movers' maar de 'first settlers' zijn, oftewel bedrijven die agressief hun marktaandeel weten te vergroten, op technologisch gebied voorop blijven lopen (zoals Amazon met drones) en beschikken over multiverticale platforms. Deelbedrijven die te veel een nichemarkt bedienen (boten) en waar delen duurder is dan bezitten (basketballen) zullen volgens de bank niet overleven.

Een probleem voor beleggers is dat veel van deze bedrijven nog in

private handen zijn. Slechts een aantal heeft de gang naar de beurs aangekondigd, zoals Uber. Het belegbare universum is daarom nog beperkt, wat kan verklaren waarom er geen beleggingsfondsen of etf's zijn die puur op dit thema inspelen. Wel bestaan er themafondsen die de sharing economy expliciet noemen als subthema, zoals Pictet-Digital.

### Focus op technologie

Toch heeft Bank of America nog een lijst weten samen te stellen met ruim vijftig belegbare bedrijven. Een aantal daarvan krijgt een buy-rating, waaronder eBay, Box en Amazon.

Een heel andere benadering ten aanzien van dit nieuwe beleggings-thema kiest Legal & General Investment Management. Het Britse fondshuis is meer een aanhanger van Warren Buffetts filosofie die luidt dat het bij nieuwe technologische ontwikkelingen in het begin vaak onmogelijk is te bepalen wie de winnaars zullen zijn. De losers zijn daarentegen gemakkelijker op te sporen. Juist die moeten vermeden

worden om een consistente outperformance te behalen.

Hoofd assetallocatie Emiel van den Heiligenberg van Legal & General refereert aan de parallel die de superbelegger trekt met de opkomst van de auto-industrie. 'Op een gegeven moment waren er meer dan 2000 verschillende autoprodukten in de VS. Zelfs als je aandelen van alle bedrijven had gekocht, zou je uiteindelijk nog verlies hebben gemaakt. Wel stond als een paal boven water wat het onderspit zou delven: alles wat met paarden te maken had.'

Het is dus belangrijk om te focussen op de bedrijfsactiviteiten die geraakt kunnen worden door nieuwe technologieën, en minder op de 'disrupters' zelf. Van den Heiligenberg: 'Dit geldt met name voor vastrentende waarden waar het neerwaarts risico groter en de upside kleiner is dan bij aandelen. Bovendien denken we dat veel van het disruptieve potentieel al in de aandelenkoersen van deelbedrijven zit verwerkt.' ■

**HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



DEELFIETSEN FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

SPONSORED EDITORIAL

# ACTIEF RENTMEESTERSCHAP

## Duurzame waarde

Door Rakhi Kumar, Head of ESG Investments and Asset Stewardship, State Street Global Advisors

Een belangrijk domein voor SSGA is het programma voor goed beheer of stewardship, dat wij hebben ontwikkeld voor klanten die beleggen in onze indexstrategieën. Deze actieve vorm van stewardship is erop gericht met ondernemingen in de index in gesprek te gaan over hun vermogen om interessante langetermijnrendementen te genereren voor onze klanten.

### Focus op de lange termijn

In tegenstelling tot actieve beheerders, die ondernemingen kunnen verkopen als zij het niet eens zijn met het management, werken passieve beheerders met omzeggens permanent kapitaal dat ze niet zomaar kunnen weghalen: zolang een onderneming in de index zit, blijft ze ook in de portefeuille. Het is precies die langetermijnparticipatie, samen met onze omvang en onze wereldwijde schaal, die ons een beter perspectief geeft en ook meer invloed bij de ondernemingen in onze portefeuille. Effectief en onafhankelijk leiderschap door de raad van bestuur verzekeren, is onze belangrijkste focus. Actief engagement in plaats van passieve inactiviteit of antagonistische interactie is kenmerkend voor onze aanpak. Door een geduldig en consistent engagement, en het gebruik van onze stem, streven we ernaar het kapitaal te focussen op de lange termijn en positieve verandering te promoten voor onze klanten en de bredere economie.

### Maximale impact

Omdat wij via onze indexstrategieën in duizenden ondernemingen beleggen, hebben wij een schaalbaar kader ontwikkeld om te beslissen op welke thema's en ondernemingen we zullen focussen om onze impact te maximaliseren. Wij prioriteren op basis van een aantal factoren: de grootte van onze participaties; slechte financiële prestaties op lange termijn binnen een sector; achterblijven op de norm binnen een markt of sector; en factoren in verband met ESG-risico's die de kop opsteken.

Zo onderzocht een project gericht op olie- en gasmaatschappijen hoe ondernemingen omgaan met de dalende aardolieprijzen, geopolitieke risico's in Rusland, Afrika en het Midden-Oosten en het aanhoudende debat over de klimaatverandering, niet-winnbare activa en uitstootvermindering.

Tijdens vergaderingen met een bedrijf uit de textielsector werden manieren besproken om de arbeidsomstandigheden en de brandveiligheid te verbeteren. Na een jarenlang engagement met verschillende ondernemingen met betrekking tot

milieunormen noteerden wij aanzienlijke verbeteringen in de kwaliteit en transparantie van de rapportage over hydraulische frackingprocessen en de praktijken op het vlak van water- en afvalbeheer.

### Advies over ESG-kwesties

Naast de honderden vergaderingen met bestuurders over de hele wereld geven wij elk jaar ook gedetailleerde adviezen over specifieke ESG-kwesties en publiceren wij kwartaalverslagen over ons engagement en ons stemgedrag. Wij werken ook samen met andere vermogensbeheerders en eigenaars van activa om principes op te stellen ter promotie van deugdelijk bestuur en ter bescherming van de belangen als aandeelhouder van langetermijnbeleggers. Onlangs ronden we een meerjarige samenwerking van eigenaars en vermogensbeheerders af, die heeft geleid tot een aantal verregaande stewardship- en governanceprincipes in het kader van de Investor Stewardship Group.<sup>1</sup>

### Effectief, onafhankelijk leiderschap van de bestuurders

Terwijl wij met ondernemingen samenwerken rond een volledig scala van ESG-kwesties, is onze overkoepelende beheerfocus gericht op het verzekeren van effectief, onafhankelijk leiderschap van de raden van bestuur als basisvereiste om op lange termijn waarde te kunnen creëren. Dat betekent dat moet worden verzekerd dat raden van bestuur over de vaardigheden en diversiteit in opinies beschikken om het management te helpen een langetermijnstrategie op te stellen en uit te voeren, alsook de onafhankelijkheid hebben om het management aansprakelijk te stellen. Onlangs hebben wij raden van bestuur opgeroepen de genderdiversiteit te verbeteren om op die manier tot een breder scala van perspectieven te komen.

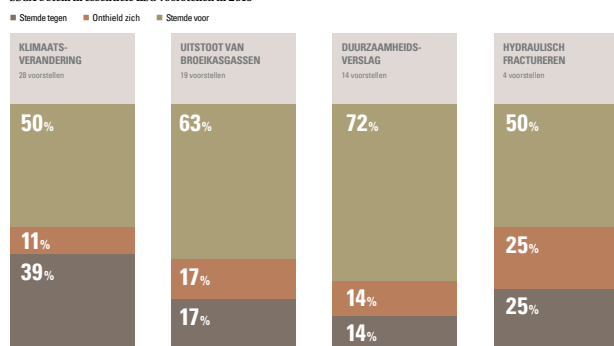
Wij zijn van mening dat een sterke, effectieve raad van bestuur die naar de lange termijn kijkt en onafhankelijk is van het management, meer kans maakt om aantrekkelijke resultaten te boeken voor onze klanten.<sup>2</sup>

## Ecologische & sociale duurzaamheid

Dit jaar vragen wij ondernemingen te focussen op de ecologische- en socialeduurzaamheidsrisico's en -opportuniteiten die een invloed kunnen hebben op de waarde op lange termijn.<sup>3</sup> Het gaat daarbij om thema's zoals klimaatverandering, water- en afvalbeheer, beheer van de bedrijfskolom, veiligheidskwesties, diversiteit op de werkplek en talentontwikkeling, om maar enkele voorbeelden te noemen. We beweren niet dat we een sluitend antwoord hebben op al die uitdagingen en beseffen best dat verschillende sectoren met verschillende kwesties te maken krijgen, maar niettemin vinden we dat raden van bestuur de potentiële impact van deze elementen evengoed moeten inschatten als die van andere bedrijfsrisico's.

Sinds 2014 is klimaatverandering voor ons een prioriteit. Vorig jaar schiepen wij een kader om raden van bestuur te helpen de verschillende types fysieke, regulatorische en economische risico's van klimaatverandering binnen specifieke sectoren te bepalen en in te schatten.<sup>4</sup> Wij hebben ook getracht te stemmen volgens de principes die wij aan de ondernemingen in onze portefeuille hebben gecommuniceerd. Wij beslissen geval per geval als er gestemd moet worden, maar zullen klimaatmoties steunen als we denken dat de bekendmakingen, praktijken en governancestructuren niet de juiste zijn. Dat was het principe achter onze stem bij klimaatmoties in 2016 waarmee we ons in de sector hebben onderscheiden (zie figuur 1).

SSGA's stem in essentiële ESG voorstellen in 2016



Doordat wij hier al vaker over hebben gesproken en geschreven, hebben diverse raden van bestuur ons advies gevraagd om een duurzaamheidsaspect te integreren in hun langetermijnstrategie, vooral nadat we in 2016 moties van aandeelhouders over klimaatinitiatieven hebben gesteund.

Zelf zijn wij ondernemingen beginnen in te delen volgens de vooruitgang die ze hebben geboekt in drie grote domeinen, om in te schatten hoe zij omgaan met duurzaamheid:

- Heeft de onderneming wezenlijke thema's in verband met ecologische en sociale duurzaamheid geïdentificeerd die relevant zijn voor haar activiteiten?
- Heeft de onderneming het nodige werk gedaan om ze grondig te evalueren en, waar nodig, de implicaties opgenomen in haar langetermijnstrategie?
- Heeft de onderneming correct gerapporteerd over de manier waarop ze met duurzaamheid omgaat en de invloed daarvan op haar strategie?

We denken dat we door meer ondernemingen en besturen te laten focussen op deze drie domeinen, een ingrijpende verbetering kunnen teweegbrengen in de manier waarop ESG-kwesties vanuit zakelijk perspectief worden bekeken. Dat zal ook helpen om de bedrijfsgegevens te genereren die beleggingsbeheerders nodig zullen hebben om van ESG een zinvol onderdeel van hun beleggingsproces te maken naarmate het universum van ESG-beleggingen zich ontwikkelt. Als langetermijnstewards van onze klantenactiva geloven we dat ons actieve engagement rond ESG-kwesties meer ondernemingen zal helpen focussen op de lange termijn en zal helpen om de voorspoedige toekomst te creëren waarin onze klanten willen beleggen.

<sup>1</sup> Ga voor meer info naar [www.isgframework.org](http://www.isgframework.org).

<sup>2</sup> "Guidelines and Attributes for Effective Independent Board Leadership", State Street Global Advisors, februari 2016.

<sup>3</sup> "Incorporating Sustainability Into Long-Term Strategy", State Street Global Advisors, 26 januari 2017.

<sup>4</sup> Rakhi Kumar en Michael Younnis, "Climate Change Risk Oversight Framework for Directors", State Street Global Advisors, 6 juni 2016.

# STATE STREET GLOBAL ADVISORS®

### Marketing Communication. For Professional Investor Use Only.

State Street Global Advisors Belgium, Chaussée de La Hulpe 120, 1000 Brussels, Belgium. T: +32 2 663 2036. SSGA Belgium is a branch office of State Street Global Advisors Limited. State Street Global Advisors Limited is This communication is directed at professional clients (this includes eligible counterparties as defined by the Financial Conduct Authority (FCA) who are deemed both knowledgeable and experienced in matters relating to investments. The products and services to which this communication relates are only available to such persons and persons of any other description (including retail clients) should not rely on this communication. The views expressed in this material are the views of Rakhi Kumar through the period ended January 31, 2017 and are subject to change based on market and other conditions. This document contains certain statements that may be deemed forward-looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or developments may differ materially from those projected. Investing involves risk including the risk of loss of principal. The information contained in this communication is not a research recommendation or 'investment research' and is classified as a 'Marketing Communication' in accordance with the European Communities (Markets in Financial Instruments) Regulations 2007. This means that this marketing communication (a) has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research (b) is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. The information provided does not constitute investment advice as such term is defined under the Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC) and it should not be relied on as such. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell any investment. It does not take into account any investor's or potential investor's particular investment objectives, strategies, tax status, risk appetite or investment horizon. If you require investment advice you should consult your tax and financial or other professional advisor. All material has been obtained from sources believed to be reliable. There is no representation or warranty as to the accuracy of the information and State Street shall have no liability for decisions based on such information. The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent. United Kingdom: State Street Global Advisors Limited. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591 81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. Telephone: 020 3395 6000. [ssga.com](http://ssga.com) ©2017 State Street Corporation - All Rights Reserved - EUMKT-5456. Expiry date 30/09/2018.



# HET WORDT STILLER OP DE DANSVLOER

## GERENOMMEERDE BELEGGERS MAKEN ZICH UIT DE VOETEN

### MARKTVISIE

De kredietcrisis is achter de rug, maar opgelost is er niets. De schulden zijn groter dan ooit en van marktwerking is geen sprake meer nu centrale banken een kunstmatige vraag hebben gecreëerd. Een analyse.

TEKST BRUNO DE HAAS

**W**at een opluchting, de kredietcrisis is alweer tien jaar voorbij. Regeringen, centrale banken en topeconomen hebben rivieren vol inkt geschreven over de lessen die zij daaruit hebben geleerd. Je zou denken dat we de toekomst vol vertrouwen tegemoet kunnen. Helaas, juist ter ere van dit jubileum publiceert kredietstrateg Matt King van Citigroup het rapport 'Partying like it's 2007'. Hij betwijfelt of we veel wijzer zijn dan toen.

Eén ding staat vast. Zowel in ontwikkelde landen als in opkomende markten is de geldkraan na de kredietcrisis een paar slagen wijder open gedraaid. Daardoor zit de wereld nu dieper in de schuld dan tien jaar geleden. Volgens de BIS bedroeg de mondiale schuld in 2007 iets minder dan 200% van het bruto binnenlands product. Dat was dus vlak voordat het begon te kraken in het IJslandse, Amerikaanse, Engelse, Ierse en

Spaanse bankwezen. Anno 2017 staat de schuldteiler rond 280%. En hoewel soms een Italiaanse bank bezwijkt, lijkt er geen vuiltje aan de lucht.

Op het eerste gezicht is het verbijsterend dat de kredietverlening is toegenomen terwijl bankiers tegenwoordig minder op bonussen mogen jagen en de kapitaaleisen voor banken zijn verzwaaard. Blijkbaar sorteren deze lessen uit de crisis geen effect. De verklaring hiervoor is dat je geen commerciële bankiers nodig hebt om een zeepbel te blazen. Het is voldoende als centrale bankiers ten koste van alles de inflatie willen opstoken.

Wat de grootste centrale banken ter wereld de afgelopen jaren hebben

gedaan, overtreft wat de financiële innovatie met derivaten in de aanloop naar de kredietcrisis bewerkstelligde. Destijds verkochten zakenbankiers op grote schaal synthetische obligaties aan beleggers die extra risico zochten om extra rendement te maken. Waar het op neerkwam, is dat zij met geleend geld belegden. Om het risico op deze verkochte producten af te dekken, moesten de banken zelf echte obligaties kopen. Volgens Matt King dwong de hausse in synthetische obligaties de banken in de periode 2003-2006 jaarlijks tot zo'n \$300 mrd aan geforceerde aankopen op de obligatiemarkt. In 2007 werd een record gevestigd met ruim \$600 mrd aan koepdwang.

Tien jaar later zijn het niet langer zakenbanken die de obligatiekoersen opdrijven, maar kopen de centrale banken zelf jaarlijks zo'n \$1200 mrd aan vermogenstitels. Voor het grootste deel zijn dit obligaties, maar de Japanse en Zwitserse centrale banken vergaren ook aandelen. Wat speculatie heet als zakenbankiers het doen, noemen centrale banken zelf kwantitatieve verruiming. En anders

**'KAPITAAL IS  
NIET SCHAARS  
ALS CENTRALE  
BANKEN GELD  
SCHEPPEN'**



DANSEN TOT HET BITTERE EIND FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

dan speculatie zou dit heilzaam zijn voor de economie.

De waarde van obligaties en aandelen die centrale banken in handen hebben, tart inmiddels elk voorstellingsvermogen. Halverwege dit jaar ging het om \$15.000 mrd. Samen bezitten zij nu een derde van de mondiale obligatiemarkt, oftewel een vijfde van de mondiale aandelenmarkt. Centrale banken zijn dus eigenaar van 12% van de beursgenoteerde aandelen en obligaties. Het idee van een vrije markteconomie hebben zij ver achter zich gelaten.

Deze geforceerde aankopen zijn ditmaal niet bedoeld om bonussen te verdienen maar om de economie te stimuleren. Centrale banken financieren hun aankopen met geldschepping. De synthetische obligatie is vervangen door het bankbiljet. De vraag die King bezighoudt, is of de situatie op financiële markten nu ook even kwetsbaar is als in 2007. Wat hem geruststelt is dat de meeste beleggers nu niet met geleend geld werken om hun rendement op te krikken. Daar staat tegenover dat centrale banken een ongekend kud-

degedrag hebben ontketend. Sinds de start van kwantitatieve verruiming vragen beleggers zich louter af 'wat?', 'wanneer?' en 'hoeveel?' centrale banken gaan kopen. Om dat dan zelf net iets eerder te doen.

### De muziek swingt weer

In de aanloop naar de kredietcrisis stonden tegenover de kopers van synthetische obligaties ook partijen die de tegenovergestelde positie innamen. Michael Lewis schreef daarover in *The Big Short*. Maar als centrale banken massaal obligaties kopen, is het suïcidaal om shortposities in te nemen. Iedereen buitelt over elkaar heen om hetzelfde te bemachtigen. Deze 'big long' leidt tot absurde koersen. Onlangs richtte BofA Merrill Lynch de schijnwerper op Europese high yield-obligaties. Tijdens de eurocrisis schommelde de rente op dit type bedrijfsobligaties, die vanwege hun kredietrisico ook wel junkbonds worden genoemd, rond 10%. Nadat ECB-president Draghi in 2012 beloofde alles te doen wat nodig is om de euro te redden, halveerde dat binnen jaar.

Inmiddels is die rente nog een luttele 2,5%. 'Euro Junk Bond Investors Go Nuts', concludeert BofA Merrill Lynch. Ja, misschien zijn beleggers gek. Maar waarin kun je nog fatsoenlijk beleggen als de ECB ook al 13% van de Europese bedrijfsobligaties bezit, en het geld kost als je dat liquide aanhoudt?

Normaal gesproken geven beurskoersen signalen over de economische vooruitzichten en kapitaalschaarste. Maar kapitaal is niet schaars als centrale banken geld scheppen. Dat klinkt ideaal, maar het is fataal voor de marktwerking. Als marktprijzen geen echte vraag en aanbod weerspiegelen, maar een kunstmatige vraag door centrale banken, dan moeten beleggers gissen naar de werkelijke waarde van bedrijven. Dit besef leidt tot nervositeit. Zeker nu de Fed zich voorbereidt op een geleidelijke verkoop van zijn obligatieportefeuille. Hoewel de Japanse en Europese centrale banken nog stug blijven kopen, is het eerste Amerikaanse stapje psychologisch belangrijk. Het lijkt geen toeval dat gerenommeerde beleggers het risicoprofiel van hun portefeuille terugdraaien.

Tijdens het kookpunt van de vorige krediethousse, in juli 2007, zei Citigroup-topman Chuck Prince dat de banken moesten blijven dansen zolang de muziek speelde. Met muziek bedoelde hij liquiditeit, die te danken was aan de ruime kredietverlening. Tien jaar later swingt de muziek weer, ditmaal dankzij e-dj's met een PhD in de monetaire economie. Opnieuw wordt er uitbundig gefeest. Maar wie goed kijkt, ziet dat de dansvloer langzaam leegdruppelt met mensen als Matt King. ■

**BRUNO DE HAAS IS HOOFD BELEID EN ONDERZOEK BIJ MEDIA PENSIOEN DIENSTEN. HIJ SCHRIJFT DIT ARTIKEL OP PERSOONLIJKE TITEL.**

# DE BULLMARKT KAN NOG WEL EVEN VOORT

## DURE AANDELEN KUNNEN RENTESTIJGING ABSORBEREN

BELEGGEN

Een rustig oplopende rente zal de aandelenrally voorlopig niet in gevaar brengen, denken strategen. Ze zetten hun geld op goedkopere Europese en Japanse aandelen.

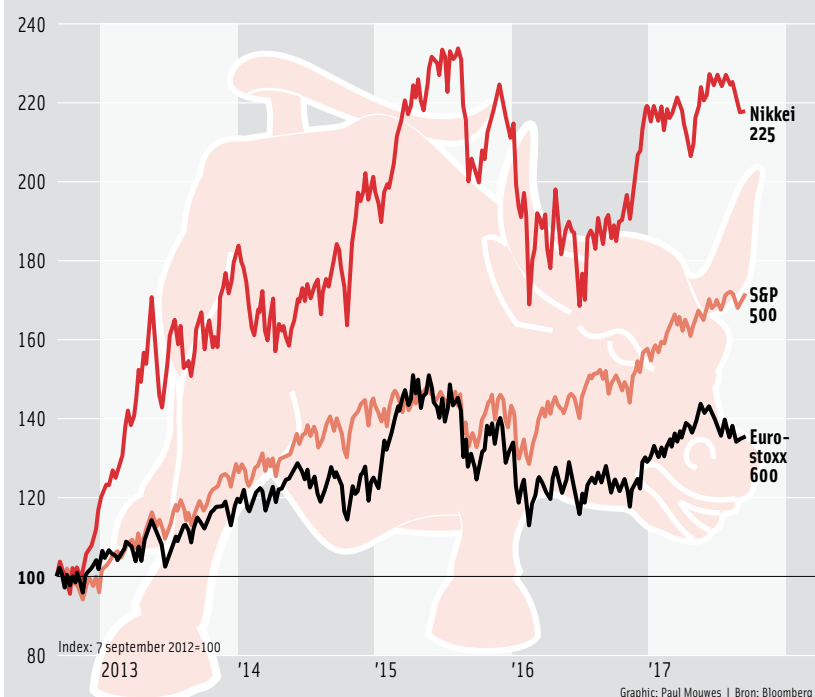
TEKST JEROEN BOOGAARD

**S**teeds meer beleggers krijgen hoogtevrees, nu de bullmarkt al weer aan zijn achtste jaar bezig is. Een aanzwellend koor van banken waarschuwt dat het einde van de rally in zicht is. Ook Wouter Sturkenboom, senior beleggingsstrateeg bij Russell Investments, maakt zich zorgen. 'Vooral de waarderingen in de VS zijn extreem hoog. We zijn hier nog niet maximaal onderwogen wegens de robuuste economische groei en de kleine kans op een recessie in de komende twaalf maanden. Maar we zullen onze posities snel afbouwen, zodra de risico's op het gebied van inflatie en groei toenemen.'

Een van de grootste bedreigingen voor de aandelenmarkten is een sterke rentestijging. Omdat de centrale banken volgens Sturkenboom heel geleidelijk het ruime monetaire beleid zullen normaliseren, verwacht hij geen grote schok-

### De top nog niet bereikt

Aandelenindices Japan, VS en Europa, geherindexeerd



ken op de aandelenmarkt. 'Kijken we drie tot vijf jaar vooruit, dan nemen de risico's echter beduidend toe. Onze strategische stelling is dat de inflatie gaat aantrekken en

de centrale banken agressiever moeten gaan opereren', zegt Sturkenboom. 'Dit kan wel eens een heel nare bearmarkt tot gevolg hebben, want niet alleen aandelen

komen dan sterk onder druk maar ook obligaties. Wij maken ons hier grote zorgen over en bereiden onze portefeuilles hier langzaam op voor, door bijvoorbeeld naar inflatielinkers, vastgoed en grondstoffen te kijken.'

## Goedkoop Europa

Hoewel de inflatie de komende twaalf maanden naar verwachting nog gematigd blijft, denkt Sturkenboom dat stijgende lonen de winstmarges van Amerikaanse bedrijven volgend jaar al onder druk zullen zetten. Daarom zal de winstgroei afnemen van 8% naar 4-5%, waarmee Russell Investments duidelijk onder de consensus zit van een winststijging van circa 10%. Volgens de strateeg is het opwaartse potentieel op de Europese aandelenmarkten een stuk groter. 'Europa is weliswaar ook duur, maar aantrekkelijker geprijsd dan Amerika. Bovendien zijn we beduidend positiever over de cyclus. Er is een gezonde economische groei en door de relatief hoge werkloosheid blijft de inflatie laag. Bedrijven kunnen hierdoor hun omzetten en winstmarges verhogen, wat tot uiting zal komen in een winstgroei van circa 10% per jaar', zegt Sturkenboom.

In een dergelijk klimaat ziet hij ruimte voor hogere koers-winstverhoudingen, zeker nu ook de politieke risico's zijn afgenomen. Van het rentefront verwacht de aandelenspecialist voorlopig geen grote gevaren. 'De Duitse tienjaarsrente stijgt naar onze inschatting de komende twaalf maanden tot circa 1%, maar aandelen kunnen dit absorberen.' Naast Europa acht Sturkenboom vooral Japanse aandelen kansrijk. 'Japan is nu nog slechts licht overwogen vanwege de positieve economische groei en relatief

lage waarderingen. We staan echter klaar om onze exposure te verhogen wanneer de inflatie aantrekt. En dat zal niet lang meer duren gezien de erg krappe arbeidsmarkt en de vergrijzing.'

Ook Ritu Vohora, hoofd aandelen M&G Investments, heeft een duidelijke voorkeur voor Europa en Japan. 'Het fundamentele plaatje voor de VS is nog steeds goed, met een sterke economie, lage werkloosheid en goede winstgroei. Maar dat is met een koers-winstverhouding van circa 21 wel grotendeels ingeprijsd', zegt Vohora. 'De Amerikaanse aandelenmarkt is de duurste ter wereld en noteert tegen een premie van 17% vergeleken met Europa.' Volgens haar zijn Europese aandelen relatief goedkoop en reflecteren ze nog niet de sterk verbeterde economie. 'Voor het eerst in zes jaar gaat de winstgroei nu ook bijdragen aan de stijging van de markt. Het winstmomentum is erg sterk met een winstgroei van 13% over het afgelopen kwartaal, tegen 9% voor de VS', aldus Vohora.

De ECB zal heel voorzichtig de obligatieaankopen gaan afbouwen omdat anders het herstel gesmoord kan worden, meent Vohora. Ook de Federal Reserve zal behoedzaam opereren. 'In deze omgeving kunnen vooral Europese aandelen goed gedijen, omdat hier waarde-aandelen en financials domineren.

**'HET PLAATJE  
VOOR DE VS  
IS GOED, MAAR  
DAT ZIT AL IN  
DE K/W'**

Vanwege de sterkere euro geven wij daarnaast de voorkeur aan kleinere bedrijven die sterk op de binnenlandse markt gericht zijn en bedrijven die een groot deel van hun kosten buiten de eurozone maken.' Ze vindt daarnaast waarde aandelen wereldwijd en cyclische sectoren aantrekkelijk. Die zijn vergeleken met defensieve sectoren tot dusver sterk achtergebleven en nog relatief goedkoop.

## Muur van zorgen

Verder ziet ook Vohora goede mogelijkheden in Japan. 'De vooruitzichten zijn hier in jaren niet zo gunstig geweest als nu. Japan is nog goedkoper dan Europa en biedt een zeer aantrekkelijke risicopremie van 7,8%.' Een wereldwijd oplopende obligatierente is volgens haar positief omdat het verschil met Japanse obligaties, die worden ondersteund door de Japanse centrale bank, zal toenemen waardoor de yen zal verzwakken.

Anders dan de consensus denkt Vohora dat de bullmarkt nog een aantal jaren kan voortzetten. 'We zien nu voor het eerst sinds lange tijd overal in de wereld de economie aantrekken, maar de groei is niet zo sterk dat de centrale banken snel op de rem moeten trappen.' Ze vindt het sentiment ook niet te vergelijken met de euforie tijdens de technologiebubbel in 2000. Vohora: 'Beleggers zijn nu erg sceptisch over de waarderingen en er wordt veel gesproken over een correctie. Aandelen blijven gewoonlijk tegen een muur van zorgen stijgen. Bovendien biedt de enorme risicopremie vergeleken met obligaties een goede buffer tegen een rentestijging.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# SECTOR HULT BLOCKCHAIN IN NEVELEN

## TECHNOLOGIE IS TOE TE PASSEN BIJ EFFECTENTRANSACTIES

INNOVATIE

Grootbanken en assetmanagers zijn achter de schermen druk bezig om toepassingen te vinden voor blockchaintechnologie. Wat die zullen zijn, is onduidelijk. Eén ding is zeker: de 'middleman' is de pineut.

TEKST LENNEKE ARTS

**G**rote spelers in de Nederlandse beleggingswereld zijn het erover eens: blockchaintechnologie gaat de komende jaren voor grote veranderingen zorgen in het afhandelingsproces van beleggingstransacties. Systemen gebouwd rond een database met transacties kunnen zorgen voor kostenverlagingen en kunnen tussenpersonen overbodig maken.

Dat blijkt uit een rondgang langs diverse grootbanken en fondshuizen, die op uiteenlopende wijze onderzoek doen naar blockchaintechnologie en de toepasbaarheid daarvan binnen de beleggingsindustrie. Niets doen lijkt geen optie. 'Je wil niet dat er ontwikkelingen plaatsvinden en je niet op de hoogte bent', verwoordt een van hen de heersende opvatting.

Concluderen dat meedoen aan de trend noodzakelijk is, is één. Hoe, dat is een heel andere vraag. Van daadwerkelijk gebruik van blockchain is bij geen van alle sprake. En

met details over hun eigen experimenten rond de technologie die vooral bekend is als fundament van de bitcoin zijn de spelers uit concurrentieoverwegingen namelijk uiterst spaarzaam. Liever verwijzen ze naar onderzoek van andere partijen.

Neem NN Investment Partners, die Bart Bakx opwerpt als woordvoerder als het gaat om de voortgang rondom onderzoek naar de toepasbaarheid van blockchain. De afgelopen twee jaar heeft het fondshuis volop research gedaan. Seminars bezoeken, literatuur bijhouden, somt het hoofd resident real estate van de Alternative Boutique op. En experimenteren, maar daarover wil hij niks loslaten. Niet over het precieze on-

**'JE WILT NIET  
DAT JE NIET  
OP DE HOOGTE  
BENT VAN DE  
ONTWIKKELING'**

derwerp van onderzoek, laat staan over uitkomsten ervan. 'Daar willen we niet te veel details over prijsgeven, omdat we bang zijn mensen dan op ideeën te brengen.'

BlackRock schuift een gesprek überhaupt liever op de lange baan. 'BlackRock volgt de ontwikkelingen rond deze technologie, maar wil daar nu niet over naar buiten treden', aldus een zegsman van het fondshuis.

### Post-trading

Dat betekent niet dat álles een black box is. De partijen hebben de afgelopen jaren wel degelijk een idee ontwikkeld over de bedrijfstakken waar de technologie uitkomst zou kunnen bieden. Dat is het post-trade-proces, zeggen grootbanken en fondshuizen. Oftewel: de afwikkeling van beleggingstransacties.

Bakx noemt als voorbeeld het proces van betaling versus levering van stukken als kanshebber, een taak die nu bij transfer agents ligt. De validatie die nu nog handmatig wordt gedaan, kan volgens hem ook via versleutelde data-uitwisseling plaatsvinden, net zoals het vastleg-

gen van transacties en het registreren en verwerken van de in- en uitstroom uit fondsen.

NN IP baseert zich op een onderzoek van een van de externe partijen die dat soort handelingen voor het fondshuis uitvoert: FundsDLT. 'Die heeft in juli van dit jaar een transactie uitgevoerd via een blockchain. Dat werkte.'

Het onderzoek sluit aan op een eerder experiment binnen de clearingafdeling van ABN Amro in 2016, rondom de toepasbaarheid van blockchain bij het proces van aankoop en levering van effecten. Specifieker: onderzoek naar de vraag of de tijd tussen de levering aan de koper en de betaling daarvoor verkort kan worden via blockchain. Het settlementproces tussen banken duurt nu twee dagen. Echter, een heldere uitkomst is er nog niet. 'We hebben pas een klein onderdeel van de functionaliteit onderzocht', licht een woordvoerder toe. 'En die heeft potentie.'

Ook Euronext is bezig met onderzoek naar blockchain in het post-trade-stadium. Het beursbedrijf heeft de handen voor de gelegenheid ineengeslagen met andere grote spelers uit het veld, zoals BNP Paribas en Société Générale. Een onderzoeksuitkomst is er nog niet, een speciale start-up die gaat onderzoeken of blockchain ingezet kan worden voor de afwikkeling van orders is er wel.

Daarbij wordt voorlopig alleen gekeken naar post-trade-processen binnen de Europese markt voor midden- en kleinbedrijven, omdat deze effecten illiquide zijn. De eindfase van de handel in deze aandelen, zo is de overtuiging van Euronext en haar partners, kan een stuk sneller en goedkoper via versleutelde uitwisseling van gegevens.

Blijkt het blockchain post-trade-

platform succesvol te zijn voor minder liquide middelgrote en kleine aandelen, dan kan het ook gebruikt worden voor andere asset classes als fondsenhandel, zegt lid van de managing board Anthony Attia. Iets wat volgens hem over vier tot vijf jaar zou kunnen gaan spelen.

### Beleggen

Waar fondshuizen zich normaal gesproken graag laten horen als het gaat om toekomstverwachtingen, willen ze nu niet vooruitlopen op mogelijke volgende stappen, omdat het om hun eigen verdien- en klantmodel gaat.

Maar, als dit soort experimenten slaagt, dan zal dat gevolgen hebben voor de rol van tussenpartijen. Gebeurt de afhandeling en registratie van een transactie over enkele jaren automatisch, dan hoeven clearinghuizen en transfer agents dat immers niet meer te doen. Dat, plus de

gehoopte versnelling van transacties, zal de kosten voor fondshuizen, beursbedrijven, maar ook voor beleggers omlaag brengen.

Zijn er behalve in het post-trade-stadium nog eerdere momenten in het beleggingsproces waarin blockchain een rol kan spelen? Nee, zeggen de gesproken partijen eensgezind. Attia van Euronext: 'Op de beurs gaat het vooral om het verzamelen van orders en het matchen van orders. Voor dat proces kan blockchain niet ingezet worden; blockchain gaat om het bijhouden en updaten van een database, op een gedecentraliseerde maar veilige manier. Dat is meer gerelateerd aan het moment nadat de koop- of verkooporder is gemacht en de overdracht van cash en financiële instrumenten tussen koper en verkoper plaatsvindt.' ■

**LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

# DUURZAAMHEID - VAN TREND NAAR TRANSITIE

## MASTERCLASS: KLIMAATVERANDERING, DE RISICO'S EN DE KANSEN



GIUSEPPE VAN DER HELM  
MODERATOR

**11 oktober 2017**

12.00 tot 16.30 uur

*Pakhuis de Zwijger in Amsterdam*

De orkanen Harvey en Irma in de Golf van Mexico, en de ongekende regenval en overstromingen in Zuid-Azië, laten zien dat de bewijzen voor klimaatverandering zich opstapelen. Deze ontwikkeling heeft een grote impact op het beleggingsbeleid van institutionele beleggers, banken en vermogensbeheerders.

In deze masterclass staat de vraag centraal wat klimaatverandering betekent voor het risicobeleid in de portefeuille. Specialist van deelnemende fondshuizen maken bovendien duidelijk dat de beleidsaanpassingen als gevolg van de klimaatverandering zo urgent zijn geworden, dat de onvermijdelijke energietransitie beleggers ook veel kansen biedt.

**Kom 11 oktober naar Pakhuis de Zwijger en laat u inspireren!**

Aanmelding is gratis. Bent u geïnteresseerd in dit event, stuur dan een e-mail naar [info@fondsnieuws.nl](mailto:info@fondsnieuws.nl) onder vermelding van uw naam, de naam van uw werkgever en uw functie.

De bijeenkomst is bestemd voor beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders, gatekeepers en consultants. Asset managers van concurrerende partijen zijn uitgesloten van deelname. Aanmelding is onderhevig aan de instemming van Fondsnieuws en de sponsorende partijen.

IN SAMENWERKING MET:

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

  
**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

 **COMGEST**

**Kempen**

# THEMA: MIFID II



## KLEINER AANBOD

Nieuwe eisen maken aanbieden beleggingsadvies minder aantrekkelijk.

PAGINA 42-43



## FOCUS VAN AFM

De toezichthouder geeft prioriteit aan kosten-transparantie en product governance.

PAGINA 44-46

## EN VERDER

## LAATSTE BARRAGE

Geen LEI in het dossier? Dan geen transactie.

PAGINA 47

# PASSEND EN TRANSPARANT

EU-richtlijn Mifid II: 'Een volgende stap in de verlichting van beleggers.'

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**O**p 3 januari volgend jaar treedt de tweede Europese Markets in Financial Instruments Directive in werking, oftewel Mifid II. De richtlijn bevat nieuwe regels voor een betere werking van de kapitaalmarkten en daarnaast een enorm pakket aan maatregelen om de beleggersbescherming te verbeteren. Over dit tweede gedeelte gaat deze themabijlage. Wat gaat er veranderen, schieten beleggers hier wat mee op en waar zitten nog open eindjes?

Mifid II bevat onder meer een provisieverbod, regels over kosten-

transparantie, voorschriften omtrent de passendheid en geschiktheid van beleggingsproducten en aangescherpte vakbekwaamheidseisen voor medewerkers van financiële instellingen die klanten informeren en adviseren over beleggingsproducten.

Een provisieverbod kennen we in Nederland al sinds 2014. Sindsdien mogen de kosten voor vermogensbeheer of beleggingsadvies niet meer versleuteld zitten in de kosten van een bepaald product, maar moeten deze direct bij de klant in rekening worden gebracht. Nieuw is onder meer dat partijen volgens de Europese regels in het verlengde hiervan moeten aangeven of zij afhankelijk of onafhankelijk beleggingsadvies geven.

Zie het als een volgende stap in de

verlichting van beleggers, zegt Niels Lemmers van beleggersvereniging VEB. 'Ze weten nu als het goed is, dat er niet zoiets is als een "free lunch". Alles kost geld, ook dingen die eerst gratis leken, zoals beleggingsadvies. Ook zouden zij inmiddels moeten weten dat de meeste beleggingsfondsen hun benchmark niet verslaan en dat sommige partijen wel heel veel met huisfondsen werken. Hopelijk komt daar nu bij dat als iemand zegt onafhankelijk advies te geven, hij dan moet kunnen aangeven waarom het geadviseerde product beter is dan drie vergelijkbare varianten van verschillende aanbieders.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# BANKEN OPTIMALISEREN BELEGGINGSAANBOD

## TRIODOS STAAKT ADVIES, ANDERE SCHRAPPEN VARIANTEN

Alle extra eisen aan de passendheid van een beleggingsadvies maakt advies minder aantrekkelijk voor banken en vermogensbeheerders om aan te bieden. Het gevolg? Er wordt gesneden in het aanbod.

**TEKST** BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**A**ls gevolg van Mifid II is beleggingsadvies straks geen aantrekkelijk product meer om aan te bieden, zeggen deskundigen. De al langer gaande trend uit beleggingsadvies richting vermogensbeheer en zelf beleggen zal zich doorzetten, zo is de verwachting.

Niet alleen moeten banken en vermogensbeheerders straks bij elk advies een verklaring meesturen waarin staat waarom dit specifieke product past bij de specifieke situatie, risicohouding, doelstelling en beleggingshorizon van de klant die het advies krijgt. Ook moet worden aangegeven of het advies onafhankelijk is of niet.

Een belangrijk verschil tussen afhankelijk en onafhankelijk advies onder Mifid II is dat onafhankelijke adviseurs geen provisie mogen ontvangen, maar omdat in Nederland toch al voor alle soorten beleggingsdienstverlening een provisieverbod geldt, maakt dat hier niet veel uit.

Kiezen voor afhankelijk dan wel onafhankelijk advies lijkt dus vooral een marketing- of positioneringsvraagstuk geworden.

Toch heeft de keuze wel een aantal praktische gevolgen. Wie onafhankelijk advies geeft, moet zijn advies baseren op een voldoende uitgebreide analyse van verschillende financiële instrumenten van verschillende aanbieders en mag zich hierbij niet beperken tot een analyse van instrumentenvangeliere ondernemingen.

### Eigen fondsen

Zowel Rabobank, ING als ABN Amro kiest voor onafhankelijk advies. 'Afhankelijk advies klinkt als een

ideale variant als je je eigen producten wil gebruiken en niet veel anders', zegt hoofd beleggingscompetence Bert van den Broek van Rabobank. Zowel Rabobank als ING heeft geen eigen assetmanager meer in huis. ABN Amro wel, maar binnen zijn eigen zogenoemde fund of mandates wordt doorbelegd in strategieën van andere aanbieders. De onderliggende selectie gebeurt op basis van een grondig proces en is wel degelijk onafhankelijk, zo benadrukt de bank.

De verplichting aan te geven in hoeverre sprake is van een onafhankelijke selectie, slaat echter op advies en niet op beheer. En bij advies maakt ABN Amro geen gebruik van zijn fund of mandates.

Dat ABN Amro zijn eigen fondsen niet gebruikt bij advies heeft volgens directeur products en solutions Nederland Eran Habets van ABN Amro MeesPierson niks met Mifid te maken. De reden hiervoor is dat fund of mandates zich niet lenen voor veelvuldig in- en uitstappen. 'Bij beheer bepalen wij wanneer een transactie gedaan wordt en doen we deze voor iedereen tegelijk. Bij advies bepaalt de

**'BIJ IEDER  
ADVIES MOET  
VERKLARING  
MEE WAAROM  
HET PAST'**

klant. Als gevolg daarvan zou je veel meer kleine instappers en uitstappers hebben.'

Wil je niet aangeven dat je geen onafhankelijk advies geeft, dan is een optie er gewoon mee te stoppen, zegt partner Philip de Koeijer van consultancybureau AF Advisors. Bij vermogensbeheer hoeft alleen periodiek gerapporteerd te worden over de geschiktheid van de portefeuille. Aangeven of sprake is van een onafhankelijke selectie van de producten in portefeuille hoeft niet.

Triodos Bank beëindigde zijn adviesdienstverlening eind maart dit jaar. Als reden geeft een woordvoerder dat het relatief kleine volume dat in advies zat nooit de behoorlijke verbouwkosten als gevolg van Mifid II zou goedmaken. Bovendien vertoonde de adviespropositie in de praktijk veel overeenkomsten met de beheerpropositie. Bij beide proposities werd klanten, afhankelijk van het risicoprofiel, 'een optimale verdeling in de Triodos-beleggingsfondsen' geadviseerd. Van de € 106 mln in advies bij Triodos Bank is € 78 mln overgegaan op beheer, € 26 mln naar execution only en is € 2 mln vertrokken. Bijkomend voordeel is dat de bank nu dus niet hoeft aan te geven dat hij niet onafhankelijk is in zijn adviezen.

Ook andere partijen snijden in hun aanbod of verhogen de instapdrempel voor advies. ING stopt met het geven van advies aan klanten met kleinere vermogens. Hun wordt aangeraden over te stappen naar beleggen met beheer of naar zelf beleggen. Volgens een woordvoerder van de bank is Mifid II voor ING echter niet de reden geweest om te stoppen met Beleggen met Advies voor kleinere klanten. De bank zegt simpelweg geconcludeerd te hebben dat voor deze klantgroep de andere beschikbare beleggingsvormen betere alternatieven zijn, al heeft de komst

## AFHANKELIJK OF ONAFHANKELIJK BELEGGINGSADVIES

### 'ONAFHANKELIJK' STAAT BETER

Wie onafhankelijk beleggingsadvies geeft, moet zijn advies baseren op een voldoende uitgebreide analyse van verschillende financiële instrumenten van verschillende aanbieders en mag zich hierbij niet beperken tot een analyse van instrumenten van gelieerde ondernemingen.

ABN Amro	onafhankelijk
ING	onafhankelijk
Insinger / Gilissen*	?
Rabobank	onafhankelijk
SNS	n.v.t. - biedt geen advies of beheer meer, alleen execution only en daar alleen ASN-fondsen
Van Lanschot*	?
Triodos	n.v.t. - vanwege de komst van Mifid II gestopt met het geven van beleggingsadvies; biedt nu alleen nog vermogensbeheer en execution only
ASN	n.v.t. - biedt alleen execution only en beheer

\* Deze banken hadden hierover op het moment van het ter perse gaan van dit magazine nog geen beslissing genomen.

van Mifid II het besluit om het product ook daadwerkelijk uit te faseren wel 'enigszins versneld'.

Ook ABN Amro stopt met een aantal adviesvarianten waarin voor klanten in fondsen van verschillende aanbieders werd belegd, maar ook met Profiefondsbeleggen. Dit was een adviespropositie waarbij klanten uitkwamen bij een van de eigen profiefondsen van de bank. Een concept dus, dat moeilijk voor onafhankelijk zou kunnen doorgaan.

#### Prijkaartje

Toch staat deze beslissing volgens de bank los van Mifid. Aan advies hangt een prijskaartje. 'Wij hebben gekeken vanaf welk vermogen advies toegevoegde waarde heeft voor de klant', zegt Habets. Profiefondsbeleggen kende geen minimuminleg.

Bovendien hoefde slechts gekozen te worden tussen zes fondsen met ieder een verschillend risicoprofiel variërend van zeer defensief tot zeer offensief. 'We hebben nu online tooling gemaakt die klanten in een execution only-omgeving helpt hun doelen te halen door in een passend fonds te beleggen. Daar heeft een klant met een belegd vermogen van bijvoorbeeld € 30.000 meer aan, dan aan een adviseur. We zijn klanten nu gefaseerd aan het overzetten. Vanaf een belegd vermogen vanaf € 75.000 blijft advies bij ABN Amro echter gewoon bestaan.'

Rabobank laat weten niet te snijden in het aantal beleggingsconcepten dat het bedrijf aanbiedt. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# TRANSPARANTIE: WAT IS GENOEG?

## 'PRODUCT GOVERNANCE' EN KOSTEN KRIJGEN PRIORITEIT

De AFM gaat in het kader van Mifid II wat beleggersbescherming betreft focussen op kosten transparantie en 'product governance'. De industrie erkent het belang, maar plaatst ook kanttekeningen.

**TEKST** BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**H**et doel van betere beleggersbeschermingsregels is om te komen tot minder voorzienbare teleurstellingen. 'Je wilt niet dat er producten op de markt komen waarvan de kosten zo hoog zijn, dat je van tevoren al weet dat een klant daar nooit een fatsoenlijk rendement mee kan behalen', zegt Gert Luiting, hoofd van de afdeling sparen, lenen en beleggen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Om dit te kunnen beoordelen, moeten klanten wel weten hoe hoog de kosten dan precies zijn. Dit klinkt misschien vanzelfsprekend maar van oudsher worden in de beleggingsindustrie niet alle kosten geëxpliciteerd. Mifid II schrijft nu simpelweg voor dat banken en vermogensbeheerders alle kosten die samenhangen met beleggen transparant moeten maken en als een opgeteld totaal aan de klant moeten rapporteren. Dit moet zowel voordat iemand klant wordt als tijdens de rit.

'Wij zullen vooral gaan toezien op



GERT LUITING, HOOFD SPAREN, LENEN EN BELEGGEN BIJ DE AFM FOTO: BINH TRAN

hoe de kosten transparant gemaakt worden', vertelt projectleider Mifid beleggersbescherming bij de AFM Lieke Helleman. 'Daarbij zal zowel worden gekeken naar de weergave als naar de berekening.'

Op dit moment is het voor banken echter nog lastig alle kosten die binnen de beleggingsfondsen waarmee zij werken, worden ingehouden te rapporteren. Simpelweg omdat fondshuizen deze nog niet allemaal specificeren. Op basis van de Europese verordening PRIIP's moeten zij dit wel gaan doen, maar officieel pas vanaf 2020. Om banken en vermogensbeheerders tegemoet te komen en te voorkomen dat banken bepaalde fondshuizen van het schap

nemen, omdat ze niet alle benodigde informatie verschaffen, heeft de Europese koepel van fondshuizen, Efama, onlangs echter wel een template gemaakt van alle kosten die fondshuizen vanaf 3 januari 2018 moeten specificeren. Zowel NN Investment Partners als Robeco zegt desgevraagd de template te kennen en hem volgend jaar inderdaad te gaan gebruiken. De AFM heeft de template nog niet beoordeeld.

### Kostentransparantie

Volgens Bert van den Broek van Rabobank blijft een probleem dat er geen internationale standaard is voor hoe fondshuizen de verschillende kostenposten moeten berekenen. 'Dit verbetert wel. Er worden afspraken over gemaakt. Maar er blijven altijd punten voor verbetering. Zowel rendementen als kosten blijven subjectief.' Dit is alleen al zo doordat partijen verschillende systemen gebruiken om deze te berekenen.

Partner Philip de Koeijer van AF Advisors onderschrijft dit. 'Een van de posten die straks geëxpliciteerd moeten worden zijn de transactiekosten, volgens PRIIP's moet dit op instrumentniveau gebeuren. Maar wat zijn de transactiekosten bijvoorbeeld precies als je een vastgoedfonds bent dat in huizen investeert? Bij obligaties is dit ook lastig, want daar zijn de transactiekosten onderdeel van de koers. PRIIP's geeft wel handvatten', zegt hij. 'Maar als je dit echt allemaal op die manier in-

steekt is mijn indruk dat je de transactiekosten veel te hoog inschat.'

Bij indextrackers zou je er volgens hem op uit kunnen komen dat je de totale tracking difference als kosten moet zien. De tracking difference is het verschil in rendement van het betreffende fonds en de index die het volgt. Dit verschil wordt echter niet altijd alleen verklaard door de kosten. De Koeijer: 'Soms werkt een aanbieder met sampling [hij heeft dan niet alle stukken uit de index die hij volgt in handen, maar een representatieve afspiegeling, red.]. Hij kan daarmee wat scheef zitten of iets uit de pas zijn gaan lopen als er een revisie van de index is geweest. Ook kunnen er valuta-effecten zijn. Reken je het totale verschil als kosten, dan kunnen trackers wel eens heel erg duur gaan lijken.'

Er is dus nog een aantal praktische moeilijkheden. Wat Van den Broek van Rabo de retorische vraag doet stellen wat een klant ermee opschiet dit allemaal tot twee cijfers achter de komma te weten. 'Wij willen het als bank wel weten, maar feit is dat maar heel weinig klanten kijken naar alle kosteninformatie die we nu al geven. In plaats van aan het verder uitsplitsen van de fondskosten zou ik mijn tijd en geld liever besteden om klanten te wijzen op het belang van kosten en ze beter te informeren over wat we nu al rapporteren. Het gaat er nu echt om of kosten 1,23% zijn of in werkelijkheid misschien 1,22% of 1,24%, in die orde van grote. Wat we nu al rapporteren is een heel aardige indicatie.'

Dit wil niet zeggen dat Van den Broek vindt dat beleggers niks opschiet met de toegenomen kostentransparantie. 'Zeker wel. Dat je straks verplicht bent alle kosten bij elkaar op te tellen, zorgt ook intern voor een toegenomen bewustwording. Ik hoorde een keer iemand uit de industrie zeggen dat hij een product had waarvoor hij alles bij elkaar uitkwam op 2,8% aan kosten. Toen was de reactie wel: die kosten

**'HET GAAT  
ER NU OM OF  
KOSTEN 1,23%  
OF 1,22%  
ZIJN'**





kunnen we pas rapporteren nadat we ze verlaagd hebben. En dat is gebeurd.'

### Werking, risico en doelgroep

Een ander belangrijk punt uit Mifid II volgens de AFM is dat een product moet aansluiten bij de klantgroep waaraan het product wordt aangeboden. Mifid II bevat heel specifieke regels op het gebied van de zogenoemde 'product governance' voor zowel de ontwikkelaars van beleggingsproducten zoals beleggingsfondsen als voor de partijen die deze producten verkopen.

Deze houden in dat fondshuizen en andere makers van beleggingsproducten bij de ontwikkeling en distributie van producten moeten aangeven wat ze doen, wat de risico's zijn en voor welke doelgroep ze bestemd zijn. Vervolgens moet periodiek gekeken worden of bepaalde kenmerken misschien veranderd zijn, als gevolg van marktomstandigheden bijvoorbeeld.

Een voorbeeld van een product waarvan de risico's veranderd zijn als gevolg van marktomstandigheden zijn de zeer defensieve profielfondsen. Veel partijen bieden deze momenteel niet aan omdat de fondsen vanwege de lage rentestand en de kans op een rentestijging in werkelijkheid nu even niet zo laag risicovol zijn als zij pretenderen te zijn, aldus consultant De Koeijer van AF Advisors.

Fondshuizen moeten deze productbeschrijvingen momenteel allemaal maken. 'Doordat zij dit moeten opschrijven zullen zij hierin waarschijnlijk wat kritischer zijn, dan zij eerder waren', zegt De Koeijers collega Peter Dom van AF Advisors. Ze zullen minder snel een ruime doelgroep kiezen voor hun producten.

Distributeurs moet zelf ook een analyse maken van de doelgroep waarvoor een product geschikt is en hun distributiestrategie hierop aanpassen. Vervolgens moeten zij zorgen dat het juiste product ook daadwerkelijk bij de

juiste individuele klant terechtkomt

Een mooi voorbeeld van een product waarvan het goed zou zijn geweest als de werking en de doelgroep eerder duidelijk omschreven waren, zijn de Rabo-ledencertificaten zegt De Koeijer. 'Zij werden oorspronkelijk verkocht als een soort spaarproduct met weinig risico's. Banken gaan toch nooit failliet, zo was de gedachte, terwijl het in feite om een vrij complexe achtergestelde en eeuwigdurende bedrijfsobligatie ging, waarbij de couponbetaling afhankelijk was van de financiële positie van de bank. Nog niet zo lang geleden voelde de Rabobank zich daarom verplicht herhaaldelijk brieven uit te sturen waarin erop gewezen werd dat klanten hun portefeuille moeten spreiden en dat deze beleggingsproducten misschien toch niet voor iedereen zo geschikt waren.'

### Hefboomproducten

Als gevolg van Mifid II krijgt de AFM straks ook de bevoegdheid individuele producten te verbieden. Vooralsnog kon de toezichthouder alleen bepaalde aanbieders van producten aanpakken, als deze tenminste onder de geldende productontwikkelingsnormen vielen. Zij konden aangesproken worden op hun proces, maar de producten zelf konden niet worden aangepakt. Maar dit gaat veranderen en daar is de AFM blij mee. 'Wij hebben hier een speciaal interventieteam voor gevormd, vertelt Gert Luiting van de AFM. Uit verschil-

lende teams zijn hier mensen voor vrijgesteld. Hoeveel dat er zijn, wil hij niet zeggen.

Mogelijk kan de AFM dan eindelijk iets ondernemen tegen zogenoemde contracts for differences (CfD's). Dit zijn hefboomproducten waarmee ingespeeld kan worden op stijgingen of dalingen van aandelen, obligaties, grondstoffen, valuta et cetera. Verschillende toezichthouders waaronder de Nederlandse AFM hebben deze producten eerder al bestempeld als zeer risicovol en voor het merendeel van de beleggers ongeschikt.

Uit een Frans onderzoek bleek eerder dat meer dan 89% van de beleggers in dit soort producten geld verliest. Volgens de AFM is er geen reden om aan te nemen dat de situatie voor Nederlandse beleggers anders is.

CfD-aanbieders zijn vaak in verschillende Europese landen actief op basis van een Europees paspoort. Hierdoor vallen ze niet onder het toezicht van de regionale toezichthouder, maar onder die van het land dat dat paspoort heeft afgegeven, waardoor de AFM hier tot nu toe weinig tegen kon ondernemen.

Natuurlijk kan de AFM ook straks niet lichtzinnig te werk gaan bij het verbieden van producten, zegt projectleider Mifid beleggersbescherming Helleman van de AFM. 'Er moet aantoonbaar sprake zijn van een grote schadelijkheid voor consumenten of systemen.'

AF Advisors betwijfelt de slagkracht van de Nederlandse toezichthouder op dit punt. De Autoriteit Financiële Markten heeft zich eerder uitgesproken tegen binaire opties, bepaalde scheeps-cv's en sommige vastgoedobligaties. Vaak zijn dit echter producten die net buiten het toezicht vallen. De Koeijer: 'Ik denk dat de AFM hier een wat te grote broek aantrekt.' ■

**'IK DENK DAT DE AFM HIER EEN WAT TE GROTE BROEK AANTREKT'**

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# DE LAATSTE BARRAGE

## ADVISEUR ZIT KLEM TUSSEN DE KLANT EN HET TOEZICHT

Banken en vermogensbeheerders mogen vanaf 2018 geen transacties meer uitvoeren van ondernemers van wie zij het LEI-nummer niet weten.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**W**at als een ondernemer op 4 januari een positie in Shell wil verkopen, maar wij deze order pas tien dagen later kunnen uitvoeren omdat hij eerst nog even een LEI-nummer moet aanvragen — wat tien dagen duurt — en in de tussentijd het aandeel met 10% gezakt is? Ik denk dat wij dan wel een claim kunnen verwachten. Laten we de transactie wel doorgaan, dan riskeren we een boete van de AFM.' Aan het woord is hoofd productmanagement Danny van Doesburg van Rabobank.

Ook directeur products en solutions Eran Habets van ABN Amro omschrijft 'de LEI-nummers-kwestie' als 'nog een van de grootste uitdagingen omtrent Mifid II'.

Om misbruik van voorkennis en witwassen te voorkomen moeten banken, vermogensbeheerders en brokers alle transacties die zij voor klanten uitvoeren, melden bij de AFM. Dit is op zich niet nieuw, maar op grond van Mifid II moeten partijen vanaf 3 januari 2018 bij het melden hiervan geen 23 velden invullen maar 65. Dit gaat onder meer om gegevens als naam van de beleg-



gingsadviseur, naam van de klant et cetera. Een van de vakjes die erbij zijn gekomen, is het paspoortnummer bij transacties voor particulieren en de zogenoemde Legal Entity Identifier oftewel het LEI-nummer van ondernemers. Ontbreekt dit nummer, dan mag een transactie in principe niet worden uitgevoerd.

'Het paspoortnummer is iets wat wij niet bij alle klanten in het dossier hebben staan. Tot nu toe mochten klanten zich ook legitimeren met een rijbewijs of een BSN-nummer', zegt Van Doesburg.

LEI-nummers bestaan nog maar een paar jaar. Ook die zitten nog

lang niet in alle klantdossiers. Klanten moeten dit nummer aanvragen bij de Kamer van Koophandel. Hier moeten ze voor betalen en vervolgens duurt het zo'n tien dagen voordat ze het nummer in huis hebben. Klanten moeten dit dus tijdig doen, maar dan moeten zij dit wel weten natuurlijk.

De banken hebben hun adviseurs op het hart gedrukt klanten hier bij ieder klantcontact op te wijzen. Maar waarschijnlijk ontkomen ze er niet aan klanten ook nog brieven te gaan sturen en sommigen misschien ook wel te gaan bellen.

### Alternatieven

De AFM geeft aan dat er voor het paspoortnummer nog wel een paar alternatieven zijn. Er geldt een inspanningsverplichting het nummer te achterhalen, maar als dit dan toch nog ontbreekt, is er ook nog een tweede en derde alternatief. Het nummer van een identiteitskaart mag dan ook en de derde optie is de zogenoemde 'concat'. Dat is een tekencombinatie van letters uit een aantal persoonsgegevens die meestal wel in het dossier staan.

Voor de LEI worden er geen alternatieven geaccepteerd. Projectleider beleggersbescherming Mifid II Lieke Helleman van de AFM: 'Dit is een harde eis: "no lei, no trade"'. ■

# WAT IS VAKBEKWAAM?

## PRIVATE BANKER MIST DIEPGAANDE BELEGGINGSKENNIS

Vanaf volgend jaar gelden er aangescherpte vakbekwaamheidseisen voor personeel dat klanten informeert of adviseert over beleggingen.

**TEKST** REDACTIE FONDSNIEUWS

**B**egrijpen hoe financiële markten werken en hoe deze de waarde en de prijsstelling van beleggingsproducten die aan cliënten worden aangeboden beïnvloeden, is één van de vakbekwaamheidseisen die aan adviseurs wordt gesteld in het kader van Mifid II. De adviseur wordt ook geacht de gevolgen te begrijpen van economische cijfers en nationale, regionale en mondiale gebeurtenissen voor markten én voor de waarde van beleggingsproducten die aan cliënten worden aangeboden of aanbevolen. De eisen zijn geformuleerd door de Europese toezichthouder Esma. Ze gelden vanaf 2018 voor personeel dat adviseert over beleggingen. Voor DSI-geregistreerde beleggingsprofessionals is dit geen probleem, of private bankers er ook aan voldoen, is de vraag.

‘Al onze beleggingsspecialisten zijn DSI geregistreerd, die weten dit’, zegt Bert van den Broek van Rabobank. ‘Maar onze private bankers en financieel adviseurs hebben onder andere WFT Vermogen. Ook van hen vereist de Esma nu bijvoorbeeld kennis over het waarderen

van financiële markten. Dat zit niet in WFT Vermogen.’

In Nederland gaat dit bij Rabobank alleen al om zeker duizend bankers. Van den Broek: ‘We moeten dus nadenken hoe we dit gat gaan dichten en vervolgens hoe we gaan aantonen dat deze bankers vakbekwaam zijn. Het zou mooi zijn als daartoe de WFT Vermogen zou worden uitgebreid.’

### Dunne scheidslijn

DSI formuleerde onlangs de voorlopige eindtermen voor beleggingsadviseurs. Of ook private bankers aan deze nieuwe normen moeten voldoen, hangt volgens DSI directeur Jerry Brouwer af van wat zij feitelijk doen. ‘Onder de nieuwe regels moeten werkgevers in kaart brengen wie wat doet. Adviseren? Informeren? Wij adviseren mensen het na te vragen bij hun leidinggevenden, want

soms lijkt de scheidslijn tussen adviseren en informeren niet duidelijk.’

Waar Rabobank zegt dat zijn bankers ook adviseren en dus aan de nieuwe normen moeten voldoen, zegt ABN Amro: ‘Onze private bankers adviseren niet. Zij informeren alleen. Onze banker is de generalist. Daarnaast zijn er specialisten. Voor gesprekken over beleggen wordt doorverwezen naar beleggingsspecialisten. Die zijn DSI geregistreerd.’ Er gaan echter ook aangescherpte vakbekwaamheidseisen gelden voor mensen die informatie geven over beleggen en volgens de AFM zijn deze ook ‘vrij fors’.

ABN is daarom ‘op maat training aan het ontwikkelen’, zegt Habets. ‘Extern certificeren is ons inziens niet nodig om te borgen dat bankers voldoen aan de Mifid II-vakbekwaamheidseisen.’

Rabo ziet de mensen die telefonisch mensen te woord staan over beleggen als informerende medewerkers. Zij hebben een interne opleiding gevolgd, maar zijn nog niet aantoonbaar vakbekwaam via de gangbare route. De bank heeft hiervoor tot 3 januari. ‘Dat is veel te kort dag, maar wij zullen zo nodig noodmaatregelen nemen zodat onze klanten ervan uit kunnen gaan dat zij altijd kundig geadviseerd worden, ongeacht de nieuwe regelgeving.’ ■

## DE SMALLE GRENS TUSSEN INFORMATIE EN ADVIES

# HET RISICO VAN TE VEEL BESCHERMING

## MARKT: PAS OP DAT KLANT NIET MURW WORDT

Als gevolg van Mifid II zal de belegger daadwerkelijk beter beschermd zijn, maar doordat het pakket zoveel omvat en erg gedetailleerd is, wordt dit doel misschien hier en daar wat voorbijgeschoten.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**M**ifid II bevat echt goede onderdelen: beter gekwalificeerd personeel en betere kosten transparantie. Vroeger ging als je €25.000 ging beleggen €5000 op aan fees. Je ziet al dat de nadruk op kosten en ook het provisieverbod hebben geleid tot meer passieve fondsen. Om vermogen op te bouwen voor de lange termijn zijn dit soort lagekostenproducten vaak prima, zegt jurist Niels Lemmers van vereniging van effectenbezitters VEB. 'Ook zag je tijdens de crisis dat meerdere mensen alles in één product belegd hadden. Dat zie je haast niet meer. Als gevolg van de toegenomen informatie, zijn er bovendien veel gedetailleerdere discussies mogelijk tussen klant en aanbieder. Dat is goed. Maar je ziet dat er in de tien jaar dat Mifid II op de tekentafel heeft gelegen dingen zijn gaan schuiven.'

Lemmers: 'In het begin was de intentie echt de belegger beter te be-



NIELS LEMMERS VAN DE VEB

### 'MIFID II LAG 10 JAAR OP TEKENTAFEL EN IS GAAN SCHUIVEN'

schermen, maar gaandeweg werd de belegger weerbaarder en klonk ook steeds meer het geluid dat de belegger ook een eigen verantwoordelijkheid heeft. Je zag toen binnen de markt een tegenreactie ontstaan. Partijen gingen zich indekken. Er ontstond een afvinkcultuur. Een advies werd een pakket van 40 pagina's in plaats van drie A4'tjes. Dat schiet in mijn optiek een beetje door. Zo bezien heeft de regering-Trump best een punt als zij stelt dat we de hele storm aan financiële regelgeving die er na de crisis gekomen is goed moeten evalueren.'

Hoogleraar effectiviteit van regelgeving bij beleggingsondernemingen aan de VU, Tom Loonen, waarschuwde er eerder al voor dat de nieuwe Europese regels voor beleggingsbescherming zo veel verplichtingen tot waarschuwen en informeren bevatten dat het gevaar bestaat dat de klant juist niet meer luistert.

#### Ongelezen wegglikken

'Natuurlijk is waarschuwen goed, maar je kunt ook doorschieten. Dan kunnen mensen onnodig in paniek raken of juist murw worden voor alle





ADVIESGESPREK

waarschuwingen en ze ongelezen wegklikken', is de boodschap van Loonen. Loonen, die tevens directeur Wealth Management Services is bij Insinger de Beaufort, wees bijvoorbeeld op de regel uit Mifid II die stelt dat vermogensbeheerders particuliere beleggers moeten informeren als hun beleggingsportefeuille gedurende een verslagperiode 10% gedaald is ten opzichte van het begin van deze periode. Dit moet direct op de werkdag waarop dit gebeurt. Heeft een belegger derivaten in zijn portefeuille dan moet niet alleen gewaarschuwd worden als de hele portefeuille 10% in waarde is afgenomen, maar ook als een individueel derivaat met dit percentage daalt. Keldert de portefeuille of een derivaat vervolgens opnieuw 10% dan moet er weer gewaarschuwd worden. Hij vindt de grens waarbij gewaarschuwd moet worden arbitrair. 'Waarom dit percentage is aangehouden is mij onduidelijk. Een percentage dat past bij de omstandigheden van het geval zou passender zijn.' De vraag is bovendien hoe klanten reageren op een bericht dat hun portefeuille substantieel minder waard is geworden, zegt Loonen.

'Het kan zijn dat ze in paniek raken, hun beleggingshorizon uit het oog verliezen en in één keer alles willen verkopen. Meestal handel je dan op het verkeerde moment.'

Een tweede mogelijke reactie is dat ze hun bankier bellen en vragen: wat denk jij? Komt het nog goed? 'De bankier wordt dan verleid allerlei voorspellende uitspraken te doen over de koersontwikkeling, terwijl we allemaal weten dat de waarde van dit soort voorspellingen maar beperkt is. Hier wilden we juist vanaf.'

De derde en de meest wenselijke reactie is volgens Loonen dat een klant verstandig met de informatie omgaat en rationeel bekijkt in hoeverre het nu nodig en mogelijk is bij

## AFM: HET GEVAAR VAN 'TICKING THE BOX' IS ER

te storten, zijn verwachtingen naar beneden bij te stellen, zijn risicoprofiel te herijken of gewoon even niks te doen omdat hij nog op koers ligt om zijn doelstellingen te halen. Een klant is meestal alleen in staat tot het derde type reactie als de vermogensbeheerder niet sec mededeelt dat er sprake is van een daling, maar ook achtergrondinformatie geeft over het hoe en waarom van de daling, hoe vaak er dergelijke dalingen voorkomen et cetera, en vervolgens inzicht geeft in wat dit betekent voor de kans dat de eerder gestelde doelstellingen binnen de daarvoor gestelde termijn gehaald worden.

### Het hellende vlak

De vraag is in hoeverre banken en vermogensbeheerders dit zullen doen, zegt Loonen. Er staat nergens dat het moet en het is bovendien ICT-technisch ingewikkeld. 'Achtergrondinformatie geven over de daling zal nog wel lukken, maar ook alle persoonlijke consequenties en opties beschrijven wordt een stuk ingewikkelder.'

Gebeurt dit niet, dan kan er een wereld ontstaan waarin beleggingsondernemingen zich kunnen verschuilen achter alle waarschuwingen die ze doen: Ik heb je toch gewaarschuwd? — terwijl de klant zich hier misschien onvoldoende van bewust is.

Gert Luiting van de AFM erkent dat Mifid II qua operations echt een gigantisch project is. 'Natuurlijk loop je dan het risico op "ticking the box", maar wij proberen toch echt wel te benadrukken dat het gaat om de geest van de wet, en die is dat de beleggersbescherming omhoog moet. Wij zullen daar als gedragstoezichthouder op toezien.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# Mifid II dwingt tot nadenken over het businessmodel

IRIS VAN DE LOOIJ: NIEUWE REGELS MAKEN HET VOEREN VAN COMPLEXE PRODUCTEN DUUR

## COLUMN

**D**e kosten die invoering van Mifid II met zich meebrengt, dwingt banken en vermogensbeheerders om na te denken over hun businessmodel. Een van de afwegingen daarin is de productstrategie, oftewel bepalen welk type producten deel uitmaken van het aanbod. Onder Mifid II brengt het aanbieden van meer complexe producten zo veel meer risico en kosten met zich mee dat veel partijen het aanbod fors terugbrengen.

De markt laat in 2017 al een 'record inflow' in passieve beleggingsproducten zien. Veel partijen kiezen door toegenomen regelgeving en prijsdruk meer en meer voor de simpele beleggingsoplossingen. Mifid II zet de kritische blik op het productaanbod verder op scherp.

De winstgevendheid van vermogensbeheerders staat erg onder druk. Dit komt door concurrentie van onlinespelers die zorgen voor prijsdruk. Maar ook door forse toename van de compliancekosten. Mifid II vraagt partijen om aanpassingen in de systemen en voor meer investeringen in compliance. Uit cijfers van Scorpio Partnership blijkt dat kleinere bedrijven ongeveer 10% van de omzet aan compliancekosten kwijt zijn terwijl grotere bedrijven ongeveer 3% van de omzet besteden aan compliance.

## Hogere kosten

Complexere producten in het aanbod van een vermogensbeheerder zorgen voor hogere compliancekosten dan minder complexe producten. Mifid II kent binnen de product governance-richtlijnen het proportionaliteitsprincipe. Dat houdt bijvoorbeeld in dat naarmate een product meer complex is, er wordt verwacht dat er meer detailinformatie van het product beschikbaar is terwijl bij een minder complex product kan worden volstaan met een bulk- beschrijving van de groep producten waar het product toe behoort.



Ook voor selectie en goedkeuring van producten geldt proportionaliteit. Simpele producten mogen als groep worden goedgekeurd terwijl meer complexe producten individueel door de goedkeuringsprocedure moeten. Ook bij de jaarlijkse herziening van de producten geldt dit onderscheid. Dit betekent dat simpele producten wezenlijk minder tijd vragen van productspecialisten en medewerkers van risk, legal en compliance.

Mifid II vereist dat de vermogensbeheerder jaarlijks een overzicht aan de klant verstrekt met de werkelijk gemaakte kosten. Deze kosten moeten worden weergegeven in zowel een percentage als in absolute bedragen. Dit is een aspect van de nieuwe regelgeving die veel partijen nerveus maakt en ook sterk meespeelt in de bepaling van het productaanbod.

De hogere kosten van complexe producten worden direct zichtbaar voor de klant. In een periode dat deze producten weinig toegevoegde waarde aan het rendement hebben geleverd, kan dit tot lastige gesprekken met de klant leiden en mogelijk zelfs tot een claim. In het geval niet exact de juiste informatie aan de cliënt is verstrekt bij de advisering van het product loop je ook het risico deze claim te moeten betalen.

Het aanbieden van complexe producten vraagt dus een organisatie met zeer efficiënte product-approval-processen, een heel goede informatielijn met de productent van het product en goed opgeleid personeel dat het product door en door kent. Dat is een duur model. Of het ook een winstgevend model is, hangt af van de toegevoegde waarde van de producten in de portefeuilles en het onder controle krijgen van de risico's van misverkoop. ■

IRIS VAN DE LOOIJ IS ZELFSTANDIG ADVISEUR. EERDER WERKTE ZIJ ONDER MEER ALS GROUP HEAD OF INVESTMENT SOLUTIONS BIJ KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS.





Deutsche Asset Management

## **IF YOU BELIEVE RESPONSIBLE INVESTING AND SUSTAINABLE PERFORMANCE CAN GO HAND-IN-HAND...**

...we share your conviction in ESG Investments. Our proprietary ESG Engine integrates environmental, social and governance considerations into our investment processes and decisions. It draws on the inputs of seven leading external ESG data providers<sup>1</sup> and a range of non-governmental organisations to provide a genuinely 360° view. This multi-facet, multi-factor approach analyses, assesses and ranks corporations and sovereigns on a broad array of ESG indicators – enabling us to devise bespoke solutions uniquely tailored to your responsible investing needs.

**THIS IS ASSET MANAGEMENT.**

[deutscheam.com](http://deutscheam.com)



<sup>1</sup> Ethix, MSCI, Oekom, RepRisk, Sigwatch, Sustainalytics, TruCost; Source: Deutsche Asset Management International GmbH, 2017. Includes the global real estate portfolio of the alternatives and real estate platforms in the areas of commercial and residential real estate and REITs. Investments are subject to investment risk, including market fluctuations, regulatory change, counterparty risk, possible delays in repayment and loss of income and principal invested. Past performance might not be indicative of future results. The value of an investment and any income from it can fall as well as rise and investors might not get back the amount originally invested at any point in time. Issued in the UK by Deutsche Asset Management (UK) Limited, Winchester House, 1 Great Winchester Street, London EC2N 2DB, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.