

fondsNIEUWS

THEMA
SMART BÈTA

JUNI 2013

WWW.FONDSNIEUWS.NL

HET ANKER IS LOS!

LAGE RENTE BEDREIGT
RENDEMENTSPERSPECTIEF

PAGINA 4-7

EXECUTION ONLY-PLATFORM RUKT OP PAGINA 12-13

CIO-DEBAT: VERENIGDE STATEN FAVORIET PAGINA 18-19

THEMA: SMART BÈTA-BELEGGEN PAGINA 24-31



ik geef niet snel op tijdens een training.
ik wil me ook voor mijn cliënten volledig inzetten.
ik weet dat ETF's me daarbij een voorsprong geven.



Elke belegger is uniek. Dat is het principe van iShares.

Beleggers moeten vandaag de dag harder werken en verder kijken om potentiële groei en inkomsten te vinden. Bovendien is spreiding essentieel om in de huidige volatiele markten een consistent rendement te bereiken.

iShares ETF's bieden u een ongeëvenaarde keuze uit wereldwijde beleggingscategorieën, landen en sectoren. Ver weg of dichtbij, traditionele of alternatieve beleggingen, ontwikkelde of opkomende markten: iShares biedt mogelijkheden in het hele spectrum. Daarom is het niet verrassend dat meer beleggers hun geld toevertrouwen aan iShares dan aan enige andere ETF-aanbieder*.

Beleggen gaat altijd gepaard met een zekere mate van risico ten aanzien van zowel vermogen als inkomsten.



**Bestel nu de ETF Toolkit voor adviseurs,
voor u samengesteld door 's werelds grootste
ETF-aanbieder. Ga naar www.ishares.nl/toolkit,
of bel ons op 0800 0233 466.**

 **iShares**[®]
by BLACKROCK[®]

* Gebaseerd op het beheerd vermogen (AUM) per november 2012; bron: Bloomberg. Deze advertentie is uitsluitend bestemd voor professionele beleggers en dient niet ter informatie te worden aangeboden aan particuliere cliënten. Beleggen gaat altijd gepaard met een zekere mate van risico. De waarde van beleggingen en de gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen en het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijk geïnvesteerde geld niet terug ontvangen. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare richtlijn voor toekomstige resultaten en dienen niet als enige criterium te worden genomen bij de selectie van een product. iShares ETF's streven ernaar een benchmark te volgen en de beleggingen in een portefeuille worden niet aangepast bij het stijgen of dalen van de markt. Sommige iShares ETF's zijn geoptimaliseerd en houden daarom niet alle effecten van de index in portefeuille. De performance kan hierdoor afwijken van de onderliggende benchmark-index. iShares ETF's worden gedurende de handelsdag op de beurs verhandeld tegen de geldende marktcoers, die kan afwijken van de netto-vermogenswaarde. Er worden transactie- en brokerkosten in rekening gebracht. BlackRock doet geen uitspraken over de vraag of een belegging geschikt is voor u en of deze aansluit bij uw persoonlijke behoeften en risicotolerantie. BlackRock Advisors (UK) Limited, dat een vergunning heeft ontvangen van de Financial Conduct Authority ('FCA') en onder toezicht staat van de FCA, heeft dit document uitsluitend voor professionele beleggers in Nederland uitgegeven. Geen andere persoon zou op basis van de informatie in dit document besluiten moeten nemen. iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc en iShares V (de 'vennootschappen') zijn openeind beleggingsmaatschappijen met variabel kapitaal naar 's recht, waarvan de fondsen afzonderlijk aansprakelijk zijn, die zijn toegelaten door de Financial Regulator. De vennootschappen zijn in Nederland aangemeld bij de Autoriteit Financiële Markten en hebben toestemming ontvangen om hun aandelen te verkopen aan het Nederlandse publiek. De vennootschappen zijn derhalve beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht. Bijgevolg zijn de vennootschappen, met betrekking tot die notificatie, onderworpen aan de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de voorschrifteninstelling als bedoeld in artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht. Bijgevolg zijn de vennootschappen, met betrekking tot die notificatie, onderworpen aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam N.V. en zijn bijgevolg onderworpen aan de voorschriften van Euronext Amsterdam N.V. Exemplaren van alle documenten (d.w.z. het hoofd-/parapluprospectus, het/de supplement(en), de laatste en voorgaande jaarverslagen en halfjaarlijkse verslagen van de vennootschappen en de oprichtingsakte en statuten van de vennootschappen) zijn in Nederland gratis verkrijgbaar ten kantore van de Nederlandse vertegenwoordiger, BlackRock Advisors (UK) Limited – Dutch Branch, Rembrandt Toren, 17e verdieping, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Nederland of telefonisch via de informatielijn van de Nederlandse vertegenwoordiger op 0800 0233 466. Iedere beslissing om te beleggen dient uitsluitend gebaseerd te zijn op de informatie in het bij deze belegging behorende prospectus, de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) en het meest recente halfjaarverslag en de niet door een accountant goedgekeurde halfjaarrekening en/of het jaarverslag en de door de accountant goedgekeurde jaarrekening. Uitgegeven door BlackRock Advisors (UK) Limited (geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority). Geregistreerd adres: 12 Throgmorton Avenue, Londen, EC2N 2DL. In Engeland geregistreerd onder nr. 00796793. Tel: (0044) 20-7743 3000. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Advisors (UK) Limited. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.

VOORWOORD

De president van de Amerikaanse centrale bank, Ben Bernanke, heeft klaarheid gebracht: eind dit jaar wordt een begin gemaakt met de afbouw van het kwantitatieve verruimingsbeleid en eind 2014 zal dit volledig zijn afgebouwd in de VS. De markten hebben nerveus gereageerd op dit nieuws. Stijgende rente en dalende koersen zullen het gevolg zijn. De bullmarkt voor obligaties is voorbij, wat tot de verwachte rotatie ten gunste van aandelen zou kunnen leiden. Maar er blijft veel onzekerheid: de VS en Europa verkeren in een verschillende fase. Wat betekent dat voor de renteverschillen en voor de onderscheidelijke obligatiemarkten? Van beleggers en vermogensbeheerders wordt veel stuurmanskunst gevraagd. Wat betekent een stijgende rente bijvoorbeeld voor het obligatiegedeelte van de portefeuille en hoe om te gaan met klanten die voor een zogenaamd risicomijdende portefeuille kiezen? Hoeveel risicomijdend gedrag kan de klant zich veroorloven als hierdoor tegelijkertijd de kansen op rendement sterk zijn verminderd? Risicoprofielen zijn in dit tijdsgewricht dan ook een serieus probleem voor beheerders van portefeuilles. Het risicovrije gedeelte van de portefeuille, de (staats-)obligaties, zijn niet meer risicovrij nu een obligatiekracht zoals in 1994 op de loer ligt. Assetmanagers en vermogensbeheerders raden hun klanten aan meer in aandelen te beleggen. Want wat gisteren nog risicovrij was is dat vandaag niet meer. Het is een Umwertung aller Werte, die de sector bloednervus maakt en laat zoeken naar alternatieven. Smart bèta-beleggen is er daar één van.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



HET ANKER IS LOS!

LAGE RENTE BEDREIGT RENDEMENTSPERSPECTIEF

PAGINA 4-7



EXECUTION ONLY-PLATFORM RUKT OP

Nu het provisieverbod een feit is, valt ook het traditionele verbond tussen banken en assetmanagers uiteen. Met dank aan internet werkt iedere partij nu via een execution only-platform aan zijn eigen propositie.

PAGINA 12-13



THEMA: SMART BÈTA-BELEGGEN

Kapitaalgewogen indices bleken niet bestand tegen de beurskrach van 2008. Reden dat assetmanagers werken aan nieuwe indices en producten die niet focussen op rendement maar op de risico.

PAGINA 24-25

EN VERDER

CIO-DEBAT: AANDELEN VEILIG VOOR RENTESTIJGING

Dankzij de relatief lage koers-winstverhoudingen zijn aandelen goed beschermd tegen een mogelijke obligatiekracht.

PAGINA 18-19

AEX IS NU GOEDKOOP EN KOOPWAARDIG

De AEX blijft in Europa achter bij andere indices en is daarom juist aantrekkelijk.

PAGINA 22-23

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 11
PRODUCTPANEL..... 17

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE ENGELBRACHT BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, JEROEN BOOGAARD, TIBBE HOEKSTRA, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, KIM RAAD, MIRANDA SCHOOTSEN, MARTIJN VROON SALES THIJS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

FONDSNIEUWS

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



LAGE RENTE SLAAT HET ANKER IN DE PORTEFEUILLE VAN DE BELEGGER WEG

VERMOGENSBEHEERDERS ZIEN ZICH VOOR NIEUWE UITDAGINGEN GESTELD

Nu de rente zich op een laagterecord bevindt en lijkt uit te bodemen, komen de risicomijdende portefeuilles zwaar onder druk te staan. Beleggers vragen zich af hoe zij deze klanten een rendementsperspectief kunnen blijven bieden. Meer diversificatie lijkt het antwoord.

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Hoofdbreken, daar zorgt de lage rente momenteel voor bij vermogensbeheerders. Met name bij de risicomijdende portefeuilles, want het is niet eenvoudig om voor de behoudende klant een rendement te leveren dat mooi afsteekt bij een spaarrekening.

'Waar het effectief op neerkomt is het schrappen van basispunten,' erkent Michel Alofs, directeur bij Optimix. In een risicomijdende portefeuille is de ruimte beperkt. 'Je kunt niet zoveel risico's lopen, dus het is knokken voor elke tien basispunten.' De looptijd van de obligaties verkorten, extra valuta-exposure, iets overwogen zijn in aandelen, wat extra bedrijfsleningen. 'Zo proberen we de risicobehoudende

portefeuille naar circa 4% te tillen.'

Al is het probleem betrekkelijk, geeft hij aan. 'Vorig jaar realiseerden we op de behoudende mandaten een performance van 9%. Al hebben we daarmee misschien wel een groot voorschot genomen op dit jaar.' Volgens Alofs dwingt de lage rente vermogensbeheerders om alerter en actiever te beleggen. 'Want iedereen speelt hetzelfde spel en jaagt ook dezelfde kansen na.'

Defensieve portefeuille

Het anker in de portefeuille is vanuit het rendementsperspectief gezien weggeslagen. Dat vraagt om een andere blik op risicoarme portefeuilles. Aandelen hebben daar zeker een rol in, meer dan in het verleden, vindt de Optimix-directeur. 'Aandelen zijn niet schreeuwend duur. In sommige gevallen hebben ze bijna dezelfde risicorendementsverhouding als bij bedrijfsleningen. Als aandelen echt

goedkoop zijn, dan voel ik me daar bij een defensief mandaat wel senang bij.'

Toch kan het niet zo zijn dat een defensieve portefeuille voor 40% uit aandelen bestaat, vindt hij. 'Dan wijken we te veel af van de doelstelling van de klant. Tegenwoordig kijken we ook op een andere manier naar portefeuilles: waar loop ik de kans op permanent verlies van vermogen? Je kunt obligaties niet zien zitten vanwege de kans op enkele procenten verlies, maar in aandelen kun je zomaar met tientallen procenten onderuit gaan.'

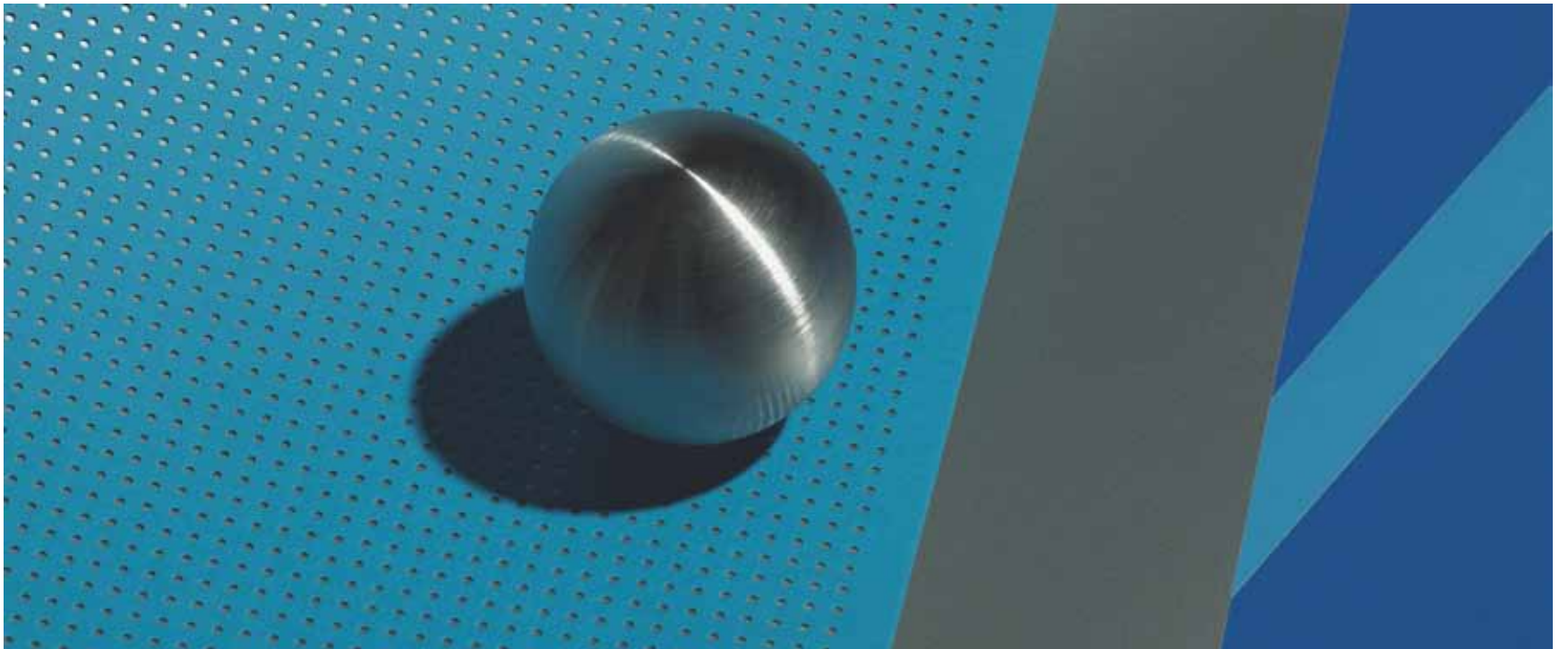
We moeten af van het oude dogma waarbij obligaties automatisch als vei-

lig bestempeld worden, vindt Luc Aben van Van Lanschot. Alles heeft immers zijn prijs. Tegelijkertijd blijven obligaties ook bij deze vermogensbeheerder de basis van de defensieve portefeuilles, met de nadruk op bedrijfsleningen. 'Daarnaast zijn we al een tijd overwogen in aandelen,' zegt de hoofdeconoom. Verder is spreiding een belangrijk principe, ook in de risicomijdende portefeuille. 'Gemiddeld 15% wordt toegekend aan alternatieve investeringen zoals hedgefondsen.'

Daarnaast heeft de private bank de bandbreedtes in de allocatie verbreed om de visie beter tot uiting te kunnen brengen. 'Als een beleggingsinstrument te duur is geworden moet het mogelijk zijn de positie af te bouwen, zonder dat de bandbreedte van de beleggingscategorie gaat knellen. In de defensievere portefeuilles gelden bandbreedtes tot 35%.'

'Beleggen is toch ook een relatief spel,' relativeert Bob Homan, manager van het Investment Office bij ING.

'KUN JE JE POSITIE AFBOWEN, ZONDER DAT DE BANDBREEDTE KNELT?'



Our commitment is Performance.

Amundi, a major player in asset management.

- N°2 in Europe¹.
- N°9 worldwide¹.
- Close to **€750** billion AUM².

amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Amundi French joint stock company (Société Anonyme) with a capital stock of €584,710,755 – 437 574 452 RCS Paris – Portfolio management company approved by the French Financial Markets Authority (Autorité des Marchés Financiers) under no. GP 04000036 with company address at 90, Boulevard Pasteur – 75015 Paris – France. In each country where they undertake investment business, Amundi and its affiliates are regulated by the local regulatory authority. This document is prepared for information only and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of units of funds, SICAV, sub-funds or similar. The information on this document was confirmed accurate as at May 2013. Source: (1) No. 2 in Europe and No. 9 worldwide: Total net assets – Source IPE "Top 400 asset managers active in the European marketplace" published in June 2012, based on figures as at December 2011. (2) AUM: assets under management. €746 billion: Amundi Group figures as at 31 March 2013. Photo credit: Frank Hülsbömer

'Natuurlijk, als we denken met ongeveer vergelijkbaar risico meer rendement te behalen, doen we dat. "Emerging market debt" en bedrijfsleningen hebben wij vijf jaar geleden ook toegevoegd aan de portefeuille vanwege het rendement. Maar het gaat erom dat je door die lage rente niet laat verleiden tot allerlei capriolen en het lopen van extra risico.'

Search for yield

Tegelijkertijd zijn de risicopremies die verdiend kunnen worden op bedrijfsleningen op een 'all time low', en ook high yield levert niet veel meer op. Niet alleen de spreads zijn laag, zegt Alofs. 'In bedrijfsleningen worden bijna geen zekerheden meer gevraagd.' Hij vindt de situatie redelijk vergelijkbaar met die in 2007 en 2008, in de aanloop naar de kredietcrisis. Het lijkt erop dat de top is bereikt qua koersen, vindt ook Homan. 'Wij vragen ons ook af of we daar niet een keer winst op moeten pakken.'

De honger naar yield en het bij elkaar sprokkelen van het rendement in de behoudende portefeuilles vraagt tegelijkertijd om waakzaamheid bij vermogensbeheerders die voor delen van de portefeuille gebruikmaken van

fondsen. Wanneer fondsbeheerders uitstapjes maken in hun zoektocht naar rendement ligt een opeenstapeling van risico's op de loer, erkennen ze. Daarom zoekt ING naar fondsen met een zuiver mandaat. 'Als wij kiezen voor een fonds met bedrijfsobligaties dan willen wij geen fonds dat 20% in high yield belegt,' merkt Homan op. 'Om te voorkomen dat dat gaat interfereren met onze eigen allocatie.' Van Lanschot heeft een 'dedicated' team voor de screening van fondsbeheerders. Aben: 'Een fonds dat het mandaat te ruim opvat gaat eruit. De discipline van de fondsbeheerder is cruciaal.'

De grootste uitdaging voor de komende vier tot vijf jaar is volgens Michel Alofs van Optimix echter: hoe loodsen we klanten met risicobehoudende portefeuilles door een periode van rentestijging heen. 'Het risicovrije gedeelte van de portefeuille is nu misschien juist wel het grootste risicobestanddeel van de portefeuille. Je kunt je afvragen: is zo'n risicoarme portefeuille wel zo defensief op dit moment? De kans op een negatieve uitslag is groter dan twee of drie jaar geleden.'

Dit is inderdaad een punt van aandacht, zegt Aben van Van Lanschot. 'Zeker in de portefeuilles met de lagere risicoprofielen is er bij een lichte stijging van de rente al sprake van schade aan de rendementen. In de risicomijdende profielen maken kwalitatieve obligaties toch een groot deel uit van de portefeuille, waardoor de spreiding wat minder groot is.'

Alofs maakt zich ook zorgen over veel kwantitatieve (risico)modellen die in de sector worden gebruikt. 'We

hebben een 25 jaar lange bullmarkt in rente achter de rug met een rentedaling van 12,5% naar een 0,5%. De rentecomponent was altijd een veilige haven, ook qua rendementsperspectief. De schok zal dit keer juist uit het risicoarme bestanddeel komen en dat kan andere beleggingscategorieën ook meesleuren. Ik heb het idee dat heel veel risicomodellen dat onvoldoende meenemen doordat ze zijn gebaseerd op historische reeksen.'

Bij ING verwachten ze dat de rente voorlopig laag blijft. 'Het kan een goede visie zijn dat de rente stijgt, maar dat betekent niet dat obligaties risicovoller zijn geworden,' zegt Homan. 'Bij obligaties heb je een vaste coupon en bij aandelen niet. De rente kan inderdaad meer omhoog dan naar beneden. Maar waar je in een obligatieportefeuille best eens 10% kunt verliezen, kan dat bij aandelen zo oplopen tot 30%. Als je een tienjaars Duitse staatsobligatie met een coupon van 2% tien jaar vasthoudt, dan heb je toch echt die 2%.'

Waan van de dag

Hoe beschermt Optimix de behoudende portefeuille dan? Alofs illustreert het met een analogie. 'Je kunt

niet volledig uit de obligatiemarkt stappen, maar wel schuiven in de opstelling binnen het elftal. Een goede defensie is de basis, met daarnaast opkomende flanken. Oftewel: het renteblok zodanig formeren dat het een goede verdediging vormt en op driejaarsbasis kijken of de verdien capaciteit in stand blijft.' Adviseurs zijn volgens hem op dit moment meer tijd kwijt aan de risicomijdende portefeuilles. 'Het is hard werken, want je kunt niet meer vertrouwen op historische data. Wij verwachten dat het weer volatieler wordt als er een einde komt aan de bullperiode in de rente.'

Van Lanschot heeft daarom een beleggingstool ontwikkeld die de klant moet behoeden voor de waan van de dag. Aben: 'De input daarvoor zijn onze huidige verwachtingen ten aanzien van alle beleggingscategorieën. En die zijn niet gebaseerd op de rendementen van afgelopen jaren. Wij verwachten op dit moment niet veel van obligaties, dus dat sijpelt door in de risicoprofielen. Als klanten daar dan toch voor kiezen, doen ze dat bewust.'

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



FOTO: LUC ABEN VAN VAN LANSCHOT

'HET IS HARD WERKEN WANT JE KUNT NIET MEER VERTROUWEN OP HISTORIE'



FOTO: MICHEL ALOFS



FOTO: BOB HOMAN

Inhoud to go.



Nieuw op
uw mobiel:
mobiel.fd.nl

**Nu 4 weken
voor €10,-**

Stopt automatisch.

Meld u aan op fd.nl/mobiel
of bel 0888 - 800 888

fd.
het financieeledagblad

De oorsprong van de voorsprong.

'HET MODEL MOET NIET KNELLEN'

EFFECT STIJGENDE RENTE BEMOEILIJKT INSCHATTING BELEGGINGSRISICO'S

De relatie tussen risico en rendement is niet meer zo evident. Hoe bruikbaar zijn standaardprofielen en de parameters nog die de AFM propageert? Toezichthouder Paul Schuling geeft antwoord.

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Zijn de gebruikte risicoprofielen en modelportefeuilles een weerslag van dogma's die niet langer opgaan?

'Er wordt nu heel anders naar bepaalde risico's gekeken. Bepaalde zekerheden uit het verleden zijn nu geen zekerheden meer. Marktpartijen dienen hier rekening mee te houden. Het kan zijn dat gehanteerde standaardmodellen het lastig maken om voldoende rekening te houden met ontwikkelingen op de financiële markten. Maar daar waar men risico toevoegt aan de portefeuille, moet dat aansluiten bij de risicobereidheid en de doelstellingen van de klant.'

Zijn de gehanteerde risicomodellen en parameters niet te veel gebaseerd op historische reeksen?

'Dat is inderdaad het geval. Ervaringen uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst. Toch is het belangrijk dat beleggingsportefeuilles worden samengesteld met de kennis van nu, en de huidige inschatting van de beleggingsrisico's. De basis voor die inschatting ligt in het verleden. Financiële ondernemingen wijzen ons vaak op de tekortkomingen van het gebruik van de standaarddeviatie. Maar als wij vragen naar een

beter alternatief, blijft het vaak stil. Het gebruik van de standaarddeviatie is overigens niet verplicht voorgeschreven. Maar als je geen risicoparameters gebruikt, hoe zorg je er dan voor dat de beleggingsportefeuille blijft passen bij de risicobereidheid van de klant?'

Nu de rente zo laag is, schrappen banken en vermogensbeheerders het rendement bij elkaar door een steeds groter deel van risicomijdende portefeuilles in credits en EMD te beleggen. Wat vindt de AFM daarvan?

'Wanneer een adviseur met de klant heeft afgesproken binnen een bepaalde risicobandbreedte te blijven, dan moet de portefeuille daar ook binnen blijven. Als je omwille van een hoger rendement een hoger risico neemt, heb je een probleem als dat niet past bij de klant.'

Gaat hetzelfde argument op voor de bandbreedtes binnen de allocatie, die de afgelopen jaren zijn opgerekt?

'Niet helemaal, het is duidelijk dat het hanteren van ruimere bandbreedtes een zekere flexibiliteit geeft om in tur-

'PORTEFEUILLES MOETEN ZO NODIG WORDEN AANGEPAST AAN DE ACTUALITEIT'



FOTO: PAUL SCHULING

bulente tijden te kunnen ingrijpen. Als die ruimte nodig is om passende dienstverlening te waarborgen, dan is dat uiteraard goed. Dat betekent nog steeds dat de adviseur goed moet controleren of de klant duidelijkheid heeft over de wijze waarop wordt belegd.'

Wat als de rente stijgt en veel defensieve portefeuilles ineens heel risicovol blijken?

'Dan moet de adviseur zijn toegevoegde waarde leveren en zorgen dat de portefeuille niet te risicovol wordt door de beleggingen terug te brengen binnen passende risico-rendementsverhoudingen.'

Dus adviseurs moeten hun modelportefeuilles gewoon loslaten?

'De standaardprofielen die partijen zelf hebben vastgesteld, zijn een hulpmiddel

bij de advisering. Men kan op verschillende manieren invulling geven aan het adviesproces. Het model moet niet knelend worden en geen passende advisering in de weg staan. Het is belangrijk het model regelmatig te herijken op basis van nieuwe inzichten. Modelportefeuilles moeten zo nodig worden aangepast aan actuele marktontwikkelingen, zoals een stijgende rente.'

De AFM doet een sectorbreed onderzoek bij een groep van vermogensbeheerders en banken naar de kwaliteit van de dienstverlening. Er is informatie opgevraagd over het beleggingsbeleid en er is een onderzoek geweest naar de adviesdossiers bij de ondernemingen. Eind dit jaar communiceert de AFM erover. ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Ons waterfonds. 13 jaar oud en nog steeds even spetterend.

Jaarlijks rendement sinds introductie in januari 2000:
5,5% versus MSCI World Index 0,4%.*



BELEG IN EEN ONVERVANGBARE HULPBRON

Water is een essentiële natuurlijke hulpbron and de vraag hiernaar zal alleen maar toenemen. Dit biedt aantrekkelijke kansen voor beleggers.

CUMULATIEF RENDMENT IN EURO PER EIND MEI 2013*

	1 jaar	3 jaar	5 jaar	Sinds introductie
Pictet-Water Fund	15,0%	41,5%	33,4%	104,8%
MSCI World Index	21,9%	38,5%	29,3%	5,9%

*Rendementsgegevens tot en met 31 mei 2013. Rendementen zijn in EUR, netto na aftrek van kosten voor het Pictet-Water Fund I-EUR van 19/1/2000 tot en met 31/05/2013.

Gedetailleerde informatie over de specifieke kosten en financiële risico's zijn te vinden in de fondsprospectus welke te vinden is op www.pictetfunds.com



Meer informatie over het Pictet-Water Fund kunt u vinden op www.pictetfunds.com of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.

Dit promotiedocument wordt uitgegeven door Pictet Funds (Europe) S.A. Het richt zich niet tot en is niet bedoeld voor verspreiding aan of gebruik door enige persoon of entiteit die inwoner is van of gevestigd is in enige plaats, staat, land of rechtsgebied waar een dergelijke verspreiding, publicatie, beschikbaarheid of gebruik zou indruisen tegen wet- of regelgeving. De laatste versie van het fondsprospectus, de reglementen, het jaarverslag en het halfjaarverslag mogen beschouwd worden als officiële publicaties van het fonds op basis waarvan beleggingsbesluiten worden genomen. Deze documenten zijn beschikbaar op www.pictetfunds.com of bij Pictet Funds (Europe) S.A., 15, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. Deze verstrekte informatie is niet bedoeld als vervanging van de volledige fondsdocumentatie. Zodoende vormt deze informatie geen zelfstandige aanbieding of aanbeveling om een belegging te kopen of te verkopen of om het even welke andere transactie aan te gaan. De informatie, opinies en ramingen vermeld in dit document weerspiegelen een oordeel op de oorspronkelijke publicatiedatum en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Pictet Funds (Europe) S.A. heeft geen stappen ondernomen teneinde te waarborgen dat de effecten waarnaar in dit document wordt verwezen geschikt zijn voor een bepaalde belegger en dit document vervangt niet een eigen onafhankelijke beoordeling. De fiscale behandeling is afhankelijk van de individuele omstandigheden van elke belegger en kan in de toekomst gewijzigd worden. Alvorens een beleggingsbesluit te nemen, wordt elke belegger aangeraden te controleren of deze belegging geschikt is, rekening houdend met zijn kennis en zijn ervaring in financiële zaken, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële situatie, of om specifiek professioneel advies in te winnen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en als gevolg hiervan is het mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet geheel terugkrijgen. De risicofactoren worden vermeld in de fondsprospectus en het is niet de bedoeling om deze volledig in dit document te herhalen. Resultaten uit het verleden zijn geen garantie of betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De behaalde resultaten gelden exclusief de commissies en vergoedingen die berekend worden bij inschrijving op of terugkoop van aandelen. Dit promotiemateriaal is niet bedoeld als vervanging van de volledige fondsdocumentatie. Pictet-Water Fund is een subfonds van Pictet-Funds. Pictet-Funds is geregistreerd in het register van de Autoriteit Financiële Markten als ICBE-beleggingsinstelling met statutaire zetel in Luxemburg.

FOCUS OP OMSLAGPUNT

Jan Straatman, cio van Lombard Odier Investment Managers, focust op het feit dat de obligatiemarkt uitbodemt, de rente stijgt en daarmee de rendementsrisico's toenemen.

JAN STRAATMAN

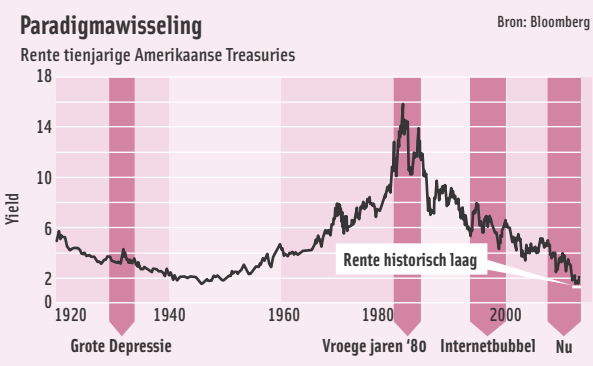
Sinds 2012 is Jan Straatman global chief investment officer van het Zwitserse Lombard Odier Investment Managers. Daarvoor was hij in dezelfde rol actief bij ING Investment Management en bij Pearl Holding Group. Eerder deed hij vergelijkbare ervaringen op bij ABP Investments en Achmea Asset Management.



'ER ONTSTAAN GROTE RISICO'S DOOR HET EINDE VAN HET RUIME MONETAIRE BELEID'

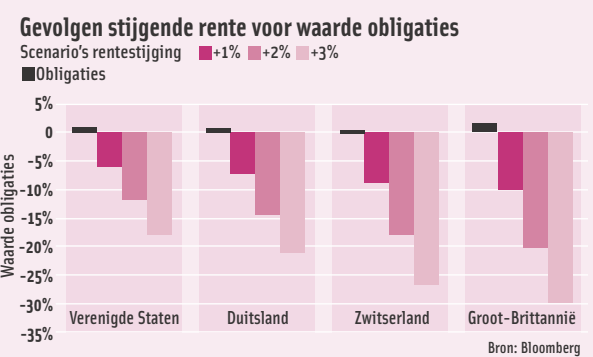
Obligaties versus aandelen

Deze grafiek laat het nominale rendement op tienjarige Amerikaanse staatsleningen zien. Zij illustreert dat het rendement op deze leningen momenteel op een extreem laag niveau zit, waarbij traditionele long-only beleggers nauwelijks worden beloofd. Ter vergelijking: tijdens de depressie van de jaren dertig schommelde het rendement op tienjarige leningen van 1920 tot 1937 tussen de 5,6% en 2,5%. Toen lag de werkloosheid bovendien rond de 16%, tegenover 8% tussen 2008 en 2012.



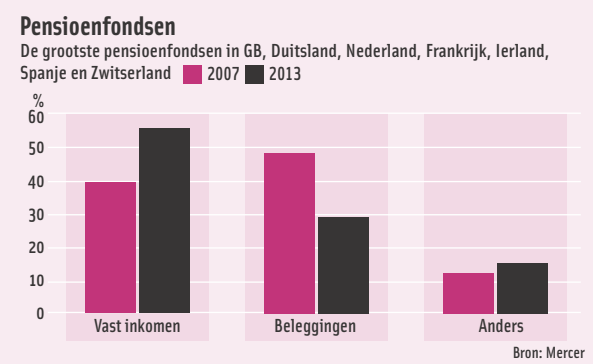
Risico-rendementsprofiel

Alle grote centrale banken hebben een onconventioneel monetair beleid gevoerd waarmee rentes kunstmatig laag worden gehouden en significante risico's voor beleggers ontstaan nu het einde van dit beleid nadert. Deze risico's worden gegeven de rendementen onvoldoende beloofd. Bovendien vinden we dat traditionele vastrentende strategieën onvoldoende wendbaar en flexibel zijn om met deze risico's om te gaan. Deze grafiek laat het risico zien van kleine rentestijgingen in een aantal obligatiemarkten.



Adieu long only obligatiestrategie

Gelet op deze bovenstaande risico's is er sprake van een omgeving van mogelijke monetaire beleidsfouten, lage groei en hoge en stijgende schuldenratio's in ontwikkelde economieën. Hierdoor is er sprake van asymmetrie tussen rendement en risico. Dit betekent dat een traditionele long-only-strategie in vastrentende waarden beleggers blootstelt aan forse waardeverliezen zodra de door centrale banken gecreëerde liquiditeit verdampt. Bescherming via swaps en inflatie-linked obligaties is een oplossing. ■



OOK ASSETMANAGER VAN ING LANCEERT NU EIGEN PLATFORM

TREND: KLANT KRIJGT RECHTSTREEKS TOTAALOPLOSSINGEN AANGEBODEN

De afschaffing van het provisieverbod per 2014 drijft fondshuizen en banken uit elkaar. Internet maakt het mogelijk om klanten met eigen execution only-platforms rechtstreeks te bedienen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Totaaloplossingen waarmee klanten kunnen beleggen voor een aanvulling op hun pensioen, de studie van de kinderen of toekomstige zorgkosten, daar gaat het naartoe denkt Ivar Roeleven, directeur beleggingsfondsen Europa van ING Investment Management.

'We hebben te maken met een terugtrekkende overheid en een overheid met grote tekorten. Pensioenregelingen versoberen. Er zal steeds meer zelf betaald moeten worden voor de scholing van kinderen en de gezondheidszorg gaat versralen,' zegt hij.

In de Verenigde Staten moet er al veel meer zelf gespaard worden voor van alles. 'En waar gaat daar het meeste geld naartoe? Naar "balanced funds"! Flexibele multi-assetfondsen. Die hebben wij ook.'

Om het eigen aanbod op dit gebied laagdrempelig aan de man te brengen – en niet onbelangrijk: een graantje mee te pikken van de verwachte groei van het execution only-kanaal als ge-

volg van het naderende provisieverbod rondom beleggingsdienstverlening – gaat ING Investment Management vanaf 1 januari volgend jaar al zijn eigen fondsen direct aan de klant aanbieden via internet.

De nieuwe site gaat klanten volgens Roeleven 'onder andere helpen met het bewust worden en herkennen van financiële dilemma's. Klanten moeten kunnen bepalen wat hun financiële fitheid is. Vervolgens kunnen ze zelf berekenen wat hun inleg moet zijn om bepaalde doelen te realiseren.'

'Qua dienstverlening zal het platform zich blijven doorontwikkelen aan de hand van de feedback die we van klanten krijgen,' vertelt Roeleven. Of ING IM, als daar vraag naar is, ook advies gaat geven of fondsen van anderen gaat aanbieden, is volgens Roeleven 'erg onwaarschijnlijk'.

Robeco One

Vanaf 1 januari volgend jaar mogen banken en adviseurs die beleggingsfondsen verkopen hiervoor geen vergoeding meer krijgen van de fondshuizen. In plaats daarvan moet er direct betaald worden voor advies. De verwachting is dat veel klanten dit niet willen en daarom zelf zonder tussenkomst van een adviseur fondsen gaan

kopen, 'execution only' in jargon.

Ook voor het execution only aanbieden van beleggingsfondsen krijgen distributeurs van de fondshuizen echter nu nog een vergoeding. Ook dat mag straks niet meer.

Robeco stopte vooruitlopend hierop eerder al met het aanbieden van fondsen van anderen op zijn platform Robeco Direct. Via de fondsenrekening op het platform kan alleen nog in Robeco-fondsen belegd worden. Daarnaast werd als nieuw product op het platform Robeco One gelanceerd. Robeco One-beleggers kunnen kiezen tussen drie door Robeco ingevulde gespreide totaaloplossingen. De smaken zijn defensief, neutraal en offensief.

Volgens een woordvoerder is 95% van de 'oude' Robeco Direct-klanten overgestapt naar Robeco One. De rest is gaan sparen, heeft een fondsenrekening of is geen klant meer. De drie profielen bevatten per eind mei res-

pectievelijk € 88 mln, € 253 mln en € 160 mln aan belegd vermogen.

Volgens Roeleven is de stap van ING IM echter door meer ingegeven dan wijzigende regelgeving alleen. 'Particuliere klanten zijn steeds meer van het "do it yourself", zegt hij. 'Ze willen niet meer eerst een adviesgesprek voeren, maar gewoon alles snel snel en zelf kunnen regelen. Ze zijn gewend met internet om te gaan en maken steeds meer gebruik van allerhande "mobile devices." Wist u dat Bol.com ook al de grootste meubelboulevard van Nederland is? Niet alleen cd's en boeken bestellen we via internet. Ook voor de typische producten waarvoor je alleen al om sociale redenen naar een winkel gaat, verandert ons aankooppatroon. Als financiële industrie moet je daar niet de ogen voor sluiten.'

Kijk je naar de distributeurs, dan zie je volgens Roeleven dat die ook hun concepten en productaanbod aan het aanpassen zijn. 'Van oudsher waren al onze producten relatief eenvoudig voorhanden, maar nu brengen veel banken hun aanbod terug. Wil je dan toch nog dat je hele aanbod op één plek beschikbaar is, dan zul je daarvoor zelf iets moeten ontwikkelen. We zijn eerst een pilot gestart in Polen en dan volgt nu de Nederlandse thuismarkt.'

'PARTICULIERE KLANTEN WORDEN STEEDS MEER VAN HET DO IT YOURSELF'

Over wat het gaat kosten een fonds direct bij ING IM af te nemen, kan hij nu nog niet meer vertellen. 'Dat moet nog intern worden afgekaart.'

Behalve van de kant van fondshuizen ontstaan ook van de kant van banken nieuwe initiatieven op dit gebied. Online bank Knap, onderdeel van verzekeringsconcern Aegon, lanceerde onlangs het execution only-platform Gemaksbeleggen.

SNS Fundcoach

Rabobank lanceerde eerder dit jaar een mobiele app waarop individuele effecten en beleggingsfondsen kunnen worden aangekocht. Voor de korte termijn zegt de bank geen andere grote initiatieven op dit gebied gepland te hebben, maar wel te werken aan het 'verder integreren van de online dienstverlening met onze bestaande bedieningsconcepten. Zo bekijken we de mogelijkheden om RendeMix online te kunnen afsluiten, in plaats van alleen via de lokale bank.' Via RendeMix kunnen Rabobankklanten beleggen in mixfondsen. 'Ook bij ons is de trend dat we de dienstverlening steeds meer via directe kanalen beschikbaar willen stellen omdat we zien dat de klant daar behoefte aan heeft.'

ABN Amro zegt execution only fondsbeleggen te blijven aanbieden, maar dat er bij de bank verder geen nieuwe ontwikkelingen zijn op dit gebied. ING Bank benadrukt zich niet te willen specialiseren in een execution only-platform. De bank wil klanten ook advies en beheer blijven aanbieden en ziet internet slechts als een van de afzetkanalen. ING Bank lanceerde ooit fondsenplatform Fundix, maar dit werd na enige tijd weer van de hand gedaan. Momenteel is er tussen de € 50 en 100 mln via Fundix belegd.

Een ander bekend fondsenplatform is SNS Fundcoach. Dit is echter nooit echt een commercieel succes geworden. Wat ermee gaat gebeuren nu SNS Reaal is genationaliseerd, is nog niet

duidelijk. Op moment van schrijven zijn de cijfers over 2012 nog niet gepubliceerd. Eind 2011 bevatte het platform € 611 mln.

Volgens Guido van Aubel, directeur retail bij Alex en Binck, bedraagt de markt voor execution only fondsbeleggen in Nederland zo'n 2 miljard, waarvan de helft is belegd via Alex en Binck.

Met een specifieke beleggingsfondsentool zijn Alex en Binck tot nu toe echter ook weinig succesvol geweest. Het eind 2010 gelanceerde Alex Fondsbeleggen wordt inmiddels niet meer aangeboden aan nieuwe beleggers. 'Het blijkt moeilijk een fondsenplatform succesvol te runnen,' concludeert Van Aubel. Of dat gaat veranderen als er meer klanten zelf gaan beleggen omdat er betaald moet gaan worden voor advies, is nog een open vraag. Vooralsnog hebben Binck en Alex geen nieuwe plannen op dit gebied. Wel kunnen beleggers bij Alex en Binck beleggingsfondsen blijven kopen in dezelfde systemen waarin ook individuele effecten kunnen worden aangekocht.

One-stop shop

Als de distributievergoeding eraf gaat, ligt het volgens Van Aubel in de lijn der verwachting dat klanten een vergoeding per fonds moeten betalen. 'Het verhandelen en bewaren van niet-genoteerde beleggingsfondsen is een stuk duurder dan gewone aandelen. Bij het Britse Hargreaves Lansdown betalen beleggers in fondsen zonder distributievergoedingen 1 of 2 pond per maand per fonds.'

**'HET IS MOEILIK
OM SUCCESVOL
EEN PLATFORM
VOOR FONDSEN TE
RUNNEN'**



Een andere optie waar Van Aubel over denkt, is het toevoegen van gesponsorde informatie aan de bestaande infrastructuur. 'Maar wij weten nog niet zeker of dat onder de nieuwe regels mag.'

Bang voor concurrentie van de kant van fondshuizen is Van Aubel niet. Het merendeel van de beleggers wil toch beleggen in fondsen van meerdere aanbieders. 'Wij zijn een "one-stop shop".'

Als gevolg van het verbod op distributievergoedingen zal het huidige aanbod bij Binck en Alex niet worden

beperkt. Vooralsnog worden er echter ook niet meer mixfondsen om te sparen voor een bepaald doel aan het assortiment toegevoegd. 'Maar we kijken daar wel naar,' zegt Van Aubel. Het aanbieden van eigen multi-assetoplossingen gaat volgens hem 'nog weer een stapje verder.' 'Maar we zouden dat kunnen doen. We hebben immers de fondsen van ThinkCapital. Het pensioen van de medewerkers hier is daar ook in belegd.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



PASSEND: PARVEST

Vanaf 21 mei 2013 maken meerdere beleggingsfondsen van BNP Paribas L1 deel uit van



PARVEST

by BNP Paribas Investment Partners

Meerdere beleggingsfondsen uit onze BNP Paribas L1-range zijn 21 mei 2013 verhuisd naar de internationale Parvest-range van de vermogensbeheerexperts van BNP Paribas Investment Partners.

Bij BNP Paribas Investment Partners, de vermogensbeheerder van BNP Paribas, begrijpen wij uw behoeften. Onze Parvest-range biedt u passende oplossingen om in die behoeften te voorzien.

Met de Parvest-range maakt u gebruik van de uitstekende marktkennis van onze experts - van kern tot niche, van internationaal tot lokaal - en profiteert u van ons streven naar uitstekende dienstverlening.

Met Parvest-fondsen, momenteel actief in meer dan 30 landen en in alle asset classes, managementstijlen en een brede reeks van valuta's, kunt u uw beleggingen gemakkelijk diversifiëren en aanpassen aan uw veranderende behoeften en marktomstandigheden.

Neem voor meer informatie contact op met onze Client Service Desk op 020-5275252 of contact@bnpparibas-ip.com of ga naar www.bnpparibas-ip.nl



**BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS**

| De vermogensbeheerder voor een wereld in verandering

Dit document dient enkel ter informatie en is 1) geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven en 2) geen beleggingsadvies.

Voordat u investeert in enig product van BNP Paribas Investment Partners* dient u zich te informeren over de (financiële) risico's die verbonden zijn aan een belegging in dit product en mogelijke restricties die u en uw beleggingsactiviteiten als gevolg van de op u van toepassing zijnde wet- en regelgeving ondervinden. Indien u na het lezen van deze advertentie een belegging in dit product overweegt, wordt u dan ook geadviseerd om een zodanige belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur en na te gaan of dit product - gezien de daarmee verbonden risico's - past binnen uw beleggingsactiviteiten.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat.

BNP Paribas Investment Partners* heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie en opinies kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP Paribas Investment Partners is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

* "BNP Paribas Investment Partners" is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep. Dit document is uitgegeven door BNP Paribas Investment Partners Netherlands N.V. (adres: Burgerweeshuispad 201 1076 GR Amsterdam) dat deel uitmaakt van de BNP Paribas groep.

EINDE QE LEIDT TOT VOLATILITEIT

HET IS 50-50 DAT DE FED-PRESIDENT DIT JAAR AL BEGINT MET 'TAPERING'

De Amerikaanse Federal Reserve wil beginnen met het afbouwen van haar steunaankopen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

De markten liepen er al op vooruit. Het einde van het kwantitatieve verruimingsbeleid van de Amerikaanse Federal Reserve komt in zicht. Vorige week zei Fed-voorzitter Ben Bernanke zelfs onomwonden dat zoals het er nu naar uitziet het opportuun zal zijn om later dit jaar te beginnen met het terugschroeven van de steunaankopen. Het obligatie-opkoopprogramma zal volgens Bernanke helemaal stopgezet kunnen worden als de werkloosheid in de Verenigde Staten is gezakt naar zo'n 7%.

Volgens Andrew Balls, hoofd portfoliomanagement in Europa van Pimco, tevens lid van het beleggingscomité van de Amerikaanse obligatiebelegger, is één ding duidelijk: de Fed wil stoppen met haar kwantitatieve verruimingsbeleid. Om de markten hierop voor te bereiden geeft de Fed daar volgens hem nu vast signalen over af.

Als gevolg van het monetaire verruimingsbeleid van het Amerikaanse stelsel van centrale banken zijn de koersen van beleggingen kunstmatig gestegen. De uitdaging voor de centrale bank op dit moment is om de overgang van dankzij de centrale

bank gestuwde koersen te laten verlopen naar door fundamentals gestuwde koersen, aldus Balls.

Hij twijfelt echter of de Fed echt al dit najaar zal (kunnen) beginnen met het terugschroeven van de steunaankopen. 'Onze groeiverwachting is negatiever dan die van de Fed.' Daarnaast kan het ook nog zijn dat er wel groei is, maar dat deze geen banen met zich meebrengt, zo zegt hij, en de werkloosheid dus niet genoeg daalt.

Dat de Fed ook in 2014 al over zal gaan tot een renteverhoging, bestempelt Balls als 'onwaarschijnlijk'. Hij denkt dat dat op zijn vroegst in 2015 zal gebeuren. 'Dit zal impact kunnen hebben op bijvoorbeeld de hoogte van de hypotheekrente,' zegt hij, terwijl de huizenmarkt in de Verenigde Staten net weer een beetje op gang is gekomen.

Afweging

'Bernanke maakt altijd een afweging tussen de kosten, de risico's en de opbrengst van zijn beleid. Misschien laat hij zich nu iets te veel leiden door de kosten en de risico's.'

Bernankes tweede termijn als Fed-voorzitter loopt in januari 2014 af. 'Misschien willen ze onder zijn leiding nog beginnen met het afbouwen van het opkoopprogramma zodat zijn opvolger daar niet meteen over hoeft te beslissen,' oppert Balls. Volgens hem is het 50-50 dat de Fed dit jaar nog be-

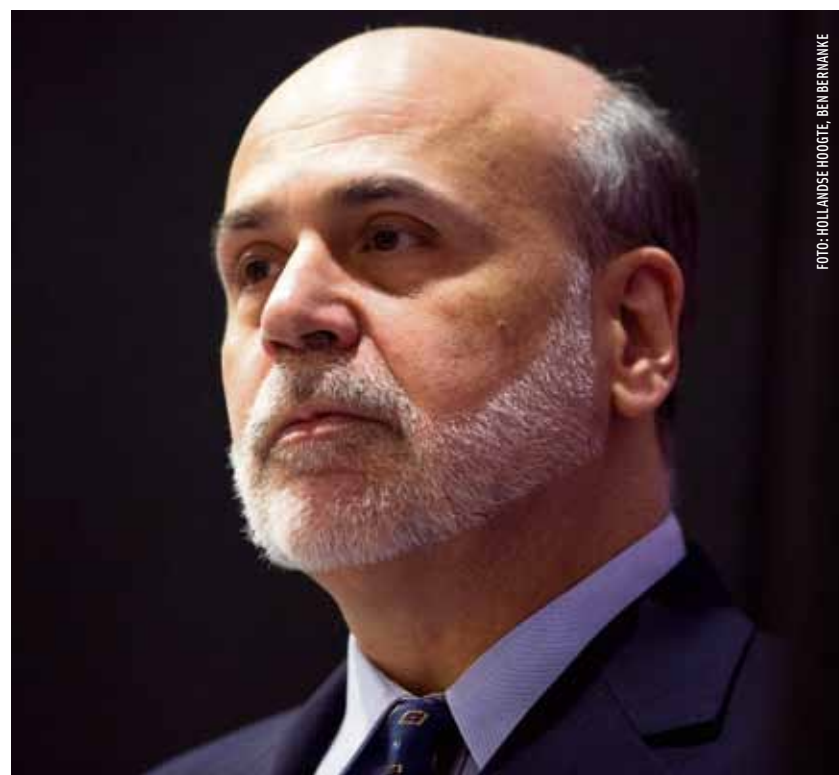


FOTO: HOLLANDE HOOGTE, BEN BERNANKE

gint met het zogenoemde tapering, zoals het afbouwen van het opkoopprogramma wel wordt genoemd. Hoe het ook zij, het afbouwen van het kwantitatieve verruimingsbeleid zal tot meer volatiliteit op de markten leiden, aldus Balls.

Als gevolg van het naderende einde van het kwantitatieve verruimingsbeleid is het volgens Sachin Gupta,

portfoliomanager bij Pimco, verstandig om voorzichtig te zijn met obligaties met een langere looptijd.

Voor de komende jaren gaat Pimco uit van een defensiever risicobeheer. De financiële markten zijn opgestuwd door het ruime monetaire beleid van centrale banken, maar dit prijsniveau wordt volgens Pimco nog niet geschraagd door economische groei. Het huis verwacht dat de groei in Europa de komende drie tot vijf jaar zal blijven steken rond de 0,5%. Voor de Verenigde Staten gaat de assetmanager uit van een groei van zo'n 2% per jaar en voor de opkomende markten van een groei van 3% tot 4% per jaar. ■

'ONZE GROEIVERWACHTING IS NEGATIEVER DAN DIE VAN DE FED'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



“ Het grootste risico, dat ik ken, is niet beleggen. ”

Beleggingsfondsen met kwaliteitsaandelen.

Meer rendement betekent vaak meer risico. Maar ook op deze regel zijn uitzonderingen. Met deze beleggingsfondsen van Deutsche Asset & Wealth Management belegt u in wereldwijd opererende bedrijven met zeer sterke balansen en interessante groeikansen.

DWS Invest German Equities ****

Kwaliteitsaandelen uit Duitsland

DWS Global Growth ****

Kwaliteitsaandelen met groeipotentieel

DWS Top Dividende ****

Kwaliteitsaandelen met focus op dividend

» www.DWS.nl/kwaliteitsaandelen



Belangrijke informatie: Deutsche Asset & Wealth Management vertegenwoordigt de asset management- en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van Deutsche Asset & Wealth management aangeboden krijgen vanuit een of meer verschillende juridische entiteiten welke kenbaar zullen worden gemaakt aan de klanten alvorens tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DeAWM maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële beleggersinformatie. Deze is te vinden op dws.nl. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. Bron: Morningstar, Inc. per: eind mei 2013 © [2013] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen („Informatie”) hiern (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld (3), vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden (5), zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdige en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden geheel op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.

FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

DE ACHT P'S	OMSCHRIJVING	SCORE DB-X FONDS
PORTFOLIO FIT	Strategische 'fit' in de portefeuille	✓ ✗
PRICE	Kosten	✓ ✗
PERFORMANCE	Trackrecord	✓
PROCESS	Structurering van het beleggingsproces	✓
PEOPLE	Skills/ervaring van het team	✓
PRODUCT STRUCTURE	Liquiditeit, transparantie en structuur van het product	✓ ✓
PARENT	Kwaliteit/structuur van de organisatie	✓
PRODUCT SIZE	Vermogen onder beheer, niet te klein/niet te groot	✓ ✗



LEGENDA

zeer slecht	✗ ✗
slecht	✗
neutraal	✓ ✗
goed	✓
zeer goed	✓ ✓

ANALYSE

MET ÉÉN ACTIE PAK JE DE MARKT

Het productpanel van Fondsnieuws richt de schijnwerpers op de iShares S&P Smallcap 600 ETF: met een passief product kun je actief inspelen op het herstel van het Amerikaanse midden- en kleinbedrijf.

TEKST MARTIJN DE VROOM

Om een passief instrument als een indextracker (ETF) op te nemen in een beleggingsdepot, is een actieve keuze noodzakelijk. Naast de keuze van vermogenscategorie dient er nog een aantal keuzes meer gemaakt te worden. Bij de invulling van de aandelencomponent is het noodzakelijk om een keuze te maken voor welke regio. En binnen deze regio kan vervolgens een specifiek deelsegment van de markt gespeeld worden. Omdat een aanzienlijk deel van de economie zich afspeelt buiten het bereik van large cap-aandelen is het wenselijk om ook exposure te realiseren in het mid en small cap-segment.

Wil je bijvoorbeeld op een verantwoorde wijze exposure realiseren in de Amerikaanse small cap-markt, dan is het gebruik van een ETF uitermate geschikt. Hierdoor kan op een gespreide, transparante wijze en tegen lage kosten toegang verkregen worden tot een segment dat als individuele belegger anders moeilijk bereikbaar is.

De ETF is door BlackRock gestructureerd op fysieke basis, wat wil zeggen dat de onderliggende waarde (600 aandelen vallend onder de S&P Smallcap 600-index) ook daadwerkelijk in

'DE ISHARES S&P SMALLCAP 600 HEEFT ALLES WAT JE VAN EEN ETF VERWACHT'

bezit zijn. Er is daardoor geen tegenpartijrisico, waardoor de belegger niet afhankelijk is van het voortbestaan van BlackRock, omdat de stukken zijn ondergebracht bij een bewaarbedrijf. De tegenhanger hiervan is een synthetische ETF die is gebaseerd op derivaten en een replicatie vormt.

Uitlenen loont

De totale kostenbelading (Total Expense Ratio, TER) van deze ETF bedraagt 0,4% per jaar. De onderliggende index heeft op vijfjaarsbasis 47,30% gegenereerd na kosten, waar de ETF 47,28% rendeert. Sinds de start van de ETF (mei 2008) ligt het rendement van de ETF met 51,79% versus 51,56% voor de onderliggende index zelfs na kosten nog wat hoger dan dat van de index. Hoe is dit mogelijk? Een fysiek gestructureerde ETF heeft de mogelijkheid om de onderliggende stukken uit te lenen. Dit onder strenge voor-

waarden van met name een ruim onderpand dat de lener van de stukken verstrekt. De opbrengst van deze uitlening komt voor een belangrijk deel ten goede aan de ETF en dus de belegger. Zodoende drukt de ETF de kosten en volgt er veelal een prima replicatie van de onderliggende index. Doordat er sprake is van een doorlopende verhandelbaarheid op de London Stock Exchange met serieuze volumes, is de liquiditeit van de ETF goed.

Primair is aan de belegger de keuze of een positie gewenst is in kleinere Amerikaanse aandelen. Bij een positief oordeel is deze iShares ETF aantrekkelijk: op een transparante wijze, en tegen lage kosten, kan een zeer gespreid belang in dit segment worden opgebouwd. ■

MARTIJN DE VROOM IS PARTNER
BIJ DE ONAFHANKELIJKE
VERMOGENSBEHEERDER SERVATUS
VERMOGENSMANAGEMENT.



'AANDELENBELEGGERS, MAAK JE NIET TE VEEL ZORGEN'

'AANDELEN ZIJN BEPERKT KWETSBAAR VOOR EEN STIJGING VAN DE RENTE'

Hoe kunnen beleggers zich het beste positioneren nu de Amerikaanse centrale bank (Fed) de geldkraan langzaam gaat dichtdraaien? Deze vraag stond centraal bij het Fondsnieuws CIO-debat.

TEKST JEROEN BOOGAARD

De financiële markten zijn in de ban van een mogelijk vroegtijdige verkrapping van het ruime monetaire beleid in de Verenigde Staten. Bij menigeen roept de rentestijging van de laatste tijd zelfs associaties op met de obligatiekrach van 1994, toen de Fed beleggers compleet verraste met een snelle verhoging van de rente. Maar volgens Leon Cornelissen, hoofdeconoom bij Robeco, zal het niet zo'n vaart lopen. 'De markt overdrijft het gevaar van een rentestijging, want de Amerikaanse economie is helemaal niet zo stevig', zegt Cornelissen. 'Bovendien zijn centrale banken nu veel voorzichtiger en willen ze de markt bij de hand nemen. Hierdoor zullen ze er niet zo hard ingaan als in 1994'. Een rentestijging is volgens hem ook helemaal niet zorgelijk wanneer dit een sterkere wereld-economie weerspiegelt. Dit hoort gewoon bij een normaliseringsproces.

Jitzes Noorman, Delegated CIO bij F&C, vindt het logisch dat de Fed

een iets andere toon begint aan te slaan nu de Amerikaanse economie langzaam uit het dal klimt. 'Er is zeker een risico voor de obligatiemarkt. De rentes zijn immers historisch laag, maar dat geldt met name voor de reële rentecomponent. Die is vooral aan de korte kant negatief in zowel Europa als de Verenigde Staten. Bij een positieve groeiomgeving hoort echter geen negatieve reële rente en dat is dan ook de component die je de laatste tijd ziet oplopen. De inflatieverwachtingen zijn juist gedaald', aldus Noorman. Dat betekent volgens hem dat beleggers optimistischer worden over de economische groei, hetgeen positief is voor aandelen.

Aandelen

Wat dat betreft is de vergelijking met 1994 interessant, want de rappe stijging van de tienjarige Amerikaanse rente van circa 5,5% naar 8% toentertijd kwam voor de helft op het conto van een hogere reële rentecomponent. 'Amerikaanse aandelen kwamen toen nauwelijks onder druk en gingen het jaar daarna zelfs fors omhoog doordat de rente weer werd verlaagd', zegt Noorman.

'Het interessante aan 1994 is inderdaad dat de aandelenmarkten immuun waren voor de renteverhoging, in tegenstelling tot de obligatiemarkt waar echt sprake was van een krach. Maar dat was natuurlijk ook een reflectie van de betere economie', zo vult Cornelissen zijn collega aan. Zo bezien lijken beleggers zich onnodig zorgen te maken over het effect van een rentestijging op de aandelenmarkten. Noorman denkt zelfs dat aandelen minder kwetsbaar zijn voor een obligatiekrach dan in 1994, toen ze het per saldo dus goed deden. 'In 1994 was de koers-winstverhouding voor westerse aandelen 17 en nu 14. Aandelen zijn op dit moment dus absoluut lager gewaardeerd en daarmee ook minder kwetsbaar', zegt Noorman. Nog veel belangrijker is volgens hem echter de relatieve waardering ten opzichte van obligaties. Beide

'EEN HERHALING VAN DE OBLIGATIEKRACH VAN 1994 IS NIET TE VERWACHTEN'

concurreren immers met elkaar om het geld van de belegger. En aandelen zijn nu veel lager gewaardeerd dan obligaties. De 'earnings yield' op aandelen (de omgekeerde koers-winstverhouding) ligt nu hoger dan in 1994, terwijl het rendement op obligaties lager ligt dan destijds. Het yield-gat van thans ongeveer 4% tussen beide assetcategorieën is volgens Noorman een mooie buffer. 'Bovendien kijken de centrale banken tegenwoordig ook naar de aandelenmarkten. Mocht het fout gaan, dan zullen ze wel weer gas gaan geven'

Staatsobligaties

Ook Cornelissen vindt aandelen op waarderingsgronden aantrekkelijk. Aandelen zijn op basis van de zogeheten Shiller koers-winstverhouding, waarbij de gemiddelde winst over de laatste tien jaar wordt genomen, weliswaar in absolute zin wat hoger gewaardeerd dan het historische gemiddelde. Maar zolang de overwaardering minder is dan 40% moeten beleggers zich daar volgens hem niet te veel zorgen over maken. 'Als je kijkt naar de winstontwikkeling dan zien we wel dat de groei wat afzwakt en de winstmarges op krankzinnig hoge ni-



FOTO: MICHEL DE GROOT. VLNR: CEES VAN LOTRINGEN, JITZES NOORMAN, EELCO UBBELS EN LEON CORNELISSEN

veaus zijn beland. Maar die zullen niet zo snel omlaag komen, zolang de factor arbeid het ontbeert aan "pricing power" vanwege de zwakke arbeidsmarkt," stelt Cornelissen.

Vanuit een 'asset only'-perspectief, zonder oog te hebben voor de verplichtingen van bijvoorbeeld pensioenfondsen, is de keuze voor aandelen snel gemaakt, zegt Noorman. 'Aandelen hebben een duidelijk hogere yield dan obligaties, zijn minder kwetsbaar voor de afbouw van het ruime monetaire beleid en bieden een betere bescherming tegen inflatie.' Overigens is de angst voor inflatie volgens beide strategen voorlopig niet gegrond, het ruime monetaire beleid van de centrale banken ten spijt. Het inflatiespook doemt pas op, zo verwachten zij, wanneer de wereldeconomie op stoom komt en centrale banken dan mogelijk onvoldoende gaan verkrappen. Dit temeer daar een beetje inflatie ook welkom is gezien de schuldenberg.

Met staatsobligaties is er zeker op de lange termijn weinig eer te behalen, zodat particuliere beleggers er volgens Cornelissen verstandig aan doen om deze categorie zo veel mogelijk te onderwegen. Binnen de vastrentende portefeuille zet hij vooral in

op andere typen obligaties. 'Hoewel we al een behoorlijke rally hebben gezien, vinden we high yield en in mindere mate investment grade bedrijfsleningen en opkomende staatsschulden in lokale valuta's nog altijd aantrekkelijk op deze niveaus. Het houdt allemaal niet over, maar van overwaardering is geen sprake,' zegt Cornelissen.

Noorman prefereert binnen de vastrentende portefeuille eveneens spreadproducten boven staatsobligaties, waarbij hij met het oog op een mogelijke rentestijging ook de voorkeur geeft aan high yield en schuldpapier uit opkomende landen in lokale valuta. Voorts vindt hij converteerbare obligaties interessant. 'Convertibles profiteren van koersstijgingen op de aandelenmarkt en bieden tegelijkertijd neerwaartse bescherming met de obligatie, terwijl ze ook minder gevoelig zijn voor een renteschok dan staatsleningen en spreadproducten,' aldus Noorman.

China verliest

Eelco Ubbels van Alpha Research ziet de voorkeur van beide strategen ook terugkomen in het beleggingsbeleid van de 26 vermogensbeheerders die

hij volgt. 'High yield en investment grade bedrijfsobligaties zijn nu favoriet, boven staatsobligaties en aan inflatie gekoppelde obligaties. Verder zie ik heel duidelijk een trend naar een overweging van aandelen en vastgoed,' zegt Ubbels. In de aandelenportefeuille gaat de regionale voorkeur van de meeste vermogensbeheerders uit naar de Verenigde Staten en Japan. 'Als ik kijk naar de in- en uitstroom bij beleggingsfondsen, dan blijkt dat er nog veel geld stroomt naar deze twee landen. Voor Europa is dat heel anders. Hier is circa driekwart van de assetmanagers onderwogen en zie je dat er nog steeds geld uitstroomt,' aldus Ubbels. Hij is van mening dat een goede valutavisie heel belangrijk wordt in de regio-allocatie, gezien de Japanse verruiming. De sterke waardedaling van de yen kan andere landen dwingen om ook meer

te doen. Wat hem verder opvalt, is dat een meerderheid nog weliswaar overwogen is in opkomende landen, maar dat er in de afgelopen maanden een redelijk grote uitstroom is.

Volgens Noorman kunnen beleggers op de lange termijn echter niet om opkomende markten heen, waarbij hij wijst op de lage koers-winstverhouding van 10,5 ten opzichte van 14 voor het Westen en de veel hogere economische groei. Europa is goedkoop, maar zal zijn concurrentiekracht sterk moeten zien te verbeteren met het oog op de vergrijzing en hoge schulden. Wat dat betreft staan de Verenigde Staten er volgens beide strategen veel beter voor, niet alleen dankzij de schaliegasrevolutie maar ook vanwege de gunstige demografische ontwikkeling en innovatiekracht. Cornelissen: 'De verliezer is China, dat veel harder vergrijsd dan de Verenigde Staten en minder innovatievermogen heeft. Binnen de regio-allocatie hebben wij voorkeur voor de Verenigde Staten, waar de waarderingen niet overdreven hoog zijn' ■

'DE WINNAAR VAN DEZE CRISIS ZIJN DE AMERIKANEN, CHINA ZAL DE VERLIEZER ZIJN'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS. FONDSNIEUWS-REDACTEUR CEES VAN LOTRINGEN WAS DE GESPREKSLEIDER.

FONDSEVENT 360 | 30 SEPTEMBER 2013 | SPANT! BUSSUM

GET THE BIGGER PICTURE

SAVE THE DATE
voorinschrijving nu gestart
op FONDSEVENT.NL
dagvoorzitter
RENS DE JONG

KOM OP 30 SEPTEMBER 2013 NAAR FONDSEVENT 360!

Fondsevent 360 is het grootste, jaarlijks terugkerende kennis- en netwerkevent voor en door professionals in de beleggingsindustrie. Onder leiding van Rens de Jong bieden wij u een gevarieerd overzicht van de belangrijkste trends en ontwikkelingen van dit moment, en de manier waarop je hier als beleggingsprofessional op kunt inspelen. Topsprekers, journalisten en kopstukken uit de industrie zorgen voor een dag vol kennis, inspiratie en interactie.

Schrijf u nu in op fondsevent.nl.

FONDS
EVENT **360**

Fondsevent 360 wordt georganiseerd door CONSPIRACYSINC en Fondsnieuws in samenwerking met:

BLACKROCK

BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

delta lloyd

Fidelity

ING
INVESTMENT MANAGEMENT

ROBECO

DIVIDENDBELEGGERERS VERLEGGEN KOERS NAAR CYCLISCHE AANDELEN

ASSETMANAGERS GEVEN KAPITAALBESCHERMING PRIORITEIT

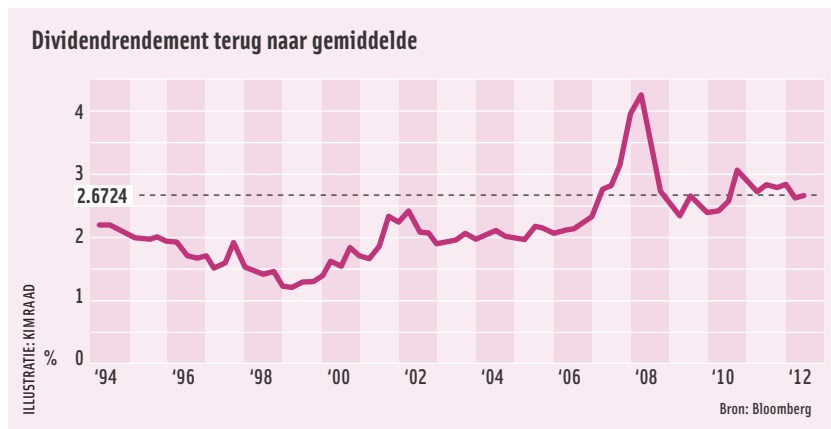
Dividendfondsen deden het in de eerste vier maanden van dit jaar geweldig. In mei kwam daar de klad in. Hebben ze hun beste tijd gehad nu het dividendrendement onder druk staat en de rente oploopt?

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De koersen van bedrijven die bekendstaan om een royaal rendement zijn vorig jaar en dit jaar flink gestegen. Hierdoor is het dividendrendement gedaald. Dat maakt deze ondernemingen minder aantrekkelijk voor dividendbeleggers die zich richten op bedrijven met een hoog en houdbaar dividendrendement. 'De omslag in mei was een gezonde correctie,' zegt Oliver Pfeil van fondsenhuis DWS. 'Hoogdividendbedrijven waren wel erg duur geworden.'

Hoewel sommige bedrijven prijzig zijn geworden, valt er nog genoeg te kiezen, stellen dividendbeleggers. 'Het aantal namen in de benchmark dat voldoet aan een dividendrendement van ten minste 3% is niet enorm gedaald,' zegt Wouter Weijand, fondsmanager bij BNP Paribas Investment Partners. 'In 1999, toen de koersen op hun hoogtepunt stonden, konden we kiezen uit krap duizend namen. Nu telt ons universum er 1700. Bovendien is de koers-winstverhouding niet uitzonderlijk hoog.'

Volgens Weijand en zijn collega's hebben beleggers domweg geen keus.



'Alle andere beleggingscategorieën leveren minder op dan aandelen. Je moet niet alleen kijken naar het dividendrendement. Dat is doorgaans de helft van de winst. In die zin zijn de toekomstige kasstromen van aandelen het dubbele van het dividendrendement. Dat is met zo'n 8% viermaal zoveel als het rendement op tienjarige Nederlandse staatsleningen,' zegt Weij-

'GELEIDELIJKE STIJGING VAN DE RENTE VORMT GEEN BEDREIGING'

and. Hij geeft leiding aan dividendteams bij BNP Paribas IP.

Kapitaalbescherming

Weijand ziet de geleidelijke stijging van de rente evenmin als een bedreiging voor dividendfondsen. 'Beleggers die al in obligaties zitten, verliezen geld als de rente verder oploopt. Zij zullen op enig moment deels overstappen naar aandelen. En dan kiezen ze voor relatief veilige aandelen. Dat zijn bedrijven met een behoorlijk dividendrendement. Pas bij veel hogere rentes zal men richting deposito's switchen.'

De koersstijgingen dwingen dividendfondsen wel hun portefeuilles aan te passen. 'Het is onze taak klanten te behoeden voor dure aandelen die wei-

nig kapitaalbescherming bieden,' zegt Manu Vandenbulck, portfoliomanager bij het ING Hoog Dividend Aandelen-team. 'Als de koers van bedrijven sneller oploopt dan de winstgevendheid, zitten dividendbeleggers in bedrijven met een te laag dividendrendement. Daar moeten we op anticiperen.'

'De koersen van defensieve bedrijven, zoals producenten van niet-cyclische consumentenproducten, zijn sneller gestegen dan hun winstgevendheid. Hierdoor is het risicoprofiel verhoogd,' zegt Vandenbulck. 'De winstgroei van deze bedrijven zal beperkt blijven. De lage waardering van veel "cyclicals" biedt nu meer kapitaalbescherming, terwijl het dividend meer kan groeien in geval van economisch herstel.'

Ook DWS Top Dividende richt de blik meer op cyclische sectoren. 'Voor ons zijn de koersstijgingen van defensieve bedrijven een signaal meer nadruk te leggen op bedrijven met kans op dividendgroei. Denk aan technologie, industrie, kantoorartikelen, duurdere consumentenproducten en zelfs een paar financials,' zegt manager Pfeil van het DWS Top Dividende. Door deze omslag ligt het dividendrendement van het fonds een fractie onder het marktgemiddelde. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

NEDERLANDSE AANDELEN ZIJN NU KOOPWAARDIG

FONDSMANAGERS ZIEN VOLOP KANSEN OP DE NEDERLANDSE BEURS

De Nederlandse beursindices blijven achter in Europa en hebben een twijfelachtige samenstelling. Maar juist nu liggen er kansen, stellen fondsmanagers. 'De Nederlandse beurs is goedkoop en biedt heel goede beleggingsmogelijkheden.'

TEKST JEROEN BOOGAARD

Banken verwijten particuliere beleggers vaak dat ze te zwaar in Nederland zitten. Daardoor laat de spreiding van de aandelenportefeuille te wensen over en lopen ze kansen in het buitenland mis. Maar Geert-Jan Hoppers, fondsmanager van het Delta Lloyd Deelnemingen Fonds, begrijpt wel dat Nederlandse beleggers graag in eigen land beleggen. 'Het is altijd verstandig om binnen de aandelenportefeuille een goede spreiding aan te brengen tussen internationale en nationale aandelen. Maar het is niet raar dat je als Nederlandse belegger wat meer in Nederland zit, omdat je daar toch meer gevoel en ervaring mee hebt'

Voor beleggers is het een groot voordeel dat de Nederlandse bedrijven goed zijn te volgen. 'Een buitenlandse belegger in Beter Bed zal niet zo snel een dagje met de ceo of landenmanager op pad gaan om te zien wat er bij de winkels in Nederland gebeurt', zegt Hoppers. Wel waarschuwt hij er

voor dat wanneer de Nederlandse economie slecht draait, zoals nu, de Nederlandse beurs achterblijft bij andere landen.

Want ondanks het internationale karakter van grote Nederlandse bedrijven als Unilever, Shell en Ahold, komt volgens Hoppers nog altijd een behoorlijk deel van de omzet van veel Nederlandse beursfondsen uit Nederland. Dit speelt het Damrak momenteel parten. Zowel de AEX als de Midkap-index AMX blijft over de afgelopen vijf jaar in Europees opzicht sterk achter.

Slechte spreiding

Volgens Henk Grootveld, fondsmanager van Robeco Hollands Bezit, is de underperformance van de AEX echter vooral toe te schrijven aan de ondergang van de Nederlandse financials, die vrij zwaar meewogen in de index. Verder wijst hij op het feit dat de samenstelling van de AEX heel anders is dan bijvoorbeeld die van de Duitse DAX. 'In de DAX zitten veel exporteurs als BMW, Siemens en Daimler. Die profiteren veel meer van de sterke groei in opkomende markten dan bijvoorbeeld een Akzo Nobel', zegt Grootveld.

Die samenstelling van de AEX is al langer onderwerp van discussie. Aangezien de vijf grootste beursfondsen meer dan de helft van de waarde van de index vertegenwoordigen, laat de spreiding sterk te wensen over. Hetzelfde geldt voor de AMX. Bovendien kan je je bij veel AEX-fondsen afvragen in hoeverre deze Nederlands zijn. 'Bedrijven als Unilever, Shell, Air France, Unibail en Arcelor Mittal hebben 'dubbele nationaliteiten' en zitten ook in andere indices. Het is een vreemd beestje', aldus Grootveld.

Toch kunnen beleggers ook op het Damrak goed uit de voeten. 'In internationaal opzicht komen de Nederlandse hoofdfondsen altijd wel goed uit de bus. Zou je bijvoorbeeld een internationale vergelijking maken van voedingsmiddelenbedrijven, dan zit Unilever zeker in de topdrie. Maak je lijstjes van goed geleide retailers en

chemiebedrijven, dan draaien Ahold en DSM mee in de bovenste regionen', zegt Grootveld.

Dit beaamt Hoppers. 'Op de Nederlandse beurs zijn absoluut parels te vinden. Shell, Unilever en ASML zijn wereldspelers, maar ook onder de kleinere fondsen heb je spelers van formaat' Zo wijst hij bijvoorbeeld op Arcadis, dat volgens hem wereldwijd een van de beste ingenieursbureaus is, en TKH Group, dat wereldwijd 60-70% van de 'onafhankelijke' markt voor bandenbouwmachines in handen heeft.

Lage waardering

De smalle basis van de AEX, waarin bijvoorbeeld een belangrijke sector als de farmacie volledig ontbreekt, is volgens Grootveld ook het resultaat van de consolidatie die heeft plaatsgevonden. 'Buitenlandse partijen die exposure zoeken naar het vasteland van Europa, kijken eerst naar de Nederlandse beurs. Nederlandse bedrijven zijn immers makkelijker over te nemen dan Duitse en Franse bedrijven en ook makkelijker te integreren.'

Dat maakt het Damrak ook interessant, omdat een overname veelal een fraaie overnamepremie voor de aan-

**'ALS DE
WERELDECONOMIE
AANTREKT, DAN
LOOPT DE AEX DE
ACHTERSTAND IN'**

deelhouders oplevert. 'Bij het Delta Lloyd Deelnemingen Fonds hebben we gemiddeld genomen elk jaar een overname. Die droegen circa 2%-punt bij aan het gemiddelde rendement sinds 2000', zo bevestigt Hoppers.

De Nederlandse beursfondsen mogen dan een makkelijke overnameprooi zijn, dit komt niet tot uiting in de waardering. Zo noteert de AEX tegen 13,5 keer de winst over de laatste twaalf maanden, tegen 16,7 voor de Euro Stoxx 50. Ook de AMX is vrij laag gewaardeerd, met een koers-winstverhouding op basis van de verwachte winst voor dit jaar van circa 12, waar dat bijvoorbeeld voor de Duitse MDAX circa 20 is.

Schandalen rond kleinere bedrijven als Imtech en Brunel doen het imago van de BV Nederland volgens Groot-

veld geen goed en drukken de waardering. 'De Nederlandse beurs is echter goedkoop en biedt heel goede beleggingsmogelijkheden', aldus Grootveld. Met Robeco Hollands Bezit richt hij zich op kwaliteitsnamen als DSM, Ahold en Unilever. In de Midkap heeft hij grote posities in Delta Lloyd, Unit4, Binck en ASMI. 'Wij vinden ASMI veel goedkoper dan ASML, terwijl er ook een mooie dividenduitkering aan

'OVERNAMES DRAGEN WEL 2% BIJ AAN HET GEMIDDELDE RENDEMENT'

zit te komen wanneer ze hun belang in dochterbedrijf ASM Pacific Technologies nog verder gaan verkopen', zegt Grootveld.

Beide fondsmanagers adviseren beleggers selectief te werk te gaan. Hoppers: 'Er is geen algemene trend dat de beurs het goed of slecht doet. Je moet op bedrijfsniveau echt goed kijken waarin je investeert. Wat nu opvalt, is dat bedrijven die een behoorlijk deel van hun omzet in Nederland genereren nog nauwelijks een verbetering in hun resultaten laten zien, maar dat de waarderingen dermate aantrekkelijk zijn dat er interesse vanuit het buitenland begint te ontstaan.'

Opwaarts potentieel

Volgens Hoppers proberen beleggers

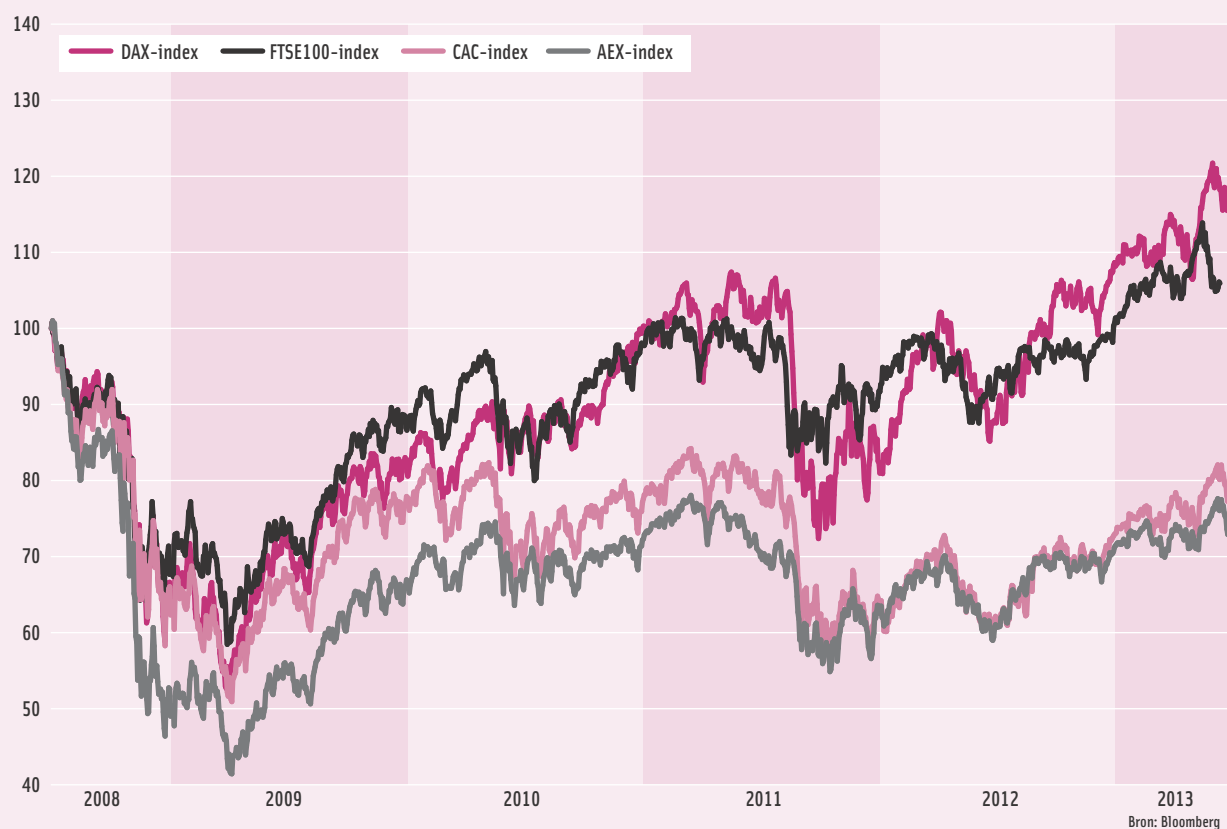
bij fondsen als BAM, Heijmans, Beter Bed en Accell over de cyclus heen te kijken. 'Het zal op korte termijn echt niet beter worden gezien de nieuwe bezuinigingsmaatregelen die ons nog te wachten staan, maar er is al zo veel slecht nieuws ingeprijsd dat langetermijnbeleggers zoals wij volop kansen zien.' Wanneer de overheid de bouwsector zou gaan stimuleren en daarmee het vertrouwen bij de consument opkrikt, kan de Nederlandse economie volgens Hoppers ook weer snel verbeteren.

En wellicht kan ook de AEX bij een aantrekkelijke wereldeconomie zijn achterstand in Europa inlopen. 'Als we een rotatie in de markt krijgen van defensieve sectoren naar meer economisch gevoelige cyclische fondsen, dan zou de AEX het best wel goed doen. Fondsen als Shell en Arcelor-Mittal zijn relatief goedkoop en hebben veel opwaarts potentieel wanneer de wereldeconomie aantrekt', zegt Grootveld, die de AEX binnen niet al te lange tijd eindelijk weer de 400-puntengrens ziet doorbreken.

Het is wel de vraag of beleggers via actief beheerde beleggingsfondsen moeten inspelen op een mogelijk herstel van de Nederlandse beurs of niet beter af zijn met goedkope indextrackers zoals de iShares AEX en de Think AMX. De meeste actieve aandelenfondsen die in Nederland beleggen weten immers de markt niet bij te houden, waarbij het kleine universum ook in hun nadeel werkt.

Als je een benchmark probeert te verslaan, is dat volgens Hoppers inderdaad een legitieme vraag. Hij trekt zich echter niets aan van de AMX of welke benchmark dan ook. 'Wanneer je via een tracker in de AMX belegt dan kan dat door de vele wijzigingen in de index en het zware gewicht van een beperkt aantal ondernemingen een zeer volatiel rendement opleveren', waarschuwt Hoppers. ■

AEX versus belangrijkste Europese indices
2 juni 2008 = 100



THEMA: SMART BÈTA



FOCUS OP VOLATILITEIT

BlackRock/iShares probeert met een focus op lage volatiliteits-aandelen de moederindex te verslaan.

PAGINA 28



VER VOORUIT KIJKEN

Het Croci-team van Deutsche Bank neemt alle bedrijven op basis van een geavanceerde waarderingsmethode de maat.

PAGINA 29

EN VERDER

ONDERZOEK FN UNIVERSE

Risico nemen wordt niet altijd beloond, blijkt uit onderzoek.

PAGINA 30-31

HARRY MARKOWITZ IN DE REVISIE

Assetmanagers en pensioenfondsen proberen met gebruikmaking van zogenoemde smart bèta-strategieën een antwoord te vinden op het feilen van de moderne portefeuilletheorie van Markowitz.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Meer dan vijftig jaar heeft het geduurd voordat de zogenoemde moderne portefeuilletheorie van de Nobelprijswinnaar Harry Markowitz onder vuur is komen te liggen. Daar was een moeder aller crises voor nodig, die van 2008. Toen bleek dat het stokpaardje van Markowitz, diversificatie, onder extreme marktomstandigheden niet werkt. Voor assetmanagers was dat inzicht een schok. Had Markowitz gezegd dat 'diversification the only free lunch' is, de beurskrach van 2008 liet zien dat nagenoeg alle 'asset classes' wel degelijk gecorreleerd kunnen zijn en tegelijkertijd in een vrije val kunnen raken.

Door de zware vermogensverliezen van dat jaar is bij veel beleggers niet langer rendement en vermogensvermeerdering het ultieme doel, maar risicomangement en vermogensbehoud. Voor assetmanagers is deze 'mindshift' een uitdaging: niet langer kan blind worden gevaren op historische data en ervaringen. Reden waarom de industrie zoekt naar alternatieven voor de traditionele kapitaalgewogen indices. Want hierop waren tot voor kort de meeste beleggingen en producten gebaseerd.

Deze nieuwe stroming wordt 'smart' of 'alternative bèta' genoemd. De strategieën zijn defensief van aard, beogen de volatiliteit te reduceren en zorgen zo voor een verbeterde Sharpe-ratio (het risico aangepaste rendement) ten opzichte van een kapitaalgewogen index of portefeuille. Hoewel het relatief jonge strategieën zijn, zijn er al veel van beschikbaar. Aan de ene kant heb je risicogedreven strategieën,

zoals bijvoorbeeld de 'minimum variance'-strategie. Daarbij wordt een portefeuille samengesteld met het laagst mogelijke risico (volatiliteit). Een ander voorbeeld is 'maximum diversification'. Bij deze strategie beoogt men een portefeuille te realiseren die de hoogste rendement-risicoverhouding heeft, terwijl er bij 'equal risk contribution' naar wordt gestreefd om iedere belegging evenveel te laten bijdragen aan het totale portefeuillerisico.

Ook zijn er partijen die zich hebben toegelegd op 'fundamental indexing'. Hierbij worden aandelen geselecteerd

'BELEGGERS WILLEN EEN ALTERNATIEF VOOR DE MARKTGEWOGEN PORTEFEUILLE'

op basis van fundamentele criteria of regels, zoals bijvoorbeeld boekwaarde en winst. Dat geeft een waardepremie, die er op enig moment uit moet komen. Het nadeel hiervan kan echter zijn dat het accent wordt gelegd op bedrijven die 'financially distressed' zijn en gedurende langere tijd juist kunnen onderperformen. Een lange adem hebben is in dat geval van belang.

Stierenmarkt

Uit academisch onderzoek komt naar voren dat equal risk contribution, maximum diversification en managed volatility (ook vaak 'minimum variance'-strategie genoemd) een lagere absolute volatiliteit hebben dan de kapitaalgewogen indices. Het meest defensief zijn de laatste twee strategieën, zegt Ramon Tol, senior portfolio-manager van Blue Sky Group, dat onder meer het pensioenvermogen van KLM beheert. De meeste literatuur-



onderzoeken wijzen uit dat als het om de Sharpe-ratio gaat, de managed volatility-strategie het dan beter doet dan maximum diversification, dat het op zijn beurt als strategie weer beter doet dan equal risk contribution. Maar voor alle drie de strategieën geldt dat zij weer beter presteren dan de kapitaalgewogen portefeuille.

Een nadeel van de managed volatility- en maximum diversification-strategie is dat zij in een sterk stijgende markt aanzienlijk achterblijven. De zogenoemde managed volatility-producten deden het in dalende markten aanzienlijk beter dan de moederindex, bijvoorbeeld de MSCI World of de S&P 500, terwijl ze in sterk stijgende markten achterbleven.

Dat is inherent aan dit soort strategieën, aldus Tol. Volgens hem doen ze het over de hele cyclus wel beter dan de moederindex, gebaseerd op voor risico gecorrigeerde rendementen. Maar de meeste beleggers hebben

daarvoor niet altijd het geduld.

Tol van Blue Sky bepleit om ook binnen een defensieve aandelenallocatie op zoek te gaan naar diversificatie en naar meer agressieve lage volatiliteitsstrategieën te kijken die minder achterblijven in stijgende markten.

Herbalancering

Een ander nadeel van lage volatiliteitsstrategieën is sectorconcentratie. Deze strategieën zijn vaak onderworpen in formatietechnologie en financials en in het algemeen onderworpen in cyclische aandelen, hetgeen bij een rally in deze aandelen veelal leidt tot performanceverlies. Typisch overwogen sectoren zijn daarentegen consumptengoederen, gezondheidszorg, utilities en telecom.

Bovendien kunnen lage volatiliteitsstrategieën een concentratie bevatten naar meer illiquide aandelen uit het small cap-segment, het-

geen problemen kan geven bij het herbalanceren van de portefeuille. Maar in de praktijk blijkt dit mee te vallen aangezien de meeste actieve vermogensbeheerders de allocatie naar small caps beperken in de portefeuille, zegt Tol.

Blue Sky komt op basis van eigen onderzoek, gebaseerd op de allocaties van klanten, tot de conclusie dat ten minste 15-20% van de portefeuille naar deze strategieën moet zijn gealloceerd om een merkbare invloed te hebben op risico en rendement van de aandelenportefeuille. De pensioenbelegger

**‘DE STRATEGIEËN
ZIJN POPULAIR
BIJ BELEGGERS EN
BEGINNEN TE DUUR
TE WORDEN’**

heeft nu voor de meeste van zijn klanten meer dan 15% op deze wijze belegd. Tussen maart 2011 en eind december 2012 leverde dat een verlaging van de volatiliteit op met meer dan 50% en werd een iets hoger rendement behaald dan de MSCI World Index.

‘Maar je moet wel zeer op je hoede zijn als je nu nog wilt alloceren naar dit soort strategieën. Ze zijn momenteel erg populair onder beleggers en een aantal lage volatiliteits-aandelen begint tekenen van overwaardering te tonen.’ Tol voegt eraan toe: ‘Sommige strategieën zijn bovendien nog jong en hebben onvoldoende track record. Bij de beoordeling zal de focus dan moeten liggen op de gebruikte portefeuilleconstructie en risicomanagementsystemen.’ Er zijn momenteel niet meer dan vier of vijf partijen in de markt met een track record van langer dan vijf jaar. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Robeco Global Conservative succesvol in laagvolatiel beleggen

De gedachte achter laagvolatiel beleggen is dat bepaalde aandelen in slechte tijden minder hard dalen dan andere aandelen. Hierdoor realiseren laagvolatiele aandelen uiteindelijk naar verwachting een gelijkwaardig rendement bij een lager risico.



Goed absoluut rendement

De verwachting is dat onze strategie het vooral goed doet tijdens volatiele marktomstandigheden. In een zeer gunstige marktomgeving kan de strategie achterblijven bij de markt, maar behaalt het nog steeds een goed absoluut rendement. Je kunt de vergelijking maken met de Tour de France: om de Tour te winnen, hoef je niet in alle etappes de snelste te zijn.

In de grafiek kunt u zien hoe de performance van Robeco Institutional Global Conservative in vergelijking met de referentie-index duidelijk in het voordeel van de eerste uitvalt. Het cumulatief rendement bedroeg 6,37% over de periode 2008 - 2012 terwijl de referentie-index (MSCI World) een rendement van -12,86% had.

Voorkom overwaardering

Robeco selecteert niet alleen op basis van laagvolatiliteit, maar ook op basis van faillissementsrisico's en waarde- en sentiment-gedreven factoren. Door waardering mee te nemen in de selectie van laagvolatiele aandelen voorkom je dat je te veel betaalt. Zo onderscheidt de strategie zich van andere aanbieders die alleen selecteren op historisch lage volatiliteit.

Waarde al jaren bewezen

De laagvolatiele beleggingsstrategie is vooral bekend van de Emerging Conservative-variant. Minder bekend is dat deze succesvolle strategie door Robeco eerst wereldwijd is toegepast voor institutionele beleggers. Daar heeft het zijn waarde al jaren bewezen. Robeco

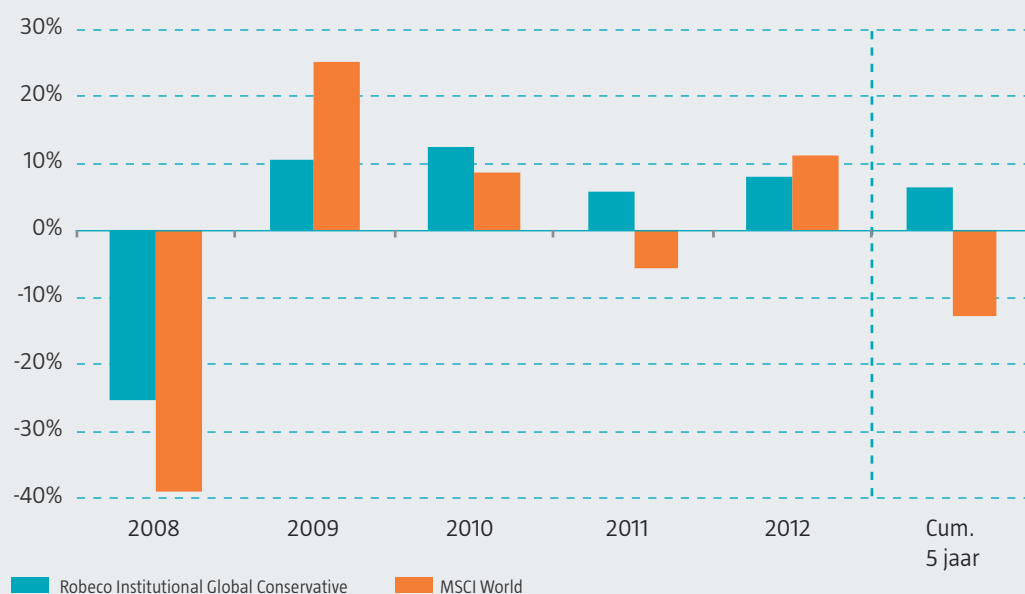
Global Conservative belegt wereldwijd in ontwikkelde en opkomende markten en kiest de aantrekkelijkste aandelen. Daarnaast is er een Emerging- en een European Conservative-variant beschikbaar. Inmiddels beheert Robeco ruim EUR 5 miljard in laagvolatiele aandelen.

Relatief hoog dividend

De Conservative Equity-fondsen hebben niet alleen naar verwachting lagere volatiliteit, maar leveren ook een relatief hoog dividend op. Robeco streeft naar een dividendrendement op Global Conservative Equities van circa 4%.

Wilt u meer weten over de conservatieve strategieën? Kijk op www.robeco.nl/conservative

Rendement Robeco Institutional Global Conservative 2008 - 2012



Bron: Robeco

Robeco Institutional Global Conservative belegt in ontwikkelde markten. Gehedged tot juni 2012, op basis van intrinsieke waarde na aftrek van kosten, in euro's. Robeco Global Conservative High Dividend is hiervan afgeleid en belegt naast ontwikkelde landen ook in opkomende markten. De waarde van uw belegging kan fluctueren. Resultaten in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.



'Door waardering mee te nemen voorkom je dat je teveel betaalt.'

Pim van Vliet,
Portfolio Manager Conservative Equities

Belangrijke informatie

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. Voor het fonds Global Conservative High Dividend (geregistreerd bij de AFM) is Essentiële Beleggersinformatie opgesteld en is er tevens een prospectus vervaardigd. Deze zijn kosteloos te verkrijgen via www.robeco.nl

ROBECO
The Investment Engineers

SMART BÈTA: ANTWOORD OP ANOMALIE MARKT

NIEUWE VORM VAN SYSTEMATISCH ACTIEVE STRATEGIEËN

De beurskrach van 2008 was voor assetmanagers aanleiding om nieuwe strategieën en producten te ontwikkelen om de risico-rendementsverhoudingen te verbeteren. Vier strategieën belicht.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN EN HARM LUTTIKHEDDE



RAUL LEOTE DE CARVALHO
BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS

‘Factor- premies zijn het begin’

Smart bèta-strategieën proberen maximaal te profiteren van de anomalieën in de markten. Bijvoorbeeld van het door onderzoek vastgestelde gegeven dat lage volatiliteit-aandelen een beter rendement genereren dan aandelen met een hoog risico, wat in strijd is met de moderne portefeuilletheorie, die uitgaat van een lineair verband tussen het te verwachten rendement en het genomen risico.

De meeste smart bèta-strategieën hebben echter onvolkomenheden, vindt Raul Leote de Carvalho, hoofd kwantitatieve strategieën & onderzoek bij BNP Paribas Investment Partners.

‘Het blijkt dat alle smart bèta-strategieën vooral berusten op factorpremies. Zo is de performance van “minimum variance”- en “maximum diversification”-strategieën bijna volledig afhankelijk van laag risico-aandelen, die van “equal weighting”, een strategie waarbij alle aandelen een gelijke weging krijgen, van de relatief grote exposure naar smallcaps en bij “risk parity” van een combinatie van deze twee.’ Behalve voor deze strategieën, waarbij risico het uitgangspunt is, geldt ook voor smart bèta-strategieën die de portefeuille samenstellen op basis van fun-

‘SMART BÈTA- STRATEGIEËN VERHULLEN EEN AANTAL VALKUILEN’

damenteels, zoals boekwaarde, winst en dividendrendement, dat deze factorpremies doorslaggevend zijn voor de performance. ‘Smart bèta is daarom ‘niet meer dan een nieuwe vorm van systematisch actieve strategieën.’

Rekenmodellen

De index waarop de portefeuille is gebaseerd wordt samengesteld door een wiskundige formule. Die bepaalt de mate waarin deze afwijkt van een naar marktkapitalisatie gewogen index, zoals de MSCI World. ‘Smart bèta-strategieën verhullen echter een aantal valkuilen. Minimum variance en maximum diversification kunnen bijvoorbeeld een zeer hoge “turnover” hebben, enorm geconcentreerd zijn rondom enkele aandelen en bepaalde sectoren fors overwegen. Risk parity en equal weight kunnen met liquiditeitsproblemen te maken krijgen vanwege hun grote blootstelling naar smallcaps. De vraag is dan hoe bestendig de performance is als dergelijke strategieën met veel instroom te maken krijgen.’

Ook fundamenteel gewogen indices herbergen risico's doordat ze te veel blootstelling hebben naar aandelen van bedrijven die in moeilijkheden verkeren. ‘Op basis van de boekwaarde alleen is het lastig om een goed bedrijf te onderscheiden van een bedrijf dat bijna failliet is.’ Kortom, de rekenmodellen die voor deze meeste smart bèta-strategieën worden gebruikt hebben weinig oog voor het beheersen van risico's. Extreme veranderingen in de tracking error ten opzichte van de naar marktwaarde gewogen indices zijn niet ongewoon. Ook de blootstelling naar de factorpremies blijkt sterk te fluctueren. En tot slot maken smart bèta-strategieën gebruik van slechts enkele anomalieën, stelt Leote de Carvalho.

Alternatief is om bij de constructie van een aandelenportefeuille te beginnen met het alloceren van risico naar de verschillende alfabronnen, in plaats van gebruik te maken van onnodig complexe en ‘onhandige’ indices.

‘Volatiliteit is voor ons het beginpunt’



URSULA MARCHIONI
BLACKROCK/ISHARES

De zogenoemde minimum volatility ETF's van BlackRock/iShares zijn erop gericht aandelen te selecteren uit een index, zoals bijvoorbeeld de MSCI World of de S&P 500, met de laagste volatiliteit en de minste correlatie. Hoewel rendement geen doelstelling is geweest bij de samenstelling van deze ETF's, hebben ze het door de focus op risicospreiding de afgelopen drie jaar (tot en met maart 2013) beter hebben gedaan dan de indices waarop zij zijn gebaseerd.

Was het geannualiseerde rendement voor de MSCI World-index 8,47% in de afgelopen 3 jaar, voor de iShares MSCI Minimum Volatility ETF bedroeg het rendement 12,71% per jaar. Daarnaast was de volatiliteit over de drie jaar 17% voor de index en 10 % voor de ETF, terwijl de Sharpe-ratio met 1,34 tegenover 0,56 van de index fors hoger was.

Ursula Marchioni, directeur beleg-

gingsstrategieën bij BlackRock/iShares, zegt dat de resultaten worden bereikt door bij de samenstelling van de ETF niet te letten op waardering, maar op de laagste historische volatiliteit. Zo komt het accent te liggen op aandelen en sectoren in de index die minder hard geraakt worden door de beweeglijkheid van de markten, zoals consumentengoederen, gezondheidszorg en utilities. Die relatieve immuniteit van deze defensieve sectoren heeft ermee te maken dat ze producten en diensten leveren die onder alle economische omstandigheden gekocht en gevraagd worden, zodat ze veelal een stabiele cashflow hebben en duurzaam dividend kunnen uitkeren.

Risicoparameters

Maar om te voorkomen dat deze minimum volatility ETF's een sterke weging naar dergelijke sectoren hebben, is bepaald dat aandelen een minimale weging in het portfolio van 0,05% tot maximaal 1,5% hebben, terwijl op sectorniveau niet meer dan 5% van de index mag worden afgeweken. Op landenniveau en omzet zijn vergelijkbare beperkingen, zegt Marchioni. Indices worden periodiek geherbalanceerd, op een vergelijkbare manier als de moeder-indices.

Voor deze minimum volatility ETF's is de tracking error ten opzichte van de moeder-index niet relevant. De prestaties van de portfoliomanager moeten worden gemeten door de tracking error van de ETF ten opzichte van de eigen minimum volatility-index af te zetten. 'Wij stellen deze ETF's samen op basis van risicoparameters, zoals volatiliteit. Het effect hiervan is dat we het beter doen in een dalende markt en in een stijgende markt licht achterblijven.'

Zo behaalde de ETF op de MSCI World index tussen november 2001 en maart 2013 in stijgende markten gemiddeld 70% van het rendement van de moederindex, terwijl het verlies in dalende markten beperkt bleef tot 53%

van dat van de MSCI World. Per saldo levert dat een hoger rendement op.

Specialisten bij de banken wijzen er op dat de minimum volatility ETF's nu weer bij de moederindex zouden kunnen achterblijven. De reden is dat beleggers bezig zijn defensieve aandelen in te ruilen voor cyclische aandelen, omdat die sterker kunnen profiteren van een herstellende economie. Marchioni erkent dat een dergelijke rotatie nu mogelijk is en het rendement op korte termijn ook negatief kan beïnvloeden. Maar zij denkt dat de rendementsschade die de ETF's van iShares daardoor kunnen oplopen beperkt zal zijn, hoewel. 'Zoals gezegd: de sectorafwijking ten opzichte van de moederindex is niet meer dan 5%.' Volgens Marchioni is het ook belangrijk om de toegevoegde waarde van de minimum volatility ETF's over een hele economische cyclus te beoordelen.

‘Focus ligt op fundamentele risico's



MELCHIOR DECHELETTE
AMUNDI ASSET MANAGEMENT

Het is allemaal begonnen met de technologiebubbel aan het begin van deze eeuw. Toen werden ze bij het Franse huis Amundi hard met de neus op de feiten gedrukt. 'We hebben toen echt geleden,' herinnert Melchior Dechelette zich, hoofd innovatieve aandelenbeleggingen. Bij de crash die op het spatten van de bubbel volgde, werd het de mensen bij Amundi duidelijk dat er te veel risico was geconcentreerd in de benchmark. 'Die ontvullende ontdekking maakte dat wij gingen zoeken naar alternatieven. We doken diep in de literatuur en vonden dat professor Markowitz al in 1952 had gepleit voor diversificatie. Hij deed dat met de woorden: "It's the only free lunch", een waarheid die meer dan een halve eeuw later nog nagalmt in de burelen van assetmanagers en andere beleggers.'

Maar stelde Markowitz zich tevreden met een marktrisico van 60%, Amundi wil dit risico verder terugdringen tot 45%. Die doelstelling kan volgens Dechelette het beste worden bereikt door een minimum variance-aandelenstrategie te volgen. Hierin wordt beoogd de efficiency van de aandelenexposure te verbeteren om daarmee de risico's te verlagen en het langetermijnrendement te verbeteren. 'Naast selectie van kwaliteitsaandelen wordt het fundamentele risico beheerd, de volatiliteit gereduceerd en in de laatste stap van het investementproces richten we ons op het beperken van het asymmetrisch risicoprofiel teneinde de participatie in neergaande markten zo veel mogelijk te beperken.' Sinds de inceptie van het Europese Equity Minimum Variance-fonds in april 2009 leverde deze focus op kwaliteitsaandelen een cumulatief rendement op van 79% (t.o.v. 68,5% voor de MSCI Europe), een volatiliteit van 13,4% (t.o.v. 18,6% voor de MSCI Europe, een daling van bijna 30%) en een Sharpe-ratio van 1,15 waar de sharpe voor de MSCI Europe op 0,73 staat. Bovendien zorgde deze

minimum variance-benadering ervoor dat over dezelfde periode in slechts 21% van de downside werd geparticipeerd.

Sharpe-ratio

Dechelette stelt dat de strategie van Amundi erop gericht is de volatiliteit te minimaliseren en de Sharpe-ratio te maximaliseren. 'We zijn er niet op uit het rendement te maximaliseren. Dat is in de praktijk heel moeilijk en leidt alleen maar tot teleurstellingen. Maar als je daarentegen het risicomanagement optimaliseert, dan kun je ook de verwachtingen beter managen.'

Door te focussen op risicomanagement in zowel de aandelen-, de sector- als de landenallocatie wordt de diversificatie geoptimaliseerd. Volgens Dechelette betekent dat bij aandelen dat de slechtste bedrijven worden geëlimineerd. 'Dat doen we door vooral te kijken naar de dynamiek van ratio's als cashflow, balans en de winst-en-verliesrekening. Marktprijzen zoals koers-winstverhouding en "price-to-book" laten we buiten beschouwing. Want dat is nu juist het marktrisico.'

Van een alpha-selectie wil Dechelette niet spreken. 'Nee, daar voel ik me niet comfortabel bij. Want dan zou het verbonden zijn met de afwijking van de tracking error en daar blijven we juist zo dicht mogelijk bij. Iedere stap in het proces is erop gericht om het risico in de portefeuille te beperken: de aandelselectie verhoogt de fundamentele kwaliteit van de portefeuille, de kwantitatieve stap reduceert de volatiliteit en ten slotte filteren de portfolio-managers asymmetrische risico's eruit.'

'WE WILLEN HET RISICO VERLAGEN EN HET LANGE RENDEMENT VERBETEREN'

Het managen van deze risico's heeft wel een prijs: de turnover in de low volatility-fondsen van Amundi bedraagt 30% per kwartaal, wat betekent dat de portefeuille jaarlijks volledig wordt aangepast. 'Als je je portefeuille constant wilt optimaliseren, dan zul je met 62 tot 74 aandelen in een universum van 300 aandelen veel transacties moeten doen. Dat brengt hogere transactiekosten met zich mee, maar daar staat tegenover dat de volatiliteit bijvoorbeeld in 2008 de helft is geweest van de markt, terwijl we het in de lage bèta-periode van de laatste twee jaar 10% beter deden dan de index.'

'Door kleine stapjes alpha behalen'



MARKUS BARTH
DEUTSCHE ASSET
& WEALTH MANAGEMENT

Deutsche Bank is op het terrein van smart bèta actief met Croci-indices en -fondsen. Het idee achter Croci, dat een acroniem is voor

'WIJ STREVEN NAAR EEN STANDAARD VOOR DE DIVERSE METHODES'

Cash Return On Capital Invested, is om op basis van een geavanceerde waarderingmethode alle bedrijven wereldwijd met elkaar te kunnen vergelijken en zodoende in de meest aantrekkelijke geprijsde aandelen te beleggen.

Markus Barth, Global Head Croci Investment Products, en het Croci-researchteam, kijken niet alleen naar publiek beschikbare financiële publicaties maar ook naar niet-gerapporteerde bezittingen zoals merk en investeringen in onderzoek. 'Daardoor wordt het mogelijk om bijvoorbeeld een autoproducent te vergelijken met een softwarebedrijf als IBM.'

Op basis van de traditionele waarderingmethodes is dat uitgesloten. 'Je kunt het vergelijken met het bijwonen van een vergadering van de Verenigde Naties waar iedereen in zijn eigen taal spreekt. Als toeschouwer begrijp je er dan niks van. Daarom gebruikt iedereen een koptelefoon met een tolk. Croci doet in zekere zin hetzelfde. Al die verschillende boekhoud-, belasting- en waarderingmethodes worden geconverteerd tot één standaard.'

Irrationeel gedrag

De uitkomst is de 'economische koers-winstverhouding'. Volgens Barth is er geen betere indicator voor de werkelijke waarde van een bedrijf. 'Neem American Airlines, dat in 2007 handelde op ongeveer 11,5 keer de winst en om die reden een aantrekkelijk gewaardeerd aandeel leek. Echter, twee verplichtingen hield het bedrijf buiten de balans: het pensioenfonds was ondergefinancierd en de vliegtuigen werden geleased. De economische

koers-winstverhouding kwam daarvoor uit op 25, waarmee het bedrijf aanzienlijk overgewaardeerd was terwijl veel waardebeleggers het aandeel juist in portefeuille hadden.'

Een van de fondsen is het Croci World Fund. Uit een universum van 450 largecap-bedrijven, exclusief financiële fondsen, worden via het geautomatiseerde proces de honderd meest aantrekkelijk gewaardeerde bedrijven gedestilleerd. Dat selectieproces is volledig bottom-up en regioneutraal. Vervolgens krijgt binnen het fonds elke aandeel een gelijke wegging. 'Een wegging op basis van beurswaarde levert geen toegevoegde waarde.'

Barth gaat niet in op individuele bedrijven. Op sectorniveau is het fonds nu overwogen in de gezondheidszorg en technologie, en onderwogen in nutsbedrijven en telecom.

Het fonds zal in een rustig opgaande markt in de pas lopen met de markt, zegt Barth. In een neergaande markt is de kans groot dat het fonds minder averij oploopt. Tijdens een crisis of bubbel, als de markt even geen aandacht heeft voor de fundamentals en zich 'irrationeel' gedraagt, zoals in 1999 tijdens de internetbubbel en 2008 tijdens de financiële crisis, zal dat tot een underperformance kunnen leiden. Ook als financials een forse rally doormaken, zoals in 2012, blijft Croci achter tegenover de markt aangezien het fonds niet in deze sector belegt. Op de lange termijn zou het fonds zowel de MSCI World als de actieve beleggingsfondsen met vijf Morningstar-sterren moeten kunnen verslaan.

Overigens spreekt Barth niet van een smart bèta maar van intelligente bèta. 'Het is een hybride product. Behalve het systematische deel houdt een researchteam zich bezig met het verzamelen van data. Onder smart bèta versta ik het maken van kleine aanpassingen aan de benchmark om een beetje alpha te genereren.' ■

CEES VAN LOTRINGEN EN HARM LUTTIKHEDDE ZIJN REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

RISICO NEMEN LAATSTE TIJD NIET BELOOND

MODERNE PORTFEUILLETHEORIE VAN MARKOWITZ ONDER DE KORENMAAT

Onderzoek van de Fondsnieuws-database levert op dat bij een volatiliteit van meer dan 15% de relatie tussen het genomen risico en het opgeleverde rendement wordt gebroken.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Wie meer risico neemt, hoopt doorgaans de kans op een hoger rendement te vergroten. Zetten we het risico van de meest bemiddelde beleggingsfondsen in Nederland (de fondsen uit de Fondsnieuws Universe) echter af tegen het behaalde rendement (figuur 1), dan zien we dat de rendementen de afgelopen jaren met het stijgen van de volatiliteit van fondsen niet toe- maar juist afgenomen zijn.

Wie meer in detail naar de bevindingen kijkt, ziet dat het verband tot een volatiliteit van ongeveer 15% positief is en daarna negatief. Hieruit zou je kunnen afleiden dat je er als belegger in een van de fondsen uit deze steekproef de afgelopen jaren goed aan had gedaan niet te beleggen in een fonds met een hogere volatiliteit dan 15%. Kortom, een onderbou-

wing voor het beleggen in fondsen met een 'low volatility'-strategie.

Inderdaad, zegt Pim van Vliet, senior portfoliomanager bij Robeco en deskundige op het gebied van low volatility-strategieën. Volgens van Vliet zijn deze bevindingen van Fondsnieuws in lijn met bevindingen voor langere periodes. Het negatieve verband geldt vooral voor de aandelenfondsen (figuur 2).

Bij obligaties is het beeld wel positief (figuur 3), al is het voor sommige typen obligaties de vraag of het verband positief genoeg is, met name voor de categorie bedrijfsobligaties (figuur 4).

Sharpe-ratio

Van Vliet: 'Voor obligaties is de lijn te vlak, wat betekent dat de Sharpe-ratio van laag risico-obligatiefondsen hoger was dan voor hoog risico-fondsen. Wat de vraag oproept of het extra te nemen risico wel in proportie is met het extra rendement dat het oplevert.' Dat is een actuele vraag nu veel obligatiemanagers zich afvragen waar zij nog rendement kunnen be-

halen en tegelijkertijd het risico op koersverliezen als gevolg van rentestijgingen toeneemt.

'In het licht van het huidige risico op verdere rentestijgingen voegt het toevoegen van een klein beetje duratie al extra risico toe. De vraag is of het kleine beetje extra rendement dat dit oplevert genoeg is om dit risico te compenseren.'

Bij aandelen is de lijn niet vlak, maar negatief. 'Dat is een mooie illustratie dat risico en rendement niet zo mooi samenhangen als vaak wordt gedacht', aldus Van Vliet.

Beleggers zouden volgens Van Vliet dan ook moeten oppassen met de meest volatiele effecten binnen een bepaalde categorie. Het is volgens hem niet zo dat je bijvoorbeeld beter

helemaal geen emerging markets debt moet kopen, maar wel dat je binnen die categorie moet uitkijken met de meest volatiele effecten.

De volgende Google

'Veel beleggers denken: als ik risico ga nemen, dan doe ik het ook goed. Ga ik in aandelen beleggen, dan ga ik niet in van die saaie nutsbedrijven, nee, dan wil ik ook in de volgende laten we zeggen Google stappen. Het gevolg hiervan is dat spannende bedrijven op de langere termijn vaak te duur zijn en dus niet opleveren wat verwacht was. Wil je risico nemen, doe het dan dus beheerst.'

Opmerkelijk is dat het dit en vorig jaar juist de 'saaie' dividendaandelen, waren waar veel vraag naar is. Als gevolg daarvan zijn low volatility-aandelen inderdaad wat duurder geworden beaamt, Van Vliet. 'De allerduurste nemen wij dan ook niet op in onze portefeuilles.'

De portfoliomanager bekijkt alles relatief. Ook het door Fondsnieuws gevonden omslagpunt bij een volatiliteit van 15% is niet in steen gebeiteld.

'VEEL BELEGGERS DENKEN: ALS IK RISICO GA NEMEN, DAN DOE IK HET OOK ECHT GOED'

'Dit was zo de afgelopen jaren, in deze steekproef, maar als de volatiliteit van de hele markt toeneemt, gaat die grens ook omhoog.'

Volgens universitair hoofddocent Auke Plantinga van de faculteit economie en bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen zit er een kern van waarheid in dat beleggers vaak te agressieve portefeuilles kiezen, maar hij stelt dat dit lang niet voor alle beleggingsfondsen waar hoeft te zijn.

Scenario's

Hij wijst er echter ook op dat volgens het Capital Asset Pricing Model gebaseerd op de moderne portefeuilletheorie van Harry Markowitz de positieve relatie alleen in de verwachting van de belegger bestaat: hij wil graag gecompenseerd worden voor risico. 'Het ligt dan echter ook in de aard van het begrip risico dat er ook scenario's zijn waar de gerealiseerde rendementen negatief zijn. Je zult dan een negatief verband vinden tussen rendement en risico. 'Het is duidelijk dat de afgelopen tien jaar een negatief scenario was.'

Global strategist Dan Morris van J.P.Morgan Asset Management wijst erop dat de theorie over het verband tussen risico en rendement betrekking heeft op asset classes en niet noodzakelijkerwijs ook op fondsen. 'Aandelen bieden hogere verwachte rendementen dan obligaties, maar ook hogere rendementen.' Binnen asset classes geldt volgens Morris hetzelfde patroon: risicovollere assets hebben een hoger verwacht rendement.

Hoe de praktijk eruitziet hangt volgens Morris af van de gekozen periode, de asset class en de economische omstandigheden.

Stock picking skills

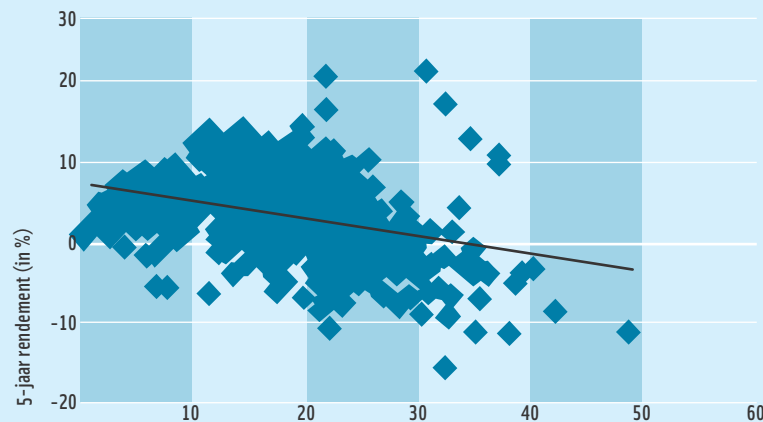
De risico-rendementsverhouding van fondsen hangt volgens Morris echter van veel meer zaken af dan de geko-

Risico versus rendement

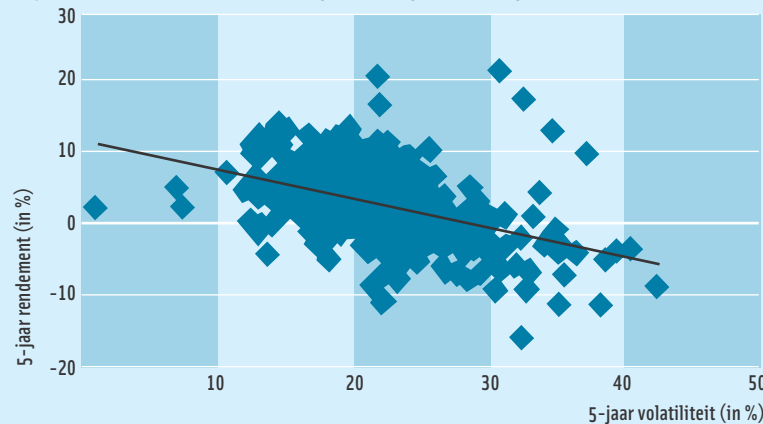
Beleggingsfondsen uit de FN Universe

◆ 5-jaar rendement — Lineair (5-jaar rendement)

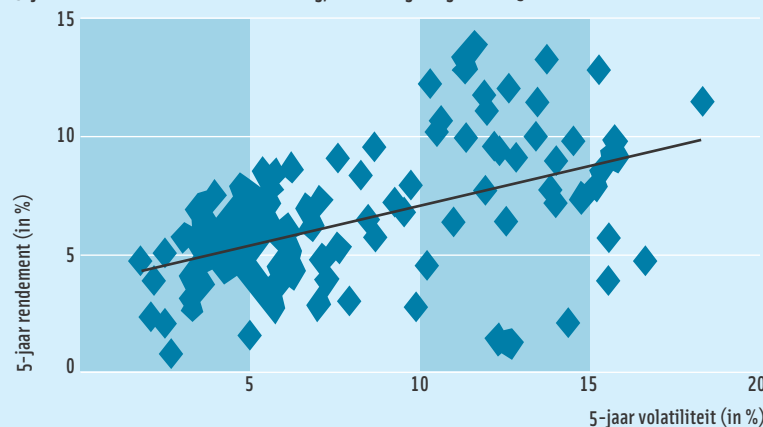
5-jaars volatiliteit/rendementsverhouding, hele database (figuur 1)



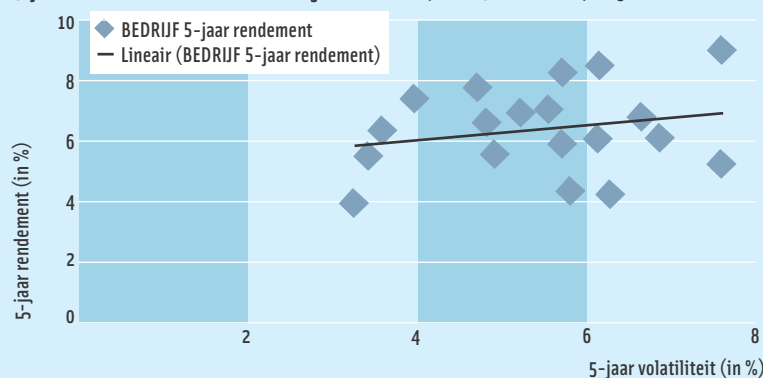
5-jaars volatiliteit/rendementsverhouding, verhouding aandelen (figuur 2)



5-jaars volatiliteit/rendementsverhouding, verhouding obligaties (figuur 3)



5-jaars volatiliteit/rendementsverhouding hele database (vanaf 15% volatiliteit) (figuur 4)



Bron: Fondsnieuws

'HET IS DUIDELIJK DAT DE AFGELOPEN JAREN SPRAKE VAN EEN NEGATIEF SCENARIO WAS'

zen asset class. 'Het is dus niet echt correct z'n heterogene groep fondsen op deze manier met elkaar te vergelijken,' zegt hij. 'En als je het al doet, dan zou je binnen een bepaalde groep fondsen die in dezelfde subcategorie beleggen, laten we zeggen wereldwijde aandelen, moeten kijken welk fonds op de langere termijn het beste voor risicogecorrigeerd rendement biedt.'

Universitair hoofddocent Plantinga merkt op dat het woordje 'noodzakelijkerwijs' cruciaal is in het betoog van Morris. 'Dat betekent dat de theorie in het algemeen ook op fondsen van toepassing moet zijn, en dat is hij ook.'

Plantinga zegt zich echter wel te kunnen voorstellen dat er enkele fondsen zijn die zich buiten de theorie plaatsen, 'met name door superieure "stock picking skills". We weten echter dat superieure stock picking skills zeldzaam zijn, en dat er voor de meeste fondsen een positief verband moet zijn tussen rendementsverwachtingen en risico.'

De door Fondsnieuws gevonden resultaten zijn volgens Plantinga van de Rijksuniversiteit Groningen het gevolg van een opeenvolging van jaren waarin de resultaten tegenvielen ten opzichte van de verwachtingen.

Dit artikel is tot stand gekomen met medewerking van Dennis Hageman, student aan de Rijksuniversiteit Groningen.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Kies met inzicht, kies actief



De ene
opkomende
markt is de
andere niet

Azië of Afrika? Kies met inzicht, kies actief!

De economische groei in Azië en Afrika zet door terwijl die in veel westerse economieën stagneert. Alle kaarten dus op de opkomende markten? Niet verstandig, want 'DE' opkomende markten bestaan niet. Zoveel landen, zoveel economieën, zoveel markten. De juiste beleggingskeuze vraagt om het juiste inzicht.

Beleggen is meer dan ooit een kwestie van kiezen. Beleggingsrendementen - van vandaag en van de toekomst - worden bepaald door: inzichten: inzichten in de prestaties van ondernemingen en grondige continue wereldwijde research. Dát is de basis voor de beste beleggingskeuzes. Dát is de overtuiging van Fidelity. Dát is actief vermogensbeheer.



Voor meer inzichten,
download de complete whitepaper
gratis op: www.fidelity.nl/actief



Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity/Fidelity Worldwide Investment betekent FIL Limited, en zijn dochterondernemingen. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, het Fidelity Worldwide Investment logo en het 'F' symbool zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Uitgegeven door FIL (Luxembourg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). CL 1305906/1113