

# fondsNIEUWS

THEMA  
FONDSEVENT 360

OKTOBER 2013

WWW.FONDSNIEUWS.NL

## NEEM MEER RISICO

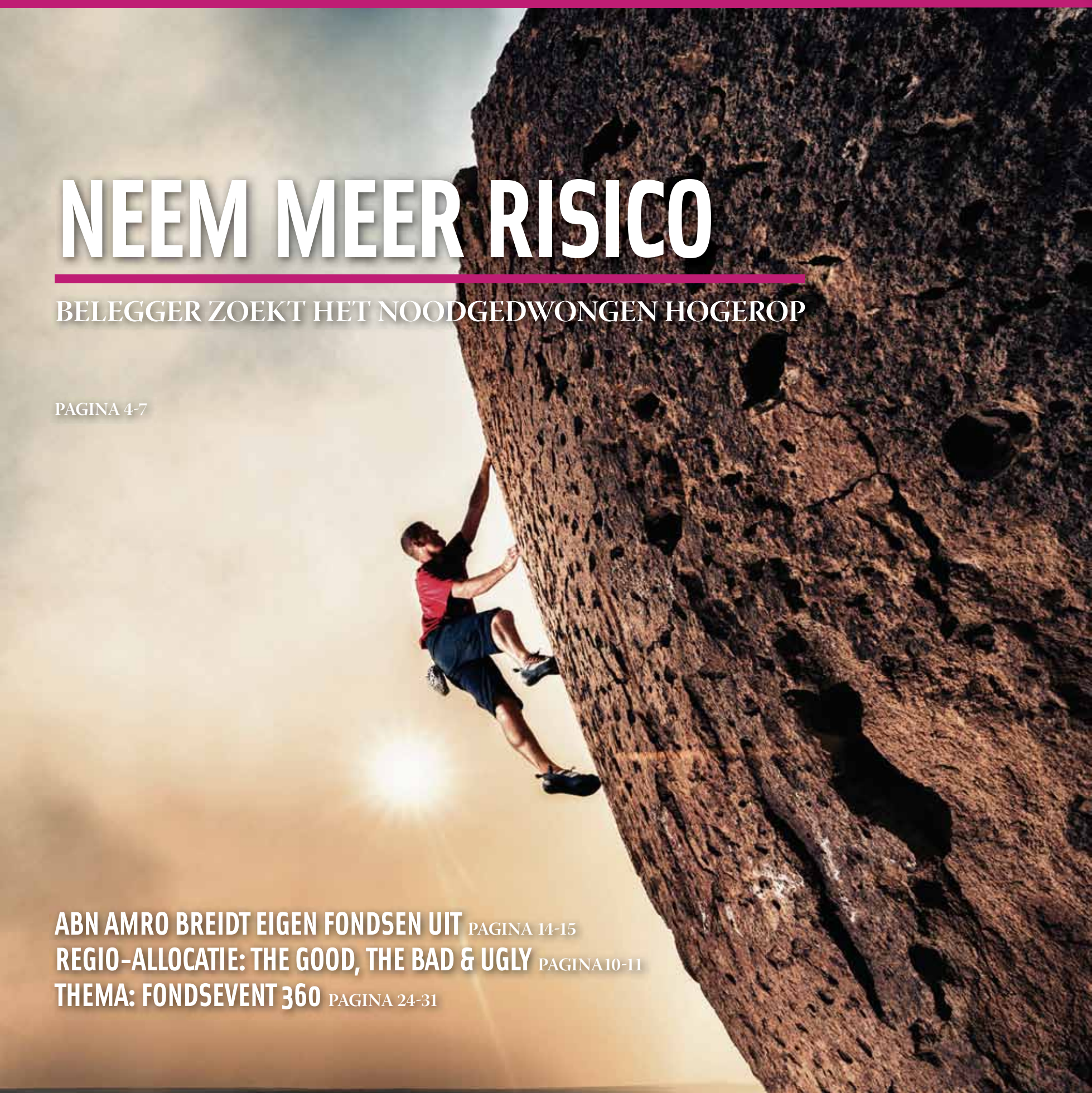
BELEGGER ZOEKT HET NOODGEDWONGEN HOGEROP

PAGINA 4-7

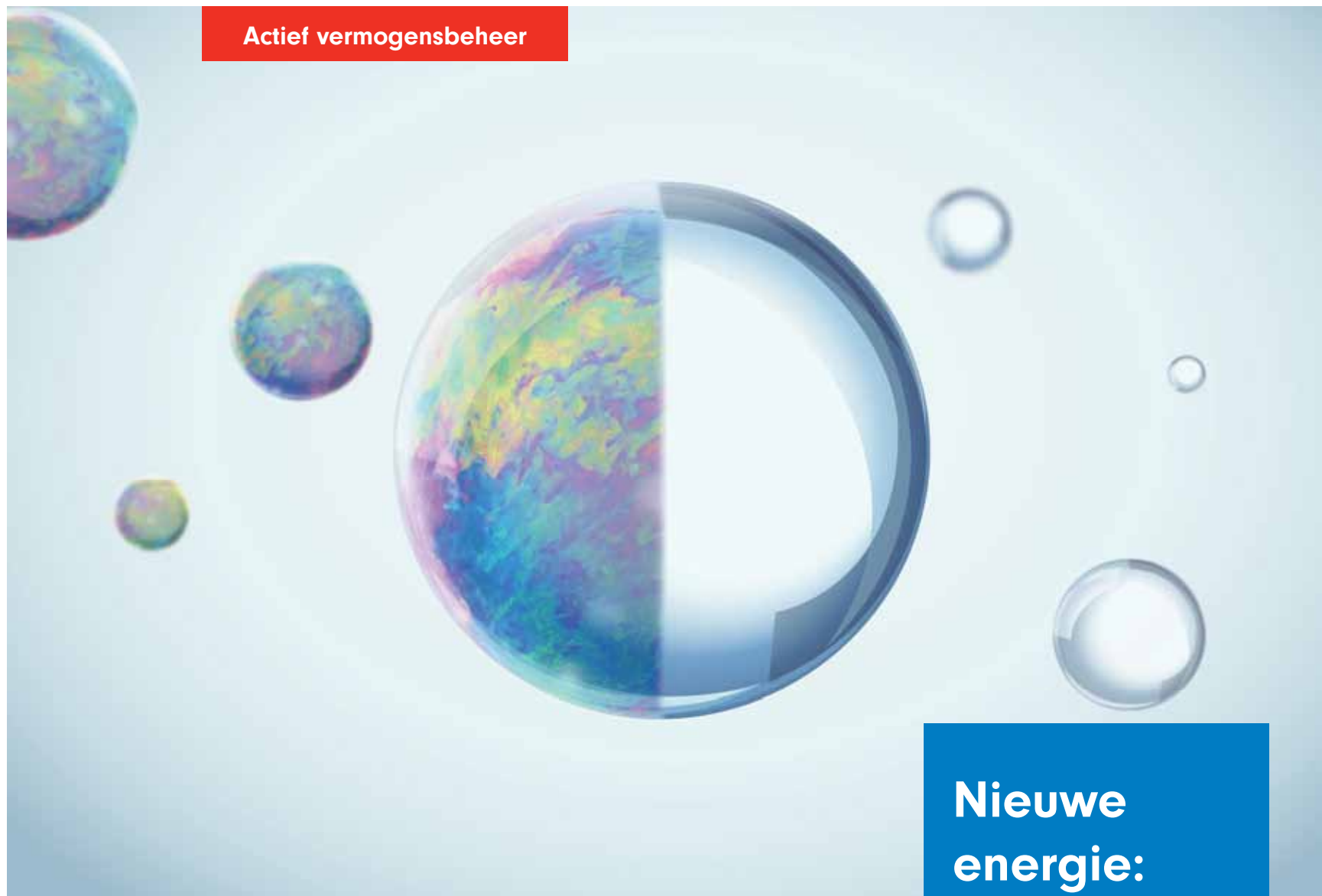
ABN AMRO BREIDT EIGEN FONDSSEN UIT PAGINA 14-15

REGIO-ALLOCATIE: THE GOOD, THE BAD & UGLY PAGINA 10-11

THEMA: FONDSEVENT 360 PAGINA 24-31







## Nieuwe energie: kracht voor de economie

### Schaliegasbel of zeepbel? Kies met inzicht, kies actief.

De Amerikaanse winbare schaliegasvoorraad is vier keer zo groot als de oliereserves van Saoedi-Arabië. De energieprijzen in de VS zijn fors gedaald en er wordt geschat dat het Amerikaanse bedrijfsleven USD 11 miljard per jaar aan productiekosten kan besparen. Welke ondernemingen en welke sectoren profiteren daarvan? 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](http://www.fidelity.nl/actief)



## VOORWOORD

**D**e lage rente houdt de gemeoederen op de markten onophoudelijk bezig, vooral nu de Amerikaanse centrale bank het afbouwen van het opkoopprogramma heeft uitgesteld. De samenhang ligt voor de hand: als de liquiditeit beperkt wordt en de economische groei aantrekt, dan loopt de rente op. De vraag is alleen wanneer de Fed tot die beleidswijziging overgaat. De meningen daarover zijn verdeeld. De een denkt dat het een kwestie van weken is, de ander verwacht dat 'tapering' pas in 2015 ingezet kan worden.

Op de zesde editie van het Fondsevent in 't Spant in Bussum werd er door beleggers, private bankers en beleggingsadviseurs lang bij stilgestaan. Maar afwachten wat het wordt, en wanneer het besloten wordt, raadt vrijwel iedere specialist af. De lage rente vreet het vermogen op, voor wie zijn kaarten op obligaties zet of de depositio van de bank. Er is een actief beleid nodig met een wereldwijde assetallocatie om de kansen te pakken waar ze zijn. Ook werd herhaald dat je nu beter in aandelen dan in obligaties kan beleggen en dat high yields en asset backed securities ook alweer aantrekkelijker zijn dan het staatspapier. Naast de kortetermijnrisico's werd tijdens het Fondsevent ook gekeken naar de langetermijnkansen. Daarbij lag de focus op een drietal megatrends die de toekomst en de loop van de geschiedenis dramatisch zullen veranderen: naast robotisering en urbanisatie is dat de energierevolutie die zich als eerste in de VS voltrekt en de concurrentie- en de geopolitieke verhoudingen in de wereld volledig op zijn kop zal zetten.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS  
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL

# NEEM MEER RISICO

## BELEGGER ZOEKT HET NOODGEDWONGEN HOGEROP

PAGINA 4-7

FOTO: GETTYIMAGES



FOTO: HH

## ABN AMRO EN DE BELEGGERSBANK

De zelfbenoemde beleggersbank van Nederland is al langer bezig om het assortiment aan beleggingsfondsen en beleggingsoplossingen te stroomlijnen. Fund of funds, profiefondsen en mandaten krijgen prioriteit.

PAGINA 14-15



FOTO: JOLANDA VAN DER LINDEN

## FONDSEVENT 360: FOCUS OP TRENDS

De zesde editie van het Fondsevent focuste op langetermijnkansen en kortetermijnrisico's. Naast robotisering, urbanisatie en energierevolutie kwam de lage rente aan de orde en de gevolgen voor de portefeuille.

PAGINA 24-31

### EN VERDER

#### WAAR MOET JE ZIJN: VS, EUROPA OF AZIE-PACIFIC?

Beleggingsstrategen over de regio's die de komende tijd kunnen verrassen. Een aantal zet zijn kaarten op Europa.

PAGINA 10-11

#### TWINTIG JAAR ETF'S: DE DOORBRAAK LIJKT NABIJ

Het provisieverbod per 2014 kan wel eens de doorbraak voor etf's betekenen.

PAGINA 14-15

### RUBRIEKEN

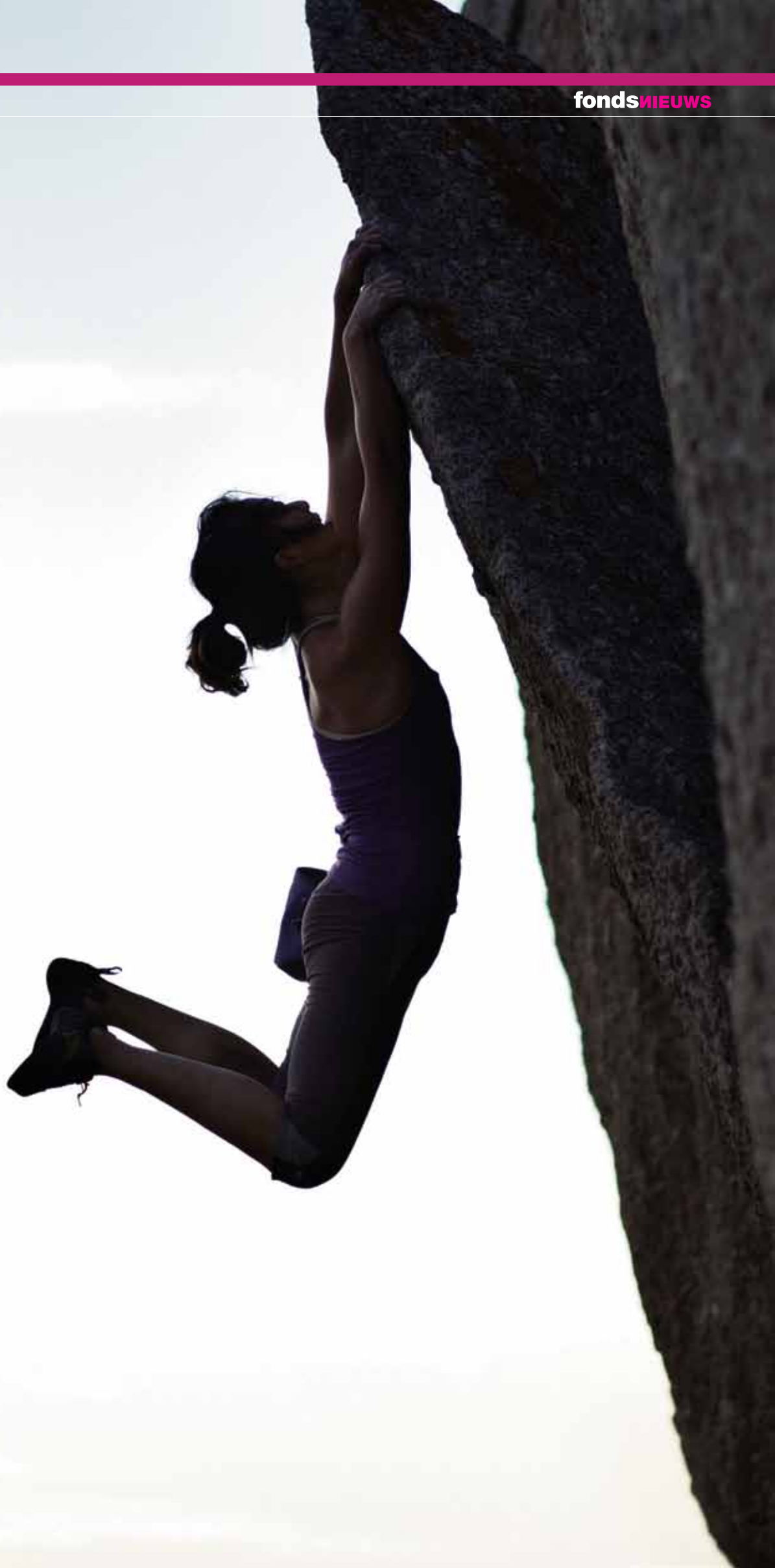
FAVORIETE GRAFIEKEN ..... 8  
PRODUCTPANEL ..... 16

### COLOFON

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

### FONDSNIEUWS

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





# NEEM MEER RISICO!

## BELEGGERS ZOEKT HET NOODGEDWONGEN HOGEROP

Vermogensbeheerders alarmeren massaal hun klanten: 'Houd uw risicobereidheid tegen het licht, want in het huidige, gemanipuleerde speelveld kachelt uw vermogen in reële termen hard achteruit.'

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**W**hat goes up must come down' is een gevleugelde uitspraak van de Britse wetenschapper Sir Isaac Newton. Na een periode van historisch lage rentes is het nu echter de vraag in hoeverre het omgekeerde opgaat.

Dit jaar zijn de rentes vooruitlopend op de afbouw van het steunprogramma in de Verenigde Staten in elk geval al behoorlijk opgelopen. En de verwachting is dat het einde van die stijging nog lang niet in zicht is. 2013 zou wel eens het kanteljaar in de rentemarkt kunnen worden.

Dat beleggers zich zorgen maken is terecht, want staatsobligaties maken het slechtste jaar door sinds 1994, toen de obligatiemarkten crashten. Vermogensbeheerders en private banks zijn in hoogste staat van paraatheid om verdere verliezen te beperken. Hun devies? Neem meer risico.

'Wij zijn een half jaar geleden volledig uit Amerikaanse, Duitse en Nederlandse staatsobligaties gestapt vanwege het lage verwachte rende-

ment,' zegt Ben Steinebach, hoofd beleggingsstrategie van ABN Amro MeesPierson. 'Wij beleggen juist wel in zeer liquide Italiaanse en Spaanse staatsobligaties omdat we verwachten dat de risicopremies ten opzichte van Duits staatspapier verder zullen dalen.'

Steinebach zegt twee indicatoren te zien die erop duiden dat het proces naar meer 'normale' rentes goed op gang gekomen is. In de eerste plaats is dat de opgelopen spread tussen tweejaars en tienjaars Amerikaans staatspapier, wat wijst op een toenemend vertrouwen van beleggers in de economie.

Ten tweede constateert de beleggingsstrategie dat de reële rente op Amerikaanse staatsleningen met een lange looptijd weer positief is. 'Toch hebben we nog een lange weg te gaan voordat het normalisatieproces voltooid is,' zegt Steinebach. 'Het gemiddelde reële rendement op tienjaars Amerikaans staatspapier ligt sinds 1993 namelijk boven de 2%.'

Vanwege het vooruitzicht van verder oplopende rentes worden staatsobligaties binnen de modelportefeuilles van ABN Amro sterk onderwogen. Over investment grade bedrijfsobligaties van lagere kwaliteit en high yield obligaties is de bank nog wel positief, omdat de aantrekkende economie ertoe moet leiden dat bedrijven beter in staat zijn

om hun leningen — zoals obligaties — terug te betalen. 'Bovendien is het aantal wanbetalingen op bedrijfsobligaties historisch gezien nog altijd laag.'

Ook schulden uit opkomende landen in harde valuta worden overwogen, evenals aandelen, waarbij de op groei gerichte sectoren zoals industrie en informatietechnologie momenteel de voorkeur krijgen.

### 'De geest is uit de fles'

Wie er nog over mocht twijfelen: het oplopen van de rentes betekent wel degelijk het einde van de dertigjarige 'bull run' in staatsobligaties, zegt Sandra Crowl, lid van het Investment Committee van de Franse vermogensbeheerder Carmignac Gestion. 'Dit is geen tijdelijke opleving. De geest is nu echt uit de fles.'

Voor 2014 verwacht ze dat de rente op Amerikaans staatspapier met een looptijd van tien jaar kan

### 'OVER STAATSOBLIGATIES MAKEN BELEGGERS ZICH TERECHT ZORGEN'

uitkomen op maximaal 3,25% bij een verwachte economische groei van 3% en een inflatie die onder de 2%-doelstelling van de Fed blijft. Ten opzichte van de huidige niveaus betekent dat dat er nog een stijging van zo'n 50 basispunten in het verschiet ligt.

Om die reden handhaaft Carmignac in zijn fondsen een korte duratie om de rentegevoeligheid laag te houden, en geeft het net als ABN Amro de voorkeur aan bedrijfsobligaties en staatsobligaties uit de periferie van Europa. Bij aandelen gaat de voorkeur uit naar multinationals met een leidende marktpositie en een brede geografische spreiding die zichzelf financieel kunnen bedruipen, zoals Inditex and SAB Miller.

### Risico-angst

Volgens senior analist Dennis Nacken van Allianz Global Investors is het grootste risico dat beleggers nu lopen dat ze helemaal geen risico willen nemen. Want in tijden van financiële repressie, waarbij de korte rente opzettelijk onder het niveau van de inflatie wordt gehouden, doen juist de beleggingscategorieën die traditioneel bescherming bieden tegen inflatie het goed.

Daaronder vallen 'real assets' zoals grondstoffen en vastgoed, maar zeker ook aandelen. Nacken heeft



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



Meer informatie over het Pictet-Water Fund kunt u vinden op [www.pictetfunds.com](http://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 inwoners 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](http://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 of terugkoop van aandelen. Dit promotiemateriaal is niet bedoeld als vervanging van de volledige fondsdocumentatie. Pictet-Water Fund is een subfonds van Pictet. Pictet-Funds is geregistreerd in het register van de Autoriteit Financiële Markten als ICBE-beleggingsinstelling met statutaire zetel in Luxemburg.



met betrekking tot dat laatste een voorkeur voor aandelen uit ontwikkelde markten, en in Europa vooral voor cyclische aandelen zoals financials en aandelen in de industriële sector.

Om op de lange termijn nog enige waarde in traditionele staatsobligaties te zien, is volgens de analist een 'levendige verbeelding' nodig. Toch is het raadzaam een klein deel van de portefeuille in Amerikaanse en Duitse obligaties te beleggen als bescherming tegen onverwachte gebeurtenissen met een grote impact — de zogeheten 'Black Swans' — omdat ze toevluchtsoorden zijn voor paniekerige beleggers. In 2008 bijvoorbeeld, ten tijde van de bankencrisis, gingen aandelen met 40% onderuit, terwijl staatsobligaties met 18% stegen.

Bedrijfsobligaties van zowel hoge als lage kwaliteit en schuld papier uit opkomende markten bieden nog altijd 'redelijk aantrekkelijke effectieve rendementen', stelt Nacken. 'High yields hebben het in de afgelopen veertig jaar in periodes waarin de rente steeg altijd goed gedaan. Bij



EMD zijn de structurele thema's nog altijd intact.'

## Dividendaandelen

Bij Insinger de Beaufort houden ze er een behoorlijk afwijkende visie op na. Het toevoegen van risico aan de portefeuille door in high yield en schuld papier uit opkomende markten te beleggen, is volgens beleggingsanalist George Raven wel 'het domste' wat een belegger kan doen, omdat je daar allang niet meer voldoende wordt gecompenseerd voor de risico's.

'De risicopremies op high yield obligaties zijn gemiddeld gezakt tot beneden de 4%, terwijl de gemiddelde kwaliteit van de debiteuren juist is af-

## 'VERTROUWEN IN STAATSOBLIGATIES VERGT OP LANGE TERMIJN VERBEELDING'



genomen. De risico-rendementsverhouding is daardoor nu zeer matig.'

In aandelen zit volgens hem beduidend meer waarde. 'De komende tien jaar zullen aandelen meer opleveren dan obligaties, dat staat als een paal boven water.' Dit hangt samen met zijn overtuiging dat de herfinancieringsrente nog jaren op het huidige lage niveau van dicht tegen de 0% zal blijven.

'Je moet gewoon reëel zijn: we zitten in een structureel lage groeiomgeving omdat overheden met te hoge schulden kampen en je te maken hebt met een negatieve demografische ontwikkeling. Ons basisscenario is dan ook dat de financiële repressie langer aanhoudt dan de consensus.'

Het potentieel voor de lange rente is volgens Raven daarom beperkt. Het is in zijn ogen vrijwel onmogelijk om na inflatie, vermogensbelasting en beheerkosten een positief rendement te maken op een obligatieportefeuille. 'Dit is al tijdens het probleem en zal nog jaren bestaan.'

Mede omdat een deel van de onbeperkte liquiditeit van de centrale banken in de aandelenmarkt terechtkomt,



vraagt de private bank haar klanten: 'Houd uw risico en liquiditeitsbehoeftes eens tegen het licht, want in het huidige, gemanipuleerde speelveld kachelt uw vermogen in reële termen (na aftrek van inflatie) achteruit, voor zover het is belegd in obligaties.'

De private bank, onderdeel van het Franse BNP Paribas, probeert haar klanten er daarom toe te bewegen meer in dividendaandelen te beleggen, en dan niet zozeer de aandelen met het allerhoogste dividendrendement als wel die aandelen met een dividend op een houdbaar niveau en die uitzicht bieden op groei. Te denken valt daarbij aan de 'Coca-Colas' van deze wereld'

'Deze bedrijven zijn praktisch net zo veilig als staatsobligaties; ze kunnen haast niet omvallen. En hoewel hun koers al flink is opgelopen, bieden ze zelfs nu nog een dividendrendement van zo'n 3%. Dat steekt nog steeds zeer gunstig af tegen veilige staatsobligaties.' ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# 'TAPEREN' OF NIET?

Mark Burgess, chief investment officer van Threadneedle Investments, licht zijn favoriete grafieken toe. Hij focust op tapering, de waardering van aandelen en de hoge yield van bedrijfsobligaties.

## MARK BURGESS

Mark Burgess is chief investment officer bij Threadneedle Investments. Daarvoor was hij hoofd aandelen bij Legal & General Investment Management, waar hij verantwoordelijk was voor de ontwikkeling van een bedrijfsstrategie gericht op 'high alpha, high conviction-beleggen'. Eerder heeft hij professionele ervaring opgedaan bij Morgan Grenfell Asset Management en Deutsche Asset Management.



**'AANDELEN ZIJN MET EEN K/W VAN 12 EN 7% WINSTGROEI AANTREKKELIJK'**

## Tapering is geen verkrapping

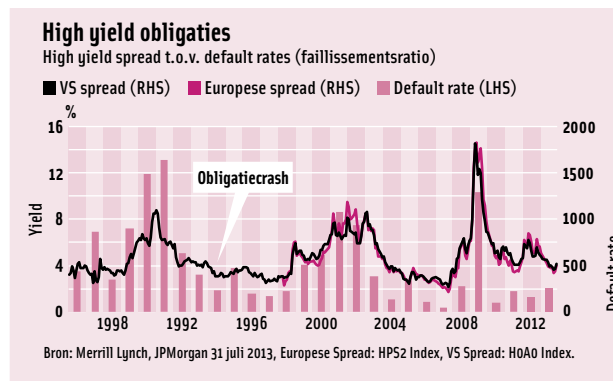
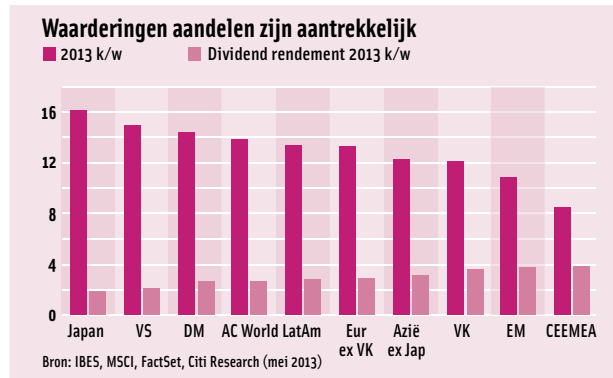
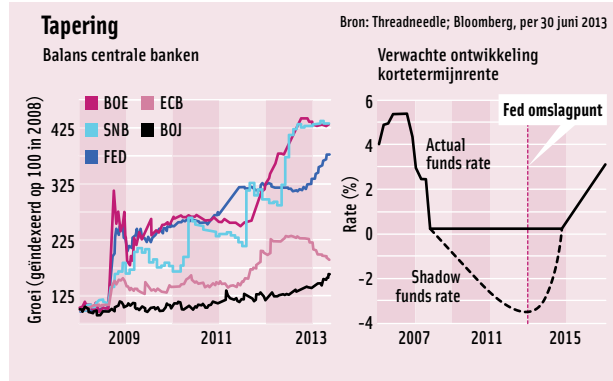
De hamvraag luidt: wanneer beginnen de VS met het terugdraaien van stimuleringsmaatregelen ('tapering'). Markten verwachten nu dat de Amerikaanse rente in 2015 stijgt. Een ander argument voor tapering is de beperkte inflatie, ondanks de stijging van de groei. Hoewel beleggers bezorgd zijn over de invloed hiervan op de wereldwijde liquiditeit, nemen de beleidsmakers in Japan stimuleringsmaatregelen die zeer ingrijpend zijn. Het gevolg is een 'sell-off' van de yen en een herstellende groei.

## Waarderingen aandelen aantrekkelijk

Aandelen zijn niet meer zo goedkoop als in 2009, de k/w-verhoudingen (10-12x voor een winstgroei van 5-10%) zijn echter redelijk en aan de goede kant van fair value. Voor de aandelenkoper zien de meeste markten er aantrekkelijk uit. Japan lijkt duur, maar is de enige markt met winststijgingen in de laatste zes maanden. Vergeleken met obligaties bieden aandelen een aantrekkelijke yield van 3-4%, met een dividendgroei van meer dan 5%. Het rendement kan vooruitlopen op inflatie, iets wat obligaties nu niet kunnen.

## High yield spreads vs. defaults

Gegeven de voorlopig lage economische groei lijkt een apocalyptisch scenario voor obligatiemarkten niet realistisch, en heeft het weinig zin vergelijkingen te maken met het crashjaar 1994. Vooral high yield obligaties kunnen waarde bieden voor beleggers. Credit spreads liggen nog steeds boven het langetermijngemiddelde, ondanks de degelijke balansen, hoge kasstromen en fatsoenlijke groei-vooruitzichten. High yield obligaties bieden een yield van ongeveer 7%, dus er is waarde tegenover default rates. ■





▼ Slapeloze nachten



▲ Vertrouwen in de beurs



ik wil beleggen in aandelen  
ik zie dat de markt volatiel kan zijn  
ik zoek naar meer evenwicht

blippar



Download de Blippar App op uw smartphone en scan de belegger om onze video te bekijken

## Minimum Volatility ETF's. Precies waar uw cliënten om vragen.

Na tien onvoorspelbare jaren hebben veel beleggers zich helemaal uit de aandelenmarkt teruggetrokken. Daarom introduceert iShares nu een reeks Minimum Volatility Exchange Traded Funds (ETF's) die ernaar streven tegen een lager risico toegang te bieden tot vier grote aandelenmarkten. Elk fonds volgt een zorgvuldig samengestelde index voor zijn markt, met als doel meer evenwicht te brengen in de vaak wisselvallige ups en downs van de aandelenmarkt. Zodat uw cliënten met iets meer vertrouwen kunnen beleggen.

 **iShares**<sup>®</sup>  
by **BLACKROCK**<sup>®</sup>

iShares Minimum  
Volatility ETF's

MSCI  
World

MSCI  
Europe

MSCI  
Emerging  
Markets

S&P 500

Wilt u meer weten over de Minimum Volatility ETF's van iShares? Zoek dan op 'Minimum Volatility', ga naar [iShares.nl/minvol](http://iShares.nl/minvol)

**Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor professionele beleggers. Geen andere persoon zou op basis van deze informatie besluiten moeten nemen.**

Minimum Volatility indices zijn samengesteld met als oogmerk een lagere volatiliteit te bieden dan hun respectievelijke parent-indices. Er is echter geen garantie dat deze strategieën succesvol zullen zijn, aangezien het mogelijk is dat de indexaanbieder er niet in slaagt een index met beperkte volatiliteit samen te stellen. "Standard & Poor's®" en "S&P®" zijn geregistreerde handelsmerken en "S&P 500" is een handelsmerk van Standard & Poor's Financial Services LLC, die voor bepaalde doeleinden in licentie zijn gegeven aan BlackRock Fund Advisors of daaraan gelieerde ondernemingen. iShares S&P 500 Minimum Volatility wordt niet ondersteund, gesponsord, verkocht of aanbevolen door S&P en S&P doet geen uitspraken over de aantrekkelijkheid van dit product voor beleggers. iShares fondsen worden niet ondersteund, gesponsord, verkocht of aanbevolen door MSCI en MSCI draagt geen enkele verantwoordelijkheid voor deze fondsen of voor enige index waarop deze fondsen gebaseerd zijn. Het prospectus bevat een gedetailleerde beschrijving van de beperkte relatie die MSCI met BlackRock Advisors (UK) Limited en de aan deze firma verbonden fondsen onderhoudt. De vennootschappen iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc en iShares V 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 beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht. 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. Het beleggen in aandelen in de Vennootschappen is niet per se geschikt voor alle beleggers. BlackRock Advisors (UK) Limited geeft geen garantie op de resultaten van de aandelen of fondsen. De koersen van beleggingen (die op beperkte markten kunnen worden verhandeld) kunnen stijgen of dalen en de kans bestaat dat de belegger het ingelegde vermogen niet terugkrijgt. Uw inkomen is niet vast maar kan aan schommelingen onderhevig zijn. In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicator voor toekomstige resultaten. De waarde van de beleggingen die blootgesteld zijn aan vreemde valuta kan worden beïnvloed door valutaschommelingen. iShares® en BlackRock® zijn geregistreerde handelsmerken van BlackRock Inc. of haar dochterondernemingen in de Verenigde Staten en elders. © 2013 BlackRock Advisors (UK) Limited. Geregistreerde vennootschap No. 00796793. Alle rechten voorbehouden. Telefoongesprekken kunnen gemonitord of opgenomen worden.

# STRATEGEN KIEZEN UIT DE 'GOOD, THE BAD AND THE UGLY'

## WAARDERING AANDELEN MOEILIK TE BEOORDELEN

Europese aandelen zijn goedkoop, Amerikaanse zijn duur en de aandelen in opkomende landen zijn sinds de zomer een stuk voordeliger, of toch niet?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

**H**et besluit van de Fed om haar ruime monetaire beleid ongewijzigd voort te zetten is een grote vergissing. 'Maar het is prachtig voor beleggers,' meent Richard Lewis, hoofd Global Equities bij Fidelity. 'Bij elke dip in de markt zouden mensen aandelen moeten bijkopen.'

Het draagt bij aan onzekerheid in de markt, vindt William de Vijlder, vice chairman van BNP Paribas Investment Partners. 'Nu blijft de vraag: kan de economie weerstand bieden aan de marktrentestijging die onherroepelijk volgt op verminderde steun-aankopen?'

Aandelenbeleggers kijken reikhalzend uit naar het begin van de 'tapering', merkt Fons Lute, managing director bij BlackRock, op. 'Het signaal dat de Fed nu afgeeft, betekent toch dat het economisch herstel minder sterk is dan verwacht.'

Het is uitstel, geen afstel, zegt Artino Janssen, chief investment officer Assetallocatie van Robeco, sussend. 'De tienjarige rente was vrij snel opgelopen.' Dat was slecht voor de opkrabbelende Amerikaanse huizenmarkt en het leverde financiële instabiliteit op, onder andere in opkomende markten. Even pas op de plaats maken is nodig, meent Janssen. 'De aandelenmarkten varen daar ook wel bij.'

Robeco verwacht dat de Fed de steunaankopen in het vierde kwartaal of het eerste kwartaal van volgend jaar alsnog vermindert. 'Als de centrale bank op dit niveau blijft kopen, dan zouden ze volgend jaar bijna 100% van de uitgegeven obligaties opnemen,' zegt Janssen. 'Dat is een ongezonde situatie.' Mede daarom is hij weinig positief over de perspectieven van Amerikaanse aandelen. 'Boven de Amerikaanse markt hangt toch het verhaal: er komt minder liquiditeit.'

### Renaissance VS

Aandelen in de Verenigde Staten lijken met een koers-winstverhouding van rond de 18 ook een stuk duurder dan

die in Europa, waar deze ratio op circa 15 uitkomt (zie tabel). Hetzelfde geldt voor de verhouding van de koers tegenover de boekwaarde, die in de laatste regio ook een stuk lager ligt.

'Amerikaanse bedrijven wisten de laatste twee jaar positief te verrassen qua winst,' zegt De Vijlder van BNP Paribas. 'De omzetten werden echter al minder. Sinds een aantal kwartalen staat de winstgroei stil.' Ondertussen bleven aandelenkoersen wel stijgen, en daarmee ook de koers-winstverhoudingen. 'Gemiddeld noteren Amerikaanse aandelen 8% boven fair value,' illustreert hij. 'Dat hoeft geen verdere waardeinstijgingen in de weg te staan maar met deze waarderingen hebben we wel een behoorlijke winstgroei nodig.'

Daar is Lute van BlackRock het niet mee eens. 'De winstgevendheid in de Verenigde Staten is heel groot. Het nationaal inkomen bestaat voor 15% uit netto-bedrijfswinsten en dat is historisch hoog.' Hij roemt de veerkracht van de Amerikaanse economie. 'Beleidsmakers laten zien dat zij onmiddellijk orde op zaken stellen wanneer dat nodig is en dat men er niet voor

terugdeinst om stevige maatregelen te treffen. Het bedrijfsleven staat na de crisis weer helemaal overeind. En ook de beurzen keren vaak weer eerder terug op oude niveaus.'

Dat klopt, zegt De Vijlder. 'Europa moet van verder terugkomen.' En hij voegt eraan toe: 'Tegelijkertijd noteren Europese aandelen tegen een behoorlijke korting van zo'n 20% ten opzichte van Amerikaanse aandelen.' Daar is Janssen het mee eens. 'Europa is goedkoper terwijl we ook daar de eerste tekenen van een lichte economische verbetering zien. Het is interessanter om Europese aandelen te kopen tegen een lagere waardering.'

Amerikaanse aandelen worden daarentegen gesteund door verschillende positieve langetermijntrends, vindt Lewis van Fidelity. 'Denk aan de winning van schaliegas, waardoor de gasprijzen lager zijn dan in concurrerende economieën.' Bovendien is het een samenleving met grote innovatiekracht, stelt hij. Iets wat Lute van BlackRock ook benadrukt. 'Kijk naar alle bedrijven die zich met nieuwe technologie bezighouden, zoals Apple en Facebook. Als het gaat om bijvoorbeeld ict en nieuwe media, kunnen maar weinig regio's tippen aan Silicon Valley en New York.' Kortom, de uitgangspositie van de Verenigde Staten is enorm sterk. Dus het is niet meer dan logisch dat Amerikaanse aandelen hogere koers-winstverhoudingen hebben, vinden beide strategen.

Ondertussen worden de economische ontwikkelingen in Japan door de beleggingsstrategen met belangstelling gevolgd. Het winstpotentieel van Japanse bedrijven is aanmerkelijk, daar-

**'BOVEN AANDELEN  
VS HANGT HET  
VERHAAL DAT  
ER MINDER  
LIQUIDITEIT KOMT'**



over zijn veel beleggingsstrategen het eens, maar de relatieve waardering van Japanse aandelen is lastig in te schatten. Lewis: 'Er is een duizelingwekkende hoeveelheid geld in de economie gepompt, het consumentenvertrouwen verbetert en er is een toename in het aantal fusies en overnames.'

Ook Janssen is optimistisch over Japan. 'President Abe doet er alles aan om de economie te stimuleren. De btw-verhoging per 1 april volgende jaar, van 5 naar 8%, is bedoeld om de overheidsfinanciën op orde te brengen. Maar deze maatregel zal consumenten op korte termijn ook aansporen tot meer bestedingen, en dat is gunstig voor aandelen.'

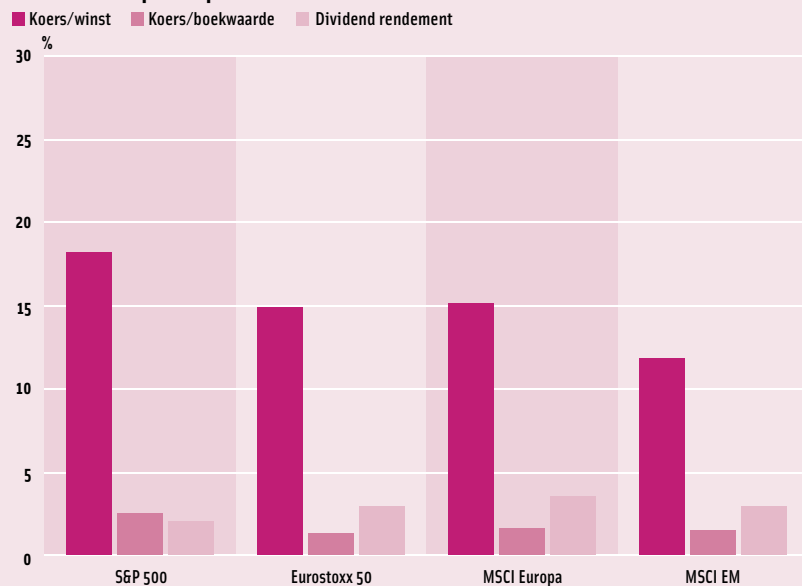
## Voorkeur Europa

Overigens voorziet Janssen ook in de rest van Azië een toenemende groei. En dan met name in China. 'Daar zie je bijvoorbeeld de vraag naar elektriciteit toenemen.' Critici stellen dat de gestegen elektriciteitsvraag vooral komt van staatsgeleide industriële bedrijven met overcapaciteit. Toch was er de afgelopen maanden een lichte opleving in de inkoopmanagerscijfers te bespeuren, geeft Janssen aan. 'En als het in Amerika en Europa beter gaat dan profiteert China daarvan,' voegt hij eraan toe. En De Vijlder zegt daarover: 'Het negativisme over de conjunctuur in China is de laatste twee maanden aan het omslaan.'

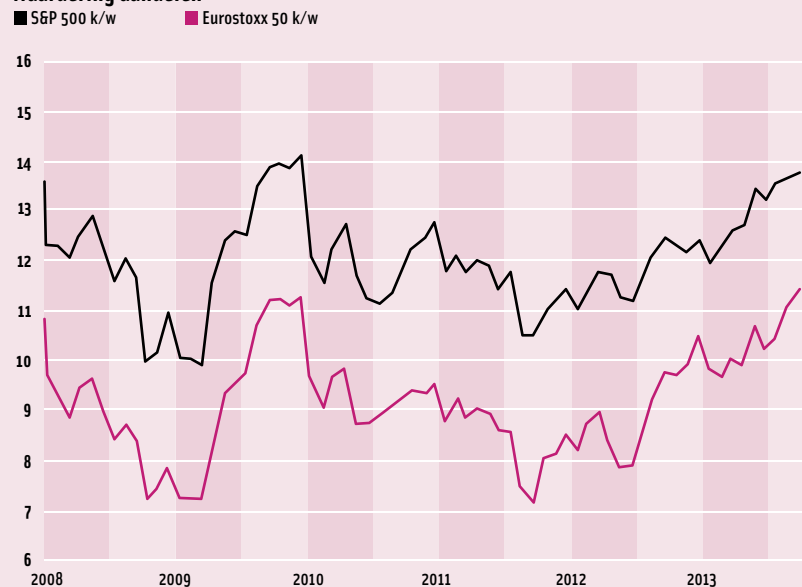
Lewis noemt het Chinaverhaal echter 'afgezaagd.' 'Ik geloof niet in het industrialisatieverhaal en evenmin in het grondstoffenverhaal, want het gaat niet gepaard met de bijbehorende groei.' Hij is ook sceptisch over de schuldengroei onderliggend aan de opleving in China. 'Er is gewoon een inflatieprobleem in deze markt.'

Nee, China draagt de lasten van jarenlange toevloed van goedkoop geld, vindt Lewis. 'Net als de emerging markets. Wij zien op de lange termijn wel potentie in de groei van deze consumentenmarkten. Maar de aandelen

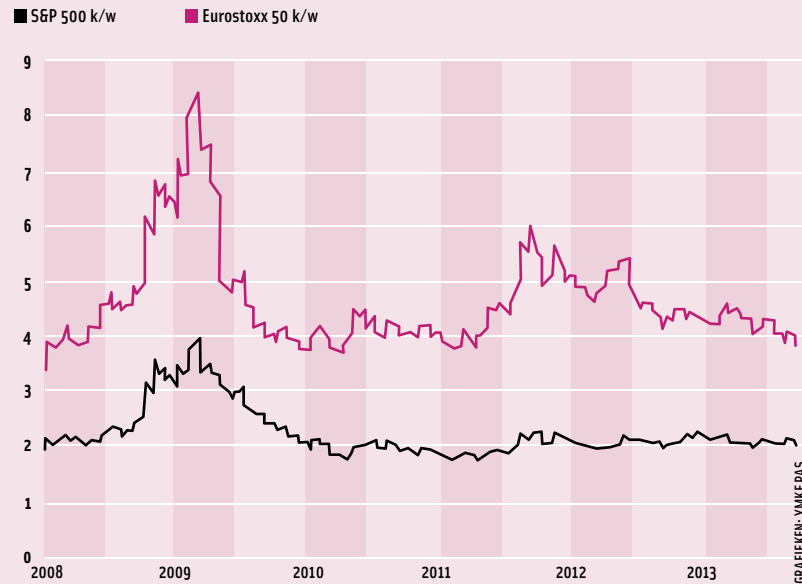
### VS versus Europa en opkomende markten



### Waardering aandelen



### Dividendrendement



GRAFIEKEN: YMKEPAS

## 'HET VERHAAL VAN CHINA IS AFGEZAAGD. ER IS GEWOON EEN INFLATIE-ISSUE'

zijn nog steeds niet goedkoop. We zijn dus selectief in deze regio's.'

De Vijlder kan zich daar niet in vinden. 'Aandelen in opkomende landen noteren tegen een korting van ongeveer 25%'. De MSCI Emerging Markets-index heeft een koers-winstverhouding van nog geen 15. Wel erkent hij dat groeielanden het sinds de herfst van 2010 slechter doen omdat het herstel van de economische activiteit en de beurzen inderdaad het gevolg was van een enorme versoepeling van het beleid. 'Terwijl beleidsmakers in deze landen vanwege inflatieangst op de rem moesten staan, werden de westerse landen zeer actief in niet-conventioneel monetair beleid. Ondertussen was de winstgroei in deze landen in lijn met westerse landen, en soms zelfs iets trager.'

Na de uitverkoop in juni zaten aandelen van opkomende landen in september toch weer in de lift. Volgens Lute gaan deze landen echter gebukt onder structurele problemen. 'En die gaan wel iets verder dan exportmarkten die niet functioneren'. Structurele hervormingen zijn noodzakelijk. 'Kijk naar Brazilië, het monetaire beleid heeft de middeninkomens welvaart gebracht. De combinatie van veel lagere groei en inflatie holt het besteedbare inkomen van die groep nu uit. Als men deze groep niet ondersteunt, leidt dat tot onvrede. Dat geeft druk op de tot voor kort gunstige begrotingssituatie'. Hij denkt dat beleggers daarom voorlopig terughoudend blijven ten opzichte van deze landen. ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

## Masterclass Wealth Preservation

Hoe zorg je er als beleggingsadviseur voor dat je klanten er gerust op kunnen zijn dat het vermogen behouden blijft en er tegelijk zicht blijft op rendement?

Dat is het onderwerp waar Amundi en Fondsnieuws op 29 oktober nader met professionals over in gesprek gaan.

**29 OKTOBER**

**11:00 TOT 14:00 UUR**

**FRANS CONSULAAT /**

**MAISON DESCARTES**

**IN AMSTERDAM**



**11.15**

Opening door Christian Pellis



**11.20**

Key note speaker Bruno de Haas legt aan de hand van de grote trends uit waarom vermogensbehoud een steeds belangrijke pijler binnen de portefeuille wordt.



**11.50**

Christiaan Pellis gaat in gesprek met specialisten van Amundi over Wealth Preservation Solutions: how to capture potential income from markets while avoiding extreme risks:

**- Risicobeheersing Obligaties**

Jacques Keller, Global Fixed Income specialist

**- Risicobeheersing Aandelen**

Jan Vormoor, Global Value Strategies specialist

**- Asset Allocatie i.r.t. Vermogensbehoud**

Eric Tazé-Bernard, Chief allocation adviser



**12.40**

Ronde tafel onder moderatie van Cees van Lotringen. Er worden 2 portefeuilles gepresenteerd. Per portefeuille wordt op een interactieve manier met elkaar over de kwaliteit van de invulling van gedachten gewisseld.



**13.15**

Informeel (Franse) lunch

De masterclass is uitsluitend bedoeld voor professionals die zich bezighouden met het geven van beleggingsadvies en samenstellen van beleggingsportefeuilles of het selecteren van beleggingsproducten voor particuliere en institutionele klanten. Er is plaats voor maximaal 50 personen. Professionals werkzaam in de asset management industrie zijn uitgesloten van deelname.

**AANMELDING**

Indien u zich wenst in te schrijven is dat mogelijk door een e-mail te sturen naar [info@fondsnieuws.nl](mailto:info@fondsnieuws.nl) onder vermelding van uw naam, de naam van uw werkgever en uw functie.

IN SAMENWERKING MET:

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



# WINNAARS VAN DE WINNAARS

## INDEXTRACKER EN SMALLCAPFONDSEN STEKEN REST DE LOEF AF

Analyse van de FN Universe laat zien welke fondsen het beste presteren in de regio's VS, Europa, Japan en opkomende markten.

TEKST DENNIS HAGEMAN

### Top 5 VS

Fondsnaam	3-jaarsrendement %	3-jaars volatiliteit %	YTD %
Lyxor ETF Nasdaq 100 D-EUR	21,89	17,22	21,45
JPMorgan US Smaller Companies A Acc USD	20,16	17,64	22,71
W.P. Stewart Holdings Fund USD	19,11	15,58	21,32
Parvest Equity USA Small Cap Classic USD D	19,05	18,5	28,11
JPMorgan Highbridge US STEEP Fund USD	17,14	14,77	19,01

Het best presterende fonds in de best presterende regio, zijnde de Verenigde Staten, is niet een beleggingsfonds, maar een indextracker van Lyxor op de technologiebeurs Nasdaq. Deze etf voert de lijst aan met een geannualiseerd rendement van 21,89%. Het zou erop kunnen wijzen dat in deze markt de alphabelegger het niet gemakkelijk heeft.

Wat verder opvalt in een analyse van de FN Universe, de database van de meest bemiddelde fondsen in Nederland, is dat er twee small cap-fondsen in de top-5 van Amerikaanse indices zitten. Hieruit blijkt dat de kleinere bedrijven het de afgelopen drie jaar beter hebben gedaan dan de gevestigde. Deze small cap-fondsen hebben een sterke focus op bedrijven die vooral in de VS actief zijn, een regio die in het herstel voorloopt op Europa.

### Top 5 Europa

Fondsnaam	3-jaarsrendement %	3-jaars volatiliteit %	YTD %
DWS Aktien Strategie Deutschland	17,08	25,22	22,58
Parvest Equity Europe Small Cap Classic C	16,47	17,28	17,16
Comgest Growth Europe Inc	16,05	11,76	12,75
Franklin European Growth Fund Acc	15,79	14,76	23,58
Alken European Opportunities	15,09	20,07	25,33

De regio die op de tweede plaats staat is Europa. Ook hier zijn de afgelopen jaren behoorlijke rendementen gemaakt. Het best presterende fonds over de afgelopen drie jaar is het DWS Aktien Strategie Deutschland-fonds met een gemiddeld jaarlijks rendement van 17,08%. Dit fonds belegt uitsluitend in noteringen aan de HDAX Index, waarin de gevestigde bedrijven zitten, maar ook kleine en middelgrote bedrijven. Het relatief hoge rendement kan voor een deel verklaard worden door de hoge volatiliteit van 25,22%. De volatiliteit laat zien dat het fonds risicovoller is dan de andere fondsen in het rijtje. Het Comgest Growth Europe-fonds is het minst risicovol, aangezien het een volatiliteit van maar 11,76% heeft. Dit toont aan dat fondsen ook goede rendementen kunnen halen zonder veel risico.

### Top 5 Japan

Fondsnaam	3-jaarsrendement %	3-jaars volatiliteit %	YTD %
JPMorgan Japan Equity Fund Acc	13,22	17,83	32,78
BlackRock Japan Small & Midcap Opportunities Fund	13,05	18,33	33,05
GLG Japan Core Alpha	12,16	24,58	45,6
Schroder ISF Japanese Opportunities Cap Acc	11,77	16,77	25,42
Schroder ISF Japanese Equity A Acc	10,06	16,03	19,89

De top-5 van best presterende fondsen in Japan heeft over de afgelopen drie jaar ook een positief rendement gerealiseerd. Het JPMorgan Japan Equity Fund voert het lijstje aan met een gemiddeld jaarlijks rendement van 13,22%. Het meest opvallende aan dit lijstje zijn echter de Year To Date-rendementen. Zo heeft bijvoorbeeld het GLG Japan Core Fund vanaf 1 januari 2013 tot heden een rendement van 45,6% weten te behalen. Ook hier is te zien dat het fonds tegelijkertijd een hogere volatiliteit heeft en dus tevens risicovoller is. In dit geval leidt meer risico tot meer rendement. Verder hebben het JPMorgan Japan Equity Fund en het BlackRock Japan Small & Midcap Opportunities Fund eveneens een Year To Date-rendement van meer dan 30% kunnen realiseren.

### Top 5 Opkomende markten

Fondsnaam	3-jaarsrendement %	3-jaars volatiliteit %	YTD %
ING (L) Invest MENA P EUR Acc	9,77	14,26	32,04
UBS (Lux) Equity Sicav - Emerging Markets Innovators	6,24	17,68	-4,2
ING (L) Invest Latin America P EUR Acc	5,49	19,79	-15,21
BlackRock Latin American Fund	5,03	18,2	-13,29
Amundi Funds Equities Latin America C	4,93	19,43	-12,31

Tot slot de opkomende markten. In deze regio, die bestaat uit opkomende economieën zoals bijvoorbeeld de Bric-landen, hebben de fondsen het minst goed gepresteerd. Met rendementen tussen de 4% en 10% doen deze fondsen het beduidend minder dan de fondsen uit de andere regio's. Ook op Year To Date-basis doen vier van de vijf fondsen het ronduit slecht. Het fonds dat in positieve zin verrast, het ING (L) Invest Mena fonds, is het best presterende fonds over de afgelopen drie jaar met de laagste driejaars volatiliteit. Opvallend is dat het fonds een hoog Year To Date-rendement heeft laten zien (32,04%) terwijl de andere vier fondsen een negatief rendement hebben behaald. ■

DENNIS HAGEMAN IS MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS EN AFGESTUDEERD IN FINANCE.

# ABN AMRO BREIDT AANTAL FONDSEN ONDER EIGEN NAAM UIT

## 'FONDSPARAPLU IS GEEN STRATEGIEWIJZIGING, MAAR FINE TUNING'

Dirk-Jan Schuiten, hoofd AA Advisors in Nederland, over de drastische aanpassingen die ABN Amro al sinds een aantal jaren in het fondsassortiment doorvoert.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**A**BN Amro is het aantal fondsen onder eigen naam aan het uitbreiden. De Luxemburgse fondsparaplu ABN Amro Multi-Manager Funds bevat nu 45 beleggingsfondsen, al dan niet in oprichting. Het gaat volgens ABN Amro nadrukkelijk niet om huisfondsen in de klassieke zin van het woord, maar om 'fund of mandates' en 'fund of funds' die doorbeleggen in één of meer door derden beheerde mandaten of fondsen. De zogenoemde 'open architecture' blijft dus overeind. De selectie van de fondsbeheerders wordt verzorgd door AA Advisors, een 100%-dochter van ABN Amro gevestigd in Parijs en Amsterdam.

Sinds de val van Fortis in 2008 – een jaar nadat ABN Amro was overgenomen – heeft ABN Amro geen directe eigen assetmanager meer. De Nederlandse overheid kocht de Nederlandse delen van Fortis. Een groot gedeelte van het Belgische deel, inclusief Fortis Investments en ABN Amro Asset Management, kwam in handen van BNP

Paribas en werd geïntegreerd in BNP Paribas Investment Partners.

De Franse private bank Neuflyze OBC is wel nog onderdeel van de Nederlandse ABN Amro-familie. De assetmanager van deze bank, Neuflyze OBC Investissements, treedt op als beheerder van de ABN Amro-fondsen. ABN Amro zelf heeft hier geen nieuwe vergunning voor hoeven aanvragen.

De 45 ABN Amro Multi-Manager-fondsen omvatten het hele spectrum van aandelen- en obligatiefondsen, absolute returnfondsen, mixfondsen, life cyclefondsen en profielfondsen voor in verzekeringsproducten.

Sommige fondsen bestaan al langer, maar een aantal was in januari nog niet opgericht, maar is inmiddels gelanceerd of moet nog gelanceerd worden.

ABN Amro heeft bijvoorbeeld sinds begin 2011 al eigen profielfondsen. Dit werd eerder uitgelegd door erop te wijzen dat de bank eerder met profielfondsen van ABN Amro Asset Management werkte, maar dat die sinds ze bij BNP Paribas terecht waren gekomen, niet meer de assetallocatie van ABN volgen, maar die van BNP. Om toch de eigen assetallocatie en selectie van beheerders te volgen, waren eigen fondsen nodig, die overigens wel nog officieel beheerd werden door BNP Paribas. Dat laatste is nu veran-

derd. Ook van deze fondsen is Neuflyze nu de beheerder. BNP Paribas Investment Partners wil niet reageren op vragen van Fondsnieuws wat de veranderingen voor hem betekenen.

### Mandaat vs. fonds

Volgens Dirk-Jan Schuiten, hoofd AA Advisors in Nederland, moet de operatie niet als een strategiewijziging worden gezien, maar veel meer als 'de fine tuning van een weg die ABN al een aantal jaren geleden is ingeslagen en het aanpassen van het assortiment aan de huidige omstandigheden. In de beheerportefeuilles van ABN Amro wordt al veel langer niet alleen met fondsen maar ook met mandaten gewerkt', zegt hij.

Die mandaten had ABN Amro eerder al ondergebracht in fund of mandates bestaande uit drie tot zes mandaten per fonds. Er is bijvoorbeeld een

fund of mandates voor Noord-Amerikaanse aandelen, een voor aandelen uit de regio Azië-Pacific, een voor Europese staatsobligaties en een voor Europese aandelen. Om de transparantie voor beleggers te vergroten wordt nu ieder deelmandaat ook in één eigen fonds ondergebracht.

'Een voordeel van een mandaat ten opzichte van een fonds is dat je omdat het voor jou is opgericht, afspraken kunt maken over de invulling ervan', zegt Schuiten. Maar even zo belangrijk is dat je bij een mandaat veel beter inzicht hebt in wat erin zit. 'Een beleggingsfonds rapporteert maar één keer in de maand over zijn positionering en dan vaak ook nog met enige vertraging. Bij een mandaat heb je dagelijks inzicht in waar je in belegt. Hierdoor kun je veel beter intern maar ook extern rapporteren waar je in belegt en ben je ook in staat scenarioanalyses op je beleggingen los te laten.'

Een nadeel van het gebruik van mandaten boven fondsen is dat je er minder snel dan bij fondsen in en uit kunt stappen. Over het algemeen is je beleggingshorizon bij mandaten dus wat langer dan bij fondsen.

Anders dan bij een mandaat zijn retailfondsen daarentegen verplicht een prospectus, een essentiële belegginginformatie (ebi) et cetera te publiceren.

**MULTI-MANAGER FUNDEN OMVATTEN HET HELE SPECTRUM VAN ASSET CLASSES**





Deze transparantie krijg je echter ook als je een mandaat op zijn beurt onderbrengt in een fonds.

Een bijkomend voordeel van het gebruik van mandaten voor de bank is dat ABN op deze manier zijn schaal-grootte kan blijven gebruiken om voor zijn klanten inkoopkortingen te regelen. Naar hoe deze kortingen vervolgens doorgegeven kunnen worden aan de klant, wordt momenteel gekeken, aldus ABN.

## Provisieverbod

Vanaf 1 januari volgend jaar mogen banken en vermogensbeheerders geen provisie meer van fondshuizen ontvangen voor het voeren van hun fondsen. Deze provisies werden betaald uit de managementvergoeding. Deze gaan nu voor alle aanbieders evenveel omlaag. Omdat ABN Amro zo groot is, ontving het echter vaak een hogere distributievergoeding dan andere partijen. Dit voordeel raakt de bank als ze met fondsen blijft werken, kwijt. Over de prijs van mandaten kan wel onderhandeld worden.

Kwade tongen beweren al jaren dat de invoering van het provisieverbod zal zorgen voor een terugkeer van huisfondsen, al dan niet in de vorm van fund of funds. Dit zou voor banken

namelijk dé manier zijn om nog iets aan beleggingsfondsen te verdienen.

Doordat het hier om fondsen van ABN Amro gaat, mag ABN Amro de managementfee bepalen. Hoe deze is opgebouwd, oftewel hoeveel daarvan naar externe partijen gaat en hoeveel naar ABN zelf is volgens de bank 'interne informatie'. Schuiten benadrukt echter dat het doel is dat de klant er beter van wordt.

Toezichthouder AFM heeft eerder laten weten de terugkeer van huisfondsen scherp in de gaten te houden, maar zegt nu op dit moment nog niet te kunnen zeggen of bepaalde constructies in zijn geheel niet mogen of onder voorwaarden zijn toegestaan. Werken met mandaten hoeft niet perse in strijd te zijn met het provisieverbod, aldus de toezichthouder. Van belang hierbij is onder meer met hoeveel externe partijen er gewerkt wordt en of er geldstromen tussen aanbieder en assetmanager lopen en zo ja, hoe.

ABN Amro gebruikt de eigen profielfondsen ook in zijn retailadviespraktijk, de meeste andere fondsen worden volgens Schuiten alleen in de beheerportefeuilles gebruikt. Wat de reden hiervoor is en of dit later anders zal worden, kan hij niet zeggen. Al beaamt hij dat het in de lijn der verwachting ligt dat de fondsen ook bij advies

hun ingang zullen vinden.

Naar de prospectus kijkend lijkt het erop dat ABN de mogelijkheid openhoudt dat de fondsen ook door anderen dan de eigen bank worden aangeboden. In de prospectus wordt in de prijsstelling van sommige fondsen onderscheid gemaakt tussen ABN-klanten en niet-ABN-klanten. Niet-klanten betalen dan meer voor hetzelfde fonds. Het ABN Amro European SRI Equities bijvoorbeeld en ABN Amro Aristotle US Equities kennen voor klanten van ABN een beheervergoeding van 0,85% en voor andere retailklanten een van 1,50%. ABN Amro. Volgens Schuiten zijn de goedkopere fondsvarianten echter simpelweg de rebatenvrije shareclasses. 'Door ook een duurere fondsvariant te hebben, houden we de weg open de fondsen ook buiten Nederland, in Frankrijk of Duitsland bijvoorbeeld, te verkopen.'

De lifecyclefondsen zijn speciaal

**'MET MANDATEN  
KAN DE BANK HET  
SCHAALVOORDEEL  
VOOR DE KLANT  
BENUTTEN'**

ontwikkeld voor de premiepensioeninstelling die ABN samen met APG in de markt heeft gezet. De profielverzekeringsfondsen zijn bestemd voor de beleggingsverzekeringen van ABN Amro Verzekeringen, een joint venture van ABN Amro en Delta Lloyd. Klanten met een ABN Amro-beleggingsverzekering ontvangen nu brieven waarin staat dat hun beleggingen zullen worden overgeheveld van de huidige Delta Lloyd-fondsen naar de nieuwe ABN Amro Multi-Manager Funds Verzekeringen Profielfondsen.

## Profielfonds

'Deze fondsen zijn een antwoord op Wabeke', zegt Schuiten. De oude fondsen voldeden hier niet aan en dus heeft de bank zelf nieuwe in elkaar gezet. In de nieuwe fondsen zitten ook Delta Lloyd-fondsen, maar niet alleen. Om de kosten laag te houden, bevatten deze fund of funds ook goedkope passieve producten. Hierin verschillen deze fondsen dus van de 'gewone' ABN Amro-profielfondsen, waarin alleen actieve mandaten zitten.

In totaal zit er nu volgens ABN zo'n € 7,3 mrd in de ABN Amro-fondsparaplus afkomstig van zowel retail- als private bankingklanten van ABN Amro, waarvan € 1,2 mrd in de profielfondsen, € 3,3 mrd in de fund of mandates 'oude stijl' en € 2,2 mrd in de nieuwe single manager mandate-fondsen en € 265 mln in AA Verzekerings Profielfondsen.

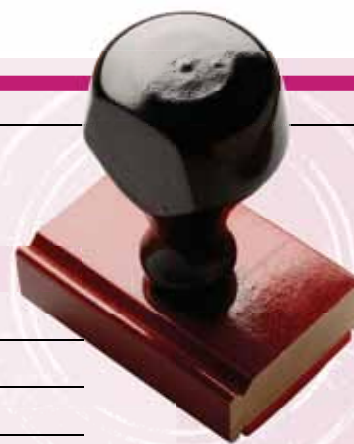
Volgens Schuiten is er sprake van groei, maar is deze groei vooral het gevolg van de toegenomen belangstelling voor profielfondsen en voor beheer. ABN Amro voert momenteel met al zijn klanten gesprekken. Door het wegvallen van de distributievergoeding zullen klanten vanaf volgend jaar moeten gaan betalen voor beleggingsadvies. 'Veel klanten stappen nu over naar een profielfonds of naar beheer. Ze kiezen voor gemak.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

## FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

## DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

DE ACHT P'S	OMSCHRIJVING	APHILION SIF
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

# ONZEKERHEID TE LIJF MET LONG/SHORT

Nu aan kwantitatieve verruiming een einde lijkt te komen, doemt het risico van volatiliteit weer op. Long/short kan een oplossing zijn. Het productpanel van Fondsnieuws richt het licht op Aphilion SIF.

TEKST MARCEL DE KLEER

**H**edgefondsen hebben het de laatste jaren moeilijk. De omvangrijke kwantitatieve verruimingsprogramma's van centrale banken en ingrepen van overheden zorgen ervoor dat markten anders reageren dan normaal en veel handelsstrategieën niet meer werken. Tegelijkertijd hebben obligaties en aandelenmarkten als gevolg van dit beleid een flinke steun in de rug gekregen, waardoor ze het relatief beter hebben gedaan dan hedgefondsen. Toch moeten we deze beleggingscategorie niet afschrijven. Het eind van de kwantitatieve verruiming lijkt in zicht te komen en in deze voor obligaties en aandelen minder gunstige omstandigheden zouden hedgefondsen weleens van toegevoegde waarde kunnen zijn in een beleggingsportefeuille. Reden

om een hedgefonds onder de loep te nemen: het long/shortfonds van Aphilion, een beheerder uit Antwerpen.

## Portfolio fit

Aphilion is gespecialiseerd in wereldwijde aandelselectie op basis van een kwantitatief model. Sinds 2001 wordt het wereldwijde aandelenfonds Aphilion Q2 beheerd. Aphilion SIF, het long/shortfonds dat gebruikmaakt van hetzelfde aandelselectiemodel, bestaat sinds 2008.

De meeste hedgefondsen worden conservatief beheerd, zodat de beweeglijkheid tussen de 4 en 8% per jaar ligt en vergelijkbaar is met die van obligaties.

**'APHILION SIF  
HEEFT EEN  
VOLATILITEIT  
GELIJK AAN  
AANDELEN'**

Hedgefondsen zijn door het gebruik van derivaten, het beleggen met geleend geld en het gebruik van complexe handelsstrategieën echter inherent risicovoller dan obligaties en zouden daarom beter als aandelenalternatief gezien kunnen worden. Bij Aphilion hebben ze dat goed begrepen. Het Aphilion SIF-fonds wordt dusdanig beheerd dat de jaarlijkse volatiliteit gelijk is aan die van aandelen (tussen de 15 en 20%), waardoor een langetermijnrendement verwacht mag worden dat minimaal gelijk aan aandelen is. Tegelijkertijd is het fonds minder gevoelig voor bewegingen van de aandelenmarkt, waardoor de verliezen in negatieve beursjaren beperkt kunnen worden. Het fonds past dan ook goed in een offensieve (aandelen)portefeuille.

## Performance

De resultaten van Aphilion zijn indrukwekkend. Het wereldwijde aandelenfonds Q2 heeft sinds 2001 6,7% per jaar meer gemaakt dan de MSCI World-index. Aphilion SIF heeft sinds de start

in juni 2008 een rendement van bijna 10% per jaar behaald. De laatste tijd heeft het fonds het moeilijk. Augustus was de vijfde opeenvolgende maand met verlies. Ten opzichte van de top eind maart bedraagt deze nu 18,7%. Het probleem ligt vooral aan de shortkant, want het Aphilion Q2-fonds staat dit jaar bijna 3% boven de index. Andere kwantitatieve long/shortfondsen kampen op dit moment ook met tegenvallende resultaten als gevolg van shorts die tegen de verwachting in stijgen. 'Reversals' in de markt, waarbij aandelen die slecht scoren op basis van fundamentele factoren het kortstondig goed doen, komen vaker voor en kunnen de resultaten van kwantitatieve fondsen tijdelijk drukken. Op de lange termijn moeten de fundamentals de doorslag geven. De terugval zou een mooi instapmoment kunnen zijn. ■

MARCEL DE KLEER IS  
FONDSANALIST VAN  
DE ONAFHANKELIJKE  
VERMOGENSBEHEERDER WEALTH  
MANAGEMENT PARTNERS.





**WE BLIJVEN GROEIEN.**

**DIA**

Twintig jaar geleden ontwikkelde State Street Global Advisors een innovatief beleggingsproduct dat investeerders helpt bij portefeuillediversificatie: de ETF – Exchange Traded Fund.

Dat is dan ook de reden waarom de SPDR® ETF-familie op dit moment wereldwijd meer dan 180 ETF's telt. Die geven investeerders even zoveel precisie-instrumenten in handen om in bijna elk marktsegment actief te zijn.

Wat uw beleggingsstrategie ook is, er is altijd een SPDR ETF voor u!

Zet uw eerste schreden op dit innovatieve pad en kijk op: [spdreftsinsights.com](http://spdreftsinsights.com)



*Precise in a world that isn't.™*



**STATE STREET**

De aandelen van de SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (**DIA**) zijn zo ontworpen dat ze continu de voortgang van de Dow Jones Industrial Average Index monitoren. DIA is een trust fonds geregistreerd onder New Yorkse wetgeving en ingeschreven bij de United States Securities Exchange Commission als een investeringsbedrijf onder de Investment Company Act van 1940, als beschreven. **ETF's laten zich verhandelen als aandelen. Ze zijn onderhevig aan beleggingsrisico's en fluctueren in waarde. De waarde van de investering kan zowel omlaag als omhoog gaan en de ROI zal daarom wisselend zijn.** Veranderingen in wisselkoersen kunnen een negatief effect hebben op de waarde, prijs of inkomen van een investering. Bovendien is er geen garantie dat een ETF haar beleggingsdoel zal behalen. SPDR ETF's zullen soms niet beschikbaar of geschikt voor u zijn. Deze advertentie bevat geen beleggingsadvies, of een aanbod of een vraag om SPDR ETF's aan te schaffen en is uitgegeven door State Street Global Advisors ("SSGA"). SPDR ETF's mogen alleen aangeboden en verkocht worden in de daarvoor geautoriseerde rechtsgebieden, in overeenstemming met de wettelijke voorschriften. U dient een prospectus en essentiële beleggersinformatie, Key Investor Information Documents ("KIIDs"), te verkrijgen en te lezen alvorens u gaat beleggen. Meer informatie en de prospectus/KIIDs over de kenmerken, kosten en risico's van de SPDR ETF's is beschikbaar, voor inwoners van landen waar het verhandelen van SPDR ETF's wettelijk is toegestaan, op [www.spdrseurope.com](http://www.spdrseurope.com) en via uw lokale SSGA kantoor. "SPDR" is een geregistreerd handelsmerk van Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") en wordt in licentie gegeven door State Street Corporation. Geen enkel financieel product dat wordt aangeboden door State Street Corporation of haar partners wordt gesponsord, ondersteund, verkocht of gepromoot door S&P of haar partners. S&P en haar partners geven geen verklaringen, waarborgen of condities af of het raadzaam is units/aandelen in deze producten te kopen, verkopen of aan te houden. © 2013 State Street Corporation – Alle rechten voorbehouden. IBGE-0784.



# GELIJK SPEELVELD VOOR ETF'S

## BIJ TWINTIGJARIG BESTAAN LIJKT DE FINALE DOORBRAAK NABIJ

Slechts een beperkte groep particuliere beleggers loopt warm voor etf's. Makers van etf's verwachten dat daar volgend jaar verandering in komt. Mede dankzij banken die door het provisieverbod deze beleggingsvorm dan noodgedwongen meer gaan promoten.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**D**e grafieken met de groei in Europa van het belegde vermogen in 'exchange traded funds' (etf's) ogen spectaculair. Volgens marktanalist Lipper zat er deze zomer ruim € 250 mrd in deze fondsen die indices nabootsen. Marktleider iShares, het etf-huis van BlackRock, zag dit jaar ruim € 10 mrd nieuw kapitaal binnenstromen.

De groei is vooral te danken aan institutionele beleggers die op zoek zijn naar goedkope en liquide beleggingsproducten. 'Voor die beleggers was 2008 het jaar waarin duidelijk werd hoe groot het belang van liquiditeit is,' zegt Gert-Jan Verhagen, hoofd iShares Nederland. 'Sindsdien zijn veel institutionele beleggers overgestapt op etf's.'

De etf's hebben het imago van nieuw en innovatief, maar bestaan toch al twee decennia. In 1993 kwam de eerste etf in de VS op de markt. Daar zijn ze al veel meer ingeburgerd dan in Europa. 'De Amerikaanse markt loopt zo'n vijf jaar voor op de Europese,' stelt Verhagen.

In de VS is de particuliere belegger vertrouwd met etf's. Circa de helft van

het geld in etf's is afkomstig van particulieren. In Europa is het hoogstens 30% volgens iShares. De exacte getallen voor Nederland zijn niet bekend, maar ons land is beslist geen koploper.

### De mythe van alpha

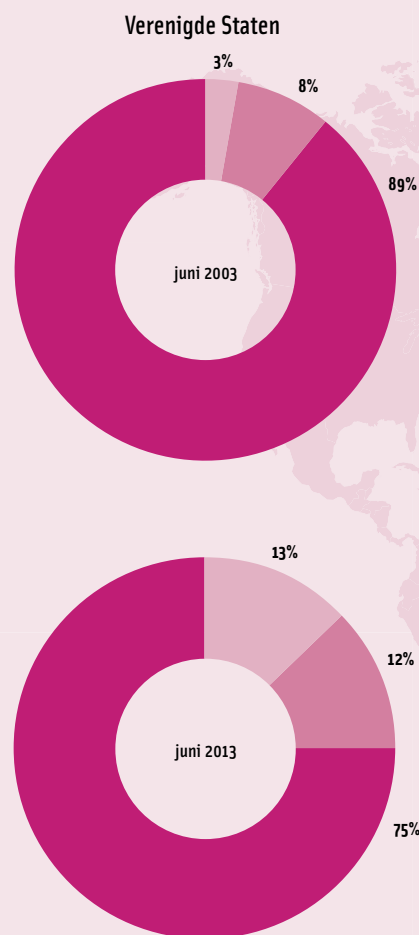
De kennis van de Nederlandse beleggers van etf's is nog gering, blijkt uit een onderzoek verricht in opdracht van Binckdochter Think ETF's, een Nederlandse etf-aanbieder. TNS Nipo ondervroeg doorsnee beleggers en particulieren die hun geld deels in etf's steken. De gewone belegger zeggen die drie letters maar weinig. De term 'tracker' is veel bekender.

Volgens Martijn Rozemuller, directeur van Think ETF's, zijn de beleggers die de etf's niet kennen juist de beleggers voor wie ze veel toegevoegde waarde hebben. 'Deze groep wil weinig tijd besteden aan beleggen, vindt lage kosten belangrijk en belegt voor de langere termijn. Bovendien hecht 80% van

**'NEDERLANDSE  
DOORSNEE  
BELEGGER IS  
NAUWELIJKS  
BEKEND MET ETF'S'**

Beleggingsfondsen/ETF/indexfondsen in de VS en Europa in 2003 en 2013

■ Beleggingsfondsen ■ ETF ■ Indexfondsen



Bron: Lipper

deze beleggers geen of weinig belang aan het verslaan van de index.'

Rozemuller, Verhagen en andere etf-aanbieders verwachten volgend jaar een doorbraak op de particuliere markt als de distributievergoeding die banken van beleggingsfondsen ontvangen, in de ban gaat. 'In Groot-Brittannië is die provisie onlangs afgeschaft,' zegt Verhagen. 'Omdat aanbieders van etf's geen vergoeding geven aan hun distributeurs, is er een gelijk speelveld ontstaan, waardoor er daar een enorme toename is in het gebruik van etf's.'

Wie op dit moment etf's via zijn bank wil kopen, moet beschikken over een flinke dosis doorzettingsvermogen. Etf's liggen nog niet op ooghoogte. De meeste banken geven ook weinig informatie over etf's, zeggen de klanten in het TNS Nipo-onderzoek. Banken hebben er ook weinig belang bij. Een klant in een beleggingsfonds levert al snel 0,5% per jaar op; een etf-belegger slechts een fractie van dat bedrag.

### Kern-satellietaanpak

De verwachting is dat banken eenvoudige modelportefeuilles gaan aanbieden die voor een groot deel zijn opgebouwd uit etf's. Rabobank heeft al een vijftal portefeuilles onder de naam RendeMix. Tot deze zomer zaten er actieve Robecofondsen in RendeMix. Die zijn vervangen door indexfondsen en etf's van iShares.

Dit soort modelportefeuilles is een oplossing voor beleggers die duizelig worden als ze honderden etf's op hun scherm zien. Dit is een neveneffect van het succes van etf's: er is wildgroei. Een deel zal op termijn wegens gebrek aan belangstelling worden opgedoekt.

Bij RendeMix spelen indexfondsen een relatief grote rol. Hierdoor is RendeMix slechts eenmaal per dag verhandelbaar, in tegenstelling tot etf's die je voortdurend kunt kopen en verkopen. Rabo heeft gekozen voor indexfondsen omdat die iets goedkoper zijn dan vergelijkbare etf's en het type belegger dat in RendeMix stapt niet voortdurend koopt en verkoopt.

Beleggen in etf's heeft niet alleen te maken met liquiditeit en lage kosten, maar ook met de overtuiging dat de

meeste actieve beleggers de index nooit langdurig verslaan. En dat het vinden van de fondsmanager die dat wel kan onbegonnen werk is.

'Ik zie het simpel,' zegt Marc Vijver, een van de oprichters van The Index People. 'Ga op de maan staan en kijk naar de aarde. Dan zie je bedrijven die hun toekomstige kasstromen verdelen onder beleggers. Iedere laag tussen bedrijf en belegger is een kostenpost. Beleggers als groep ontvangen daardoor een minder groot deel van de kasstroom.' Voor The Index People reden alleen passieve beleggingen — vaak institutionele indexfondsen — te gebruiken. Vijver: 'Het belang van de eindbeleggers is rust en eenvoud. Zodra je extra kosten gaat maken voor transacties of actief beheer is het een hobby die geld kost.'

Niet alle vermogensbeheerders die etf's omarmen, kiezen voor enkel passieve beleggingen. Sommige geloven meer in de kern-satellietaanpak. De kern van de portefeuille bestaat uit indexproducten aangevuld met actieve fondsen. Zo heeft de onafhankelijke vermogensbeheerder IBS een deel van zijn etf's ingeruild voor actieve fondsen. 'Door het afschaffen van de distributievergoeding kruipen de kosten van etf's en fondsen naar elkaar toe,' zegt Rogier Rake van IBS. 'Vooral bij de meer exotische markten lopen de kosten niet meer zo ver uiteen.'

'Actieve fondsen kunnen dan een alternatief zijn voor een etf. Bij de selectie komen we doorgaans uit bij fondsen van kleinere vermogensbeheerders die echt afwijken van de index. Als je een indexknuffelaar wilt hebben, is een etf voordeliger,' aldus Rake. 'Op sommige markten is een actief fonds beter omdat zo bepaalde risico's vermeden kunnen worden. Een fonds dat belegt in junkbonds kan bijvoorbeeld leningen verkopen van een bedrijf dat failliet dreigt te gaan. Een indexfonds kan dat niet doen.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

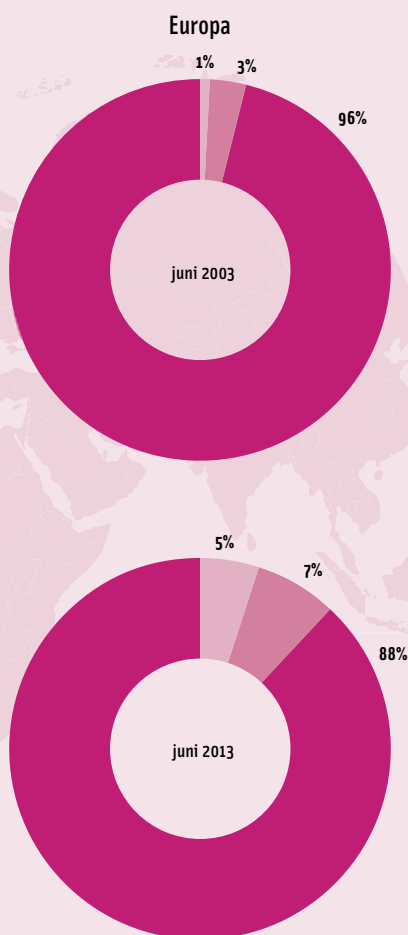
### NOTERING VAN ETF'S

#### DIVIDENDLEK BOVEN WATER?

Door de focus op kosten bij etf's wijzen sommigen op de wijze waarop wordt omgesprongen met de dividendbelasting. Daarbij is het land waar de etf is genoteerd van belang. 'Alleen bij in Nederland genoteerde etf's kan de particuliere belegger de ingehouden dividendbelasting terugvragen,' zegt Martijn Rozemuller van Think ETF's, aanbieder van in Nederland genoteerde etf's. 'Bij Nederlandse bedrijven is die voorheffing 15% van het brutodividend.' Volgens Rozemuller lopen Nederlandse bezitters van AEX-etf's van buitenlandse aanbieders miljoenen mis omdat die etf's in Dublin of Luxemburg zijn genoteerd.

Bij etf's die bijvoorbeeld de MSCI World Index volgen ligt het iets anders. Met de meeste landen heeft Nederland belastingverdragen om dubbele heffing te voorkomen. Een Amerikaans bedrijf houdt doorgaans 30% dividendbelasting in. Als het aandeel in een Nederlandse etf zit, wordt 15% ingehouden. Dat kan de belegger terugvorderen bij de fiscus. Rozemuller stelt dat een Nederlandse etf hierdoor 40 tot 50 basispunten beter rendeert dan een etf in Dublin. Volgens Gert-Jan Verhagen van iShares is dividend maar een deel van verhaal. 'Als je etf's wilt vergelijken, moet je kijken hoeveel die etf achterblijft bij de herbeleggingsindex. Dan houd je rekening met alle kosten en opbrengsten. Onze etf's hebben bijvoorbeeld ook inkomsten uit het uitlenen van aandelen.' Rozemuller vindt deze vergelijkingswijze goed, maar zegt dat je dan het eventuele risico van uitlenen van aandelen buiten beschouwing laat. 'Tegenover de inkomsten uit het uitlenen van stukken staat een tegenpartijrisico.'

**'WIL JE EEN INDEXKNUFFELAAR HEBBEN, DAN IS EEN ETF VOORDELIJGER'**





## Een ander idee over rendement

Een oude beurswijsheid zegt: beleggers moeten kiezen voor aandelen met meer risico om een hoger rendement te realiseren. Maar klopt dat wel? Want in de praktijk blijkt, dat aandelen met minder koersschommelingen op langere termijn een gelijkwaardig rendement behalen. Daarom biedt Robeco drie Conservative strategieën voor deze laagvolatiele aandelen; wereldwijd, Europees en opkomende markten. Bovendien biedt deze aanpak een aantrekkelijk dividendrendement dat kan oplopen tot 4 à 5%.

Kijk voor meer informatie op [www.robeco.nl/conservative](http://www.robeco.nl/conservative)

#### Belangrijke informatie

Deze uiting is uitsluitend bedoeld voor professionele partijen als bedoeld in de Wet op het Financieel Toezicht. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

**ROBECO**  
The Investment Engineers



# EEN IJSBERG IS MEER DAN ZIJN TOP

## AFM WIL TOT EEN TOTAL COST OF OWNERSHIP VAN FONDSADVIES KOMEN

Real-time inzichtelijk maken van kosten stuit volgens sector op veel technische haken en ogen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**V**orig jaar april, bij de uitreiking van de Morningstar Awards, riep toezichthouder AFM fondshuizen, vermogensbeheerders en banken op te komen tot één totaalprijs voor beleggen in een fonds: de total 'cost of ownership' ofwel TCO. Deze kostenmaatstaf zou zowel de kosten voor de beleggingsdienstverlening als alle kosten van de onderliggende beleggingsproducten moeten bevatten. Beleggingsfondsen rapporteren vaak een lopende kostenfactor of 'total expense ratio', maar anders dan de naam doet vermoeden, bevat deze niet alle gemaakte kosten.

Om tot een totaalprijs te komen, zou een fondshuis aan de bank of vermogensbeheerder moeten vertellen hoe hoog alle kosten bij hem zijn. De bank of vermogensbeheerder telt hier vervolgens alle kosten die ze zelf in rekening brengt bij op en klaar is Kees. Dit klinkt eenvoudig, maar er is discussie over wat er precies allemaal moet worden meegeteld en ook over hoe dit moet gebeuren. Volgens sommige banken en fondshuizen is dit technisch veel te ingewikkeld. Lang niet alle cijfers rollen zomaar uit systemen.

In het onlangs door Fondsnieuws uitgegeven boekje 'De toekomst van

het vermogensbeheer' zegt Tim Mortelmans, senior toezichthouder bij de AFM, echter dat dit volgens hem helemaal niet zo ingewikkeld is en de industrie op dit punt gewoon een stap voorwaarts moet maken.

### Het pettenspel

Inmiddels heeft de AFM geïnventariseerd wat er volgens marktpartijen meegeteld zou moeten worden en hoe dit zou moeten gebeuren. De tabellen op pagina 22 en 23 zijn een weerslag van deze consultatieronde. Over een aantal kostenposten bestaat weinig discussie, zij moeten worden opgenomen. Dan zijn er posten die moeten worden opgenomen, maar waarover discussie is over de manier van berekening. Ten slotte zijn er posten waarover zowel discussie is over het opnemen als over de berekeningswijze. In het overzicht heeft de AFM ook de argumenten voor en tegen opname opgenomen alsook opmerkingen over mogelijkheden of implicaties voor de berekening.

Het 'veld' is het er dus bijvoorbeeld over eens dat betaalde dividendbelasting of 'opportunity costs' niet moeten worden meegeteld. Dit laatste zijn de opbrengsten die je had gehad als je een andere keuze had gemaakt. Je had je geld bijvoorbeeld ook op een spaarrekening kunnen zetten in plaats van in een fonds te stoppen. Dit zijn alleen geen echt gemaakte kosten, daarom zouden ze buiten het overzicht moeten



blijven. Dividendbelasting wordt niet gezien als kostenpost, maar als onderdeel van het rendement en zou daarom buiten het overzicht moeten blijven. Over dividendlekkage zijn de meningen daarentegen verdeeld. Dividendlekkage is dividendbelasting die het fonds vanwege zijn vestigingsplaats niet heeft kunnen terugvorderen. Een argument tegen opname is dat dividendbelasting niet gezien wordt als kostenpost, maar als onderdeel van het rendement. Een argument vóór opname is dat het hier vaak om vrij substantiële bedragen gaat. Een ander punt waarover zowel discussie is over het al dan niet opnemen als over de

### NA AFKONDIGING VAN HET PROVISIEVERBOD ZET AFM NU HAAR TANDEN IN TCO

manier van berekenen, zijn de market impactkosten. Hierin komt tot uitdrukking welke invloed een belegger die koopt of verkoopt zelf heeft op de koers. Hierbij is onder meer lastig te bepalen ten opzichte van welk referentiepunt dit bepaald zou moeten worden. Omdat dit een relatief kleine kostenpost is, zouden de kosten van inzichtelijk maken bovendien weleens hoger kunnen zijn dan het ding zelf. De AFM is nu bezig om de kostenmaatstaf verder te ontwikkelen. Naast het berekenen van de kosten achteraf wordt ook het berekenen van een kostenmaatstaf voorafgaand aan de dienstverlening onderzocht.

Antwoord geven op de vragen wat er in de TCO moet komen en hoe hoog de verschillende kostenposten zijn, kan de AFM nog niet. 'We hadden graag meer gedetailleerde informatie gegeven, maar zover zijn we nog niet, ook niet op Europees niveau.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

## KOSTEN VOOR BELEGGINGSDIENSTVERLENING - INBRENG VAN MARKTPARTIJEN BIJ CONSULTATIERONDE

		Argumenten voor deze kostensoort in kostenmaatstaf	Argumenten tegen deze kostensoort in kostenmaatstaf	Implicaties en mogelijkheden voor berekeningswijze
Vermogensbelasting		- Het zijn kosten die ten koste gaan van het rendement van de belegger.	- Deze kosten zijn niet specifiek voor beleggingsdienstverlening.	
Kosten voor securities lending		- Het geeft een zuiverdere vergelijking met beleggingsfondsen wanneer hierin ook kosten voor securities lending worden opgenomen.	- Komt bij individueel vermogensbeheer of beleggingsadvies zelden voor. Het is niet de moeite waard om systemen hierop in te richten.	
Handelskosten	Opportunity costs		- Het is lastig te bepalen ten opzichte van welk referentiepunt opportunity costs bepaald zouden moeten worden. - Het is niet te isoleren van market impact, bied-laatspread en overige prijsveranderingen. - Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de beleggingsbeslissing, en dus van het rendement.	Samen met market impactkosten, bied-laatspread en overige prijsveranderingen zouden de opportunity costs gemeten kunnen worden door bijvoorbeeld de tranctieprijs te vergelijken met de volume-weighted average price (VWAP) van die dag.
	Market impactkosten	- Wanneer deze kostensoort bij beleggingsfondsen inzichtelijk wordt gemaakt, zou dit voor de vergelijkbaarheid ook bij dienstverlening moeten gebeuren.	- Het is lastig te bepalen ten opzichte van welk referentiepunt market impactkosten bepaald zouden moeten worden. - Het is niet te isoleren van opportunity costs, bied-laatspread en overige prijsveranderingen. - Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de beleggingsbeslissing, en dus van het rendement. - Het is een kleine kostenpost, kosten om market impact inzichtelijk te maken zijn hoger.	Samen met opportunity costs, bied-laatspread en overige prijsveranderingen zouden de market impactkosten gemeten kunnen worden door bijvoorbeeld de tranctieprijs te vergelijken met de volume-weighted average price (VWAP) van die dag.
	Valutakosten			Opslag die bank rekent op de euro-dollarcoers.
	Bied-laatspread	- Het kan een reële impact hebben. - Bij obligaties: de brokerkosten zijn verwerkt in de bied-laatspread, dus voor vergelijkbaarheid zouden ze opgenomen moeten worden.	- De kwantificering is lastig. - Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de koers, geen kostenpost. - In sommige gevallen is slechts één koers beschikbaar.	Brokerkosten van obligaties zijn verwerkt in de bied-laatspread. Om deze inzichtelijk te maken moeten aannames gedaan worden over de hoogte van de bied-laatspread per categorie en het deel dat uit brokerkosten bestaat (centraal voorschrift voor de gehele markt).
	In- en uitstapvergoeding fondsen	- De beslissing om in of uit te stappen ligt bij dienstverlener en/of klant, niet bij aanbieder van de instrumenten.	- Bij gebruik van op- en afslagen die in NAV verwerkt worden, zijn deze nu niet inzichtelijk voor dienstverlener. Dit vraagt aanpassing in systemen. - In- en uitstapkosten fondsen zouden door fonds-aanbieder inzichtelijk gemaakt moeten worden; fondsen met een lage TER en hoge eenmalige instapvergoeding lijken anders goedkoper dan ze zijn. - De vraag is of de kosten voor het administreren opwegen tegen de hoogte van de kosten zelf. Vooral wanneer beleggingshorizon per fonds lang is.	- In sommige gevallen wordt een anti-dilution fee achteraf in rekening gebracht: bedrag wordt via nota inzichtelijk gemaakt. - Wanneer op- of afslag verwerkt in NAV, niet inzichtelijk is voor de belegger. - Op- of afslag wordt in EBI vermeld, behalve voor Luxemburgse fondsen. Wanneer opgenomen in de TCO dienstverlening/BO: depotbank/broker houdt de kosten bij (extra entry in systemen) en maakt deze kosten inzichtelijk aan de klant. - Met behulp van een aanname over tijd dat beleggers gemiddeld in een fonds zitten deze kosten in totale kosten van het fonds opnemen.
	Transaction tax			Deze kosten worden één op één doorbelast of verwerkt in een andere vergoeding die de klant betaalt.
	Stamp duty	- Het kan een flinke kostenpost zijn bij klanten die veel in het VK handelen.		Deze kosten worden één op één doorbelast of verwerkt in een andere vergoeding die de klant betaalt.
	Brokerkosten	- Bij aandelen: de broker stuurt een nota met de brokerkosten, waardoor ze gemakkelijk inzichtelijk te maken zijn.	- Bij obligaties: de brokerkosten zijn in de spread verwerkt, daarom lastig inzichtelijk te maken.	De brokerkosten van aandelen worden via een nota inzichtelijk gemaakt. De brokerkosten van obligaties zijn verwerkt in de bied-laatspread. Om deze inzichtelijk te maken moeten aannames gedaan worden over de hoogte van de bied-laatspread per categorie en het deel dat uit brokerkosten bestaat (centraal voorschrift voor de gehele markt).
Kosten bij beëindiging dienstverlening		- De klant moet inzicht hebben zijn nettokosten.	- Wanneer deze kosten worden gemaakt is klant al vertrokken bij dienstverlener.	Dit betreft over het algemeen kosten voor het overboeken van de portefeuille. Dienstverlener waar klant vertrekt: neemt overboekkosten die hij in rekening brengt op in TCO achteraf. Nieuwe dienstverlener van klant: als overboekkosten vergoed worden, worden die als min-post opgenomen in TCO. Duidelijke indicatie dat het om eenmalige kosten gaat. Wanneer niet wordt overgeboekt zijn de kosten voor het liquideren van de portefeuille de relevante kosten.
Inlegkosten		- Wel opnemen als deze kosten worden betaald voor inrichten portefeuille: onderdeel van handelskosten. - Wel opnemen als deze kosten worden betaald voor initieel beleggingsadvies: onderdeel beheer- of adviesvergoeding.	- Niet opnemen als deze kosten betaald worden voor algemeen breedteadvies (of bijv. hypotheekadvies). - Zou niet moeten worden opgenomen, want klanten wegen het niet mee in beslissing.	Als onderdeel van handelskosten of advies-/beheervergoeding. Duidelijke indicatie dat het om eenmalige kosten gaat.
Omzetbelasting				Wanneer btw betaald wordt over een van deze posten, moet dit ook opgenomen zijn in de totale kosten (niet noodzakelijk uitgesplitst).
Toezichtskosten				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Debetrente				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Kosten aanvullende dienstverlening				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Beheerhandelingen				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Bewaarloon				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Prestatievergoeding			- Wanneer de prestatievergoeding wordt opgenomen worden dienstverleners met een goede prestatie 'gestraft' met hogere kosten.	Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing). Mogelijk apart vermelden of toelichten dat deze kosten zijn verbonden aan hogere opbrengsten.
Beheervergoeding of adviesvergoeding				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Abonnementskosten				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).

- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat dat zij geen deel van de totale kostenmaatstaf zouden moeten uitmaken.
- Kostensoorten waarover zowel discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf, als over de berekeningswijze.
- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf, maar wel over de berekeningswijze.
- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf.

## KOSTEN VOOR BELEGGINGSDIENSTVERLENING - INBRENG VAN MARKTPARTIJEN BIJ CONSULTATIERONDE

		Argumenten voor deze kostensoort in kostenmaatstaf	Argumenten tegen deze kostensoort in kostenmaatstaf	Implicaties en mogelijkheden voor berekeningswijze
Alle betaalde dividendbelasting			- Wordt niet gezien als kosten, maar als onderdeel van het rendement.	
Opportunity costs			- Worden niet gezien als kosten.	
Dividendlekkage		- Gaat vaak om vrij substantiële bedragen, de belegger zou hier inzicht in moeten hebben (het is niet zichtbaar in het rendement).	- Wordt niet gezien als kosten, maar als onderdeel van het rendement.	- Het deel van de dividendbelasting dat het fonds heeft betaald en niet heeft kunnen terugvorderen vanwege de vestigingsplaats zou inzichtelijk gemaakt kunnen worden.
In- en uitstapvergoedingen		- In- en uitstapvergoedingen worden door het fonds in rekening gebracht, niet door de dienstverlener.	- Deze kosten resulteren uit het handelsgedrag van de belegger of dienstverlener en horen in de TCO van de dienstverlening. - Het inzichtelijk maken van deze kosten kan veel werk zijn, ondanks dat het niet heel complex is. Er zouden twee prijzen in het systeem moeten staan: de intrinsieke waarde en de intrinsieke waarde + op/afslag. - Er ligt nog geen oplossing voor de hand voor het vaststellen van de opslag/afslag die is verwerkt in de NAV door middel van swing pricing.	- De op- of afslag die is verwerkt in de NAV moet inzichtelijk worden gemaakt. - De op- en afslag via swing pricing moet worden vastgesteld. - Met behulp van een aanname over tijd dat beleggers gemiddeld in een fonds zitten zouden deze kosten in TCO-fonds kunnen worden opgenomen. - De kosten zouden kunnen worden opgenomen in de TCO van de dienstverlening. - Als deze kosten inzichtelijk worden gemaakt aan de belegger aan wie ze in rekening worden gebracht, zouden deze kosten in mindering moeten worden gebracht op de totale handelskosten in het fonds, omdat ze anders dubbel worden geteld.
Handelskosten	(Handels) Opportunity costs		- Het is lastig te bepalen ten opzichte van welk referentiepunt opportunity costs bepaald zouden moeten worden. - Het is niet te isoleren van market impact, bied-laatspread en overige prijsveranderingen. - Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de beleggingsbeslissing, en dus van het rendement.	Samen met market impactkosten, bied-laatspread en overige prijsveranderingen zouden de opportunity costs gemeten kunnen worden door bijvoorbeeld de transactieprijs te vergelijken met de volume-weighted average price (VWAP) van die dag.
	Market impactkosten	- Wanneer deze kostensoort bij beleggingsfondsen inzichtelijk wordt gemaakt, zou dit voor de vergelijkbaarheid ook bij dienstverlening moeten gebeuren.	- Het is lastig te bepalen ten opzichte van welk referentiepunt market impactkosten bepaald zouden moeten worden. - Het is niet te isoleren van opportunity costs, bied-laatspread en overige prijsveranderingen. - Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de beleggingsbeslissing, en dus van het rendement. - Het is een kleine kostenpost, kosten om market impact inzichtelijk te maken zijn hoger.	Samen met opportunity costs, bied-laatspread en overige prijsveranderingen zouden de market impactkosten gemeten kunnen worden door bijvoorbeeld de transactieprijs te vergelijken met de volume-weighted average price (VWAP) van die dag.
	Bied-laatspread	- Het kan een reële impact hebben - Bij obligaties: de brokerkosten zijn verwerkt in de bied-laatspread, dus voor vergelijkbaarheid zouden ze opgenomen moeten worden.	- De kwantificering is lastig. Het draagt niet bij aan inzicht van retailbelegger. - Het is onderdeel van de koers, geen kostenpost. - In sommige gevallen is slechts één koers beschikbaar.	Brokerkosten van obligaties zijn verwerkt in de bied-laatspread. Om deze inzichtelijk te maken moeten aannames gedaan worden over de hoogte van de bied-laatspread per categorie en het deel dat uit brokerkosten bestaat (centraal voorschrift voor de gehele markt).
	In- en uitstapvergoedingen beleggingsfondsen betaald door het fonds	Zie In- en uitstapvergoedingen (boven Handelskosten).	Zie In- en uitstapvergoedingen (boven Handelskosten).	Zie In- en uitstapvergoedingen (boven Handelskosten).
	Transaction tax			Deze kosten worden één op één doorbelast of verwerkt in een andere vergoeding die het fonds betaalt
	Stamp duty	- Het kan een flinke kostenpost zijn bij fondsen die veel in het VK handelen.		Deze kosten worden één op één doorbelast of verwerkt in een andere vergoeding die het fonds betaalt.
	Brokerkosten	- Bij aandelen: de broker stuurt een nota met de brokerkosten, waardoor ze gemakkelijk inzichtelijk te maken zijn.	- Bij obligaties: de brokerkosten zijn in de spread verwerkt, daarom lastig inzichtelijk te maken.	De brokerkosten van aandelen worden via een nota inzichtelijk gemaakt. De brokerkosten van obligaties zijn verwerkt in de bied-laatspread. Om deze inzichtelijk te maken moeten aannames gedaan worden over de hoogte van de bied-laatspread per categorie en het deel dat uit brokerkosten bestaat (centraal voorschrift voor de gehele markt).
Debetrente				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Kosten voor securities lending		- Het zijn kosten die uiteindelijk in rekening worden gebracht	- Securities lending zijn opbrengsten voor de belegger.	Alle kosten die worden ingehouden op het brutorendement (dus zowel de vergoeding aan de fondsbeheerder als de vergoeding aan de lending agent) worden gezien als kosten en als zodanig opgenomen in de TCO.
Door het fonds betaalde belastingen (anders dan dividendbelasting)				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).
Service fee				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing). Hieronder valt een groot aantal kostensoorten zoals kosten voor (juridisch) advies, bewaring, (accountants)controle, toezicht, oprichting, administratie, marketing en communicatie.
Prestatievergoeding		- Het zijn significante kosten.	- Wanneer de prestatievergoeding wordt opgenomen worden fondsen met een goede prestatie 'gestraft' met hogere kosten.	Bedrag dat over bijvoorbeeld drie of vijf jaar in rekening wordt gebracht, middelen over het aantal jaren (wanneer van toepassing). Mogelijk apart vermelden of toelichten dat deze kosten zijn verbonden aan hogere opbrengsten.
Beheervergoeding				Bedrag dat in een jaar in rekening wordt gebracht (wanneer van toepassing).

- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat dat zij geen deel van de totale kostenmaatstaf zouden moeten uitmaken.
- Kostensoorten waarover zowel discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf, als over de berekeningswijze.
- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf, maar wel over de berekeningswijze.
- Kostensoorten waarover weinig tot geen discussie bestaat over het opnemen van deze kosten in de totale kostenmaatstaf.





## De eurozone gaat weer vooruit. Blijf niet achter.

### De eurozone aandelenfondsen van DeAWM

Een herstellende economie, sterk gepositioneerde bedrijven met groeipotentie en een aantrekkelijke waardering van de aandelenmarkt: eurozone aandelen bieden veel rendementspotentieel. DeAWM biedt beleggers via verschillende beleggingsstijlen toegang tot interessante eurozone aandelenfondsen. Deze fondsen met bewezen historie zijn ideaal gepositioneerd om te profiteren van herstel in de eurozone.

Active	DWS Invest Top Euroland FC *****	ISIN: LU0145647722
Systematic	DB Platinum IV CROCI Euro R1C ****	ISIN: LU0194163050
Passive	db x-trackers Euro Stoxx 50® UCITS ETF (DR)	ISIN: LU0846194776

Bron: Morningstar rating per 25-09-2013.

[www.deawm.com](http://www.deawm.com)

*Passion to Perform*



Belangrijke informatie: Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) vertegenwoordigt de asset management en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van DeAWM 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 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](http://dws.nl). De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. © 2013 Deutsche Asset & Wealth Management. Alle rechten voorbehouden. (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.

# THEMA: FONDSEVENT 360



## ACHTER DE CRISIS ZINGT DE REVOLUTIE

De zesde editie van het Fondsevent, dat mede door Fondsnieuws werd georganiseerd, ging in op de langetermijnkansen en de kortetermijnrisico's. Echter: 'Het kluitjesgedrag van beleggers laat zich moeilijk sturen.'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**D**e zesde editie van het Fondsevent, dat bestemd is voor mensen die actief zijn in de beleggingsadvisering, stond vorige week in het teken van langetermijnkansen en kortetermijnrisico's en ratio versus. We denken rationele wezens te zijn, maar volgens hoogleraar en hersenonderzoeker Victor Lamme nemen de wetenschappelijke bewijzen toe dat we eerst handelen en achteraf bedenken waarom we zo gehandeld hebben.

De emotie is de korte termijn, de ratio is die van de lange termijn. Achteraf kunnen we ook goed beredeneren waarom we iets wel, of — vaker nog — niet gedaan hebben. Zo is het langetermijneffect van megatrends onvermijdelijk: mensen in de ontwikkelde en opkomende landen trekken massaal naar de stad in de hoop een

beter leven op te bouwen; robots maken veel ongeschoold werk overbodig en is voor veel westerse bedrijven een reden om uitbesteed werk terug te halen naar het thuisland, en de energierevolutie die volgt op de techniek om schaliegas te winnen zal de koers van de wereld dramatisch veranderen. Dagvoorzitter Rens de Jong sprak erover met een keur van specialisten uit wetenschap, bedrijfsleven en de beleggingsindustrie. De een na de ander maakte duidelijk dat achter de crisis van dit moment de locomotief van de toekomst voorbijdendert.

### Kluitjesgedrag

Dat deze revolutie tot wasdom komt, liet Wolbert Allaart van Ampyx Power zien. Het bedrijf ontwikkelt zweefvliegtuigen die energie opwekken. Allaart, die eerder bij Nuon en Shell werkte, heeft een droom: honderdduizend zweefvliegtuigen nonstop laten rondvliegen. Een groter model dat hij op dit moment aan het bouwen is, moet continu energie opwekken voor zevenhonderd huishoudens.

Bij robotisering is het van hetzelfde laken een pak: robots worden steeds goedkoper om te maken en passen zich steeds meer aan de woonomgeving aan, stelt hoogleraar Frans van der Helm, die zorgrobot Lea had meegebracht.

Ook urbanisatie zal de wereld onherkenbaar veranderen. In de toekomst woont 85% van de wereldbevolking in de stad, wat gepaard gaat met een grote vraag naar infrastructurele investeringen en voedsel. De schaarste die daarvan het gevolg zal zijn, is een vliegwielt voor verduurzaming van allerlei producten, diensten en netwerken.

De langetermijntrends verdwijnen echter uit het zicht van de belegger door zijn angst voor de kortetermijnrisico's, vindt Alex Otto, topman van

**'DE MENS IS EEN  
EZEL DIE ZICH  
TELKENS AAN  
DEZELFDE STEEN  
ZAL STOTEN'**

Delta Lloyd Asset Management. Hij betreurt het dat beleggers focussen op kortetermijnprestaties en dat het hem in de dagelijkse praktijk moeite kost die voortdurende oprispingen het hoofd te bieden. Otto hekelde van zijn kant het 'kluitjesgedrag' van beleggers, wat indexbeleggen volgens hem is.

'Deze manier van beleggen biedt een schijnzekerheid. Risico wordt bepaald door de mate waarin afgeweken mag worden van de benchmark. Dit is niet juist. Het grootste risico zit namelijk in de keuze van de benchmark zelf. De mens heeft geen hersenen gekregen om daarmee blind de benchmark te volgen. Grootste risico is dat de particuliere belegger op lange termijn niet in staat is om aan zijn verplichtingen/wensen te voldoen.' Volgens Otto zegt de leer dat je de winnaars van morgen moet kopen en die vandaag zou moeten verkopen. Maar de praktijk is weerbarstig, zoals Lamme stelt: mensen zijn bang iets te missen, ze kopiëren het gedrag van anderen en zien patronen die er niet zijn. Kortom, de mens is een ezel die zich voortdurend aan dezelfde steen zal stoten. ■



# DE KANSSEN EN DE RISICO'S

## IN 4 MASTERCLASSES FOCUS OP WAT NU URGENT IS EN MORGEN BELANGRIJK

Markus Krygier en Valentijn van Nieuwenhuijzen bepleiten in de masterclass Search for yield- obligaties een wereldwijde strategie waar optimaal van de kansen wordt geprofiteerd.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**O**bligatiebeleggers staan voor drie belangrijke uitdagingen. Niet alleen bevinden we ons aan het einde van een dertigjarige bullmarkt en zal de rente gaan stijgen, ook is de liquiditeit sinds de kredietcrisis aanzienlijk afgenomen en moet men op zoek naar andere diversificatiemogelijkheden dan de traditionele.' Dat zeggen Markus Krygier van Amundi Asset Management en Valentijn van Nieuwenhuijzen van ING Investment Management, die samen een masterclass verzorgden over obligaties.

Om deze uitdagingen het hoofd te bieden zoekt Amundi het onder meer in een verbreding van het universum met staatsobligaties buiten het eurogebied van bijvoorbeeld Australië en Canada. Dit komt de spreiding ten goede. Maar een wereldwijd universum geeft Amundi ook meer mogelijkheden om 'relatieve waarde' te vinden en daarop in te spelen in de landenallocatie en rentecurve. Deze actieve strategieën vormen een aanvulling op het durationbeleid, waarbij Krygier momenteel inzet op een fors lagere duration ten opzichte van de benchmark. Dit met als doel om het kapitaalverlies zo klein mogelijk te houden bij een rentestijging.

Door valutaposities toe te voegen kan Krygier bovendien inhaken op veel meer thema's dan alleen de monetaire koers



FOTOS: JOLANDA VAN DER LINDEN

van de Fed of de ECB en zijn de consequenties minder groot als een positie niet uitkomt. Zo speelt hij bijvoorbeeld in op het beleid van de Zweedse of Chinese centrale bank of de hausse in de Australische mijnbouw. Naast de diversificatievoordelen zorgen valuta's ook voor meer liquiditeit in de portefeuille. 'Aangezien de liquiditeit in traditionele obligatie-instrumenten sterk is afgenomen kan ik met valuta's het hele risicobudget binnen enkele uren omgooien, terwijl dat met een portefeuille van bedrijfsobligaties en leningen van opkomende landen in volatiele periodes wel een week kan duren,' zegt Krygier.

### Rentestijging

Valentijn van Nieuwenhuijzen onderschrijft de uitdagingen die Krygier ziet, maar houdt de zaal wel voor dat de huidige historisch lage rente eigenlijk helemaal

**'BELEG NIET PASSIEF, MAAR KIES DE LANDEN MET DE STERKSTE VOORUITZICHTEN'**

niet zo vreemd is als je kijkt naar de zwakke nominale groei in de ontwikkelde landen. Die ligt op basis van het vijfjarig voortschrijdend gemiddelde op het laagste niveau sinds de Grote Depressie in de jaren dertig. Als we Japan achteraan gaan, dan kan de rente zelfs nog verder omlaag. 'Zekerheid dat de rente gaat stijgen bestaat dan ook niet,' zegt Van Nieuwenhuijzen. 'Het is daarom zaak om de juiste balans te zoeken tussen de heersende risico's en de beleggingsportefeuille bestand te maken tegen onverwachte schokken.' Hier is volgens hem nog steeds een belangrijke rol weggelegd voor staatsobligaties, omdat ze vooral in tijden van crisis anders reageren dan overige vastrentende waarden en assetcategorieën.

Wel adviseert hij om niet de index te kopen, aangezien daarin de landen met de meeste schulden het zwaarste wegen, maar om in de financieel sterkste landen met de beste vooruitzichten te beleggen. 'Dan heb je de veiligste assets in je portefeuille, die weliswaar niet meer de rendementen uit het verleden geven maar wel beschermen tegen schokken.' Niettemin is ING nu per saldo onderwogen in staatsobligaties, in het bijzonder uit de eurozone, gelet op het risico van een stijgende rente op de korte termijn, en overwogen in hoger renderende bedrijfsobligaties van mindere kwaliteit. 'Verder zijn we licht onderwogen in duratie, maar dat kan toenemen wanneer we de perikelen rond het schuldenplafond achter de rug hebben,' zegt Van Nieuwenhuijzen. ■



## LOW VOLATILITY: MET RELATIEF WEINIG RISICO'S VEEL WINNEN

David Blitz en Etienne Vincent stellen dat beleggers die volatiliteit en risico als uitgangspunt nemen hogere aandelenrendementen kunnen boeken dan het marktgemiddelde.

**W**ie houdt dat voor mogelijk: de Tour de France winnen zonder ooit in één etappe de beste te zijn geweest? De historie laat voorbeelden zien dat dit inderdaad kan, en zo is het ook met beleggen in aandelen met een lage volatiliteit, stellen Etienne Vincent van BNP Paribas Investment Partners en David Blitz van Robeco.

Met dit voorbeeld spelen de twee in op de behoefte van klanten om in aandelen te beleggen met een lager risico maar met een naar verwachting gelijkwaardig marktconform rendement en een mogelijk aantrekkelijk dividendrendement.

Decennialang was de brede consensus dat beleggers die een hoger rendement willen ook bereid moeten zijn om een hoger risico te accepteren. Risico en rendement hangen immers nauw met elkaar samen, zo is de gedachte. Wetenschappelijk onderzoek – onder meer door Blitz van Robeco – wijst echter uit dat juist de aandelen met een lage volatiliteit een hoger gemiddeld rendement laten zien, en daarmee dus ook de meest aantrekkelijke Sharpe-ratio.

Blitz en Vincent geven verschillende verklaringen voor de bevinding dat de minst risicovolle aandelen worden genegeerd en de koersen van de meest risicovolle aandelen juist worden opgedreven. Een rationale verklaring is dat beleggers de benchmark willen verslaan, en fondsmanagers gaan daarin mee omdat zij performancevergoedingen krijgen die risicovoller beleggen in de hand werken. Andere verklaringen zijn gebaseerd op

beleggersgedrag, zegt Vincent. Beleggers voelen zich aangetrokken door wat ze kennen en veelal zijn dat aandelen die volatiel en te hoog gewaardeerd zijn. Het andere is dat beleggers op een irrationele wijze worden aangetrokken door hun eigen inschatting, namelijk dat ze denken dat hogevolatiliteitsaandelen ook hoge rendementen opleveren. 'Het is de irrationaliteit van de loterij,' zegt Vincent.

Het tweetal verklaart deze niet-aflattende voorkeur van beleggers uit de gedragspsychologie: men herinnert zich de succesverhalen en niet de mislukkin-

gen. Bovendien wordt de uitzondering tot de regel gemaakt.

In reactie op deze inzichten zijn zogenoemde 'low-volatilitystrategieën'

### 'VEEL BELEGGERS HERINNEREN ZICH DE SUCCESSEN EN NIET DE MISLUKKINGEN'

ontwikkeld, waarbij het accent ligt op een reductie van de risico's. En ook hier is men door schade en schande wijs geworden. Sommige strategieën hadden een te sterke weging naar defensieve sectoren of er werd te sterk gefocust op small caps. Inmiddels is het bewijs wel geleverd dat er voorbeelden van 'mispricing' zijn, die een belegger kan inzetten om alpha te genereren. Vincent van BNP Paribas IP bepleit een actieve benadering die zij 'systematic alpha' noemen. Robeco zet op zijn beurt in op het selecteren van low-volatility-aandelen die niet tegen andere bewezen factoren ingaan, zoals waardering en momentum. Blitz heeft nog een belangrijke tip voor beleggers: 'Juist als de waardering van laagvolatiele aandelen wat hoger is, is het goed om andere waarderingsfactoren mee te nemen in je beleggingsstrategie. Zo voorkom je dat je te veel betaalt.'

Volgens de twee partijen leveren deze low volatilitystrategieën over een langere termijn een hoger rendement op dan het marktgemiddelde. Maar, erkent Vincent op een vraag, '2011 was een uitstekend jaar, maar de laatste twee jaar was het resultaat minder. Dat komt omdat er minder transacties zijn. Over een langere periode is er echter nog altijd sprake van een outperformance.' Dat wordt volgens Robeco bevestigd door de performance van zijn low-volatilityfondsen, die in de zeven jaar dat zij inmiddels bestaan de markt met ruim 25% hebben verslagen, met een beduidend lager risico. ■



DAVID BLITZ



ETIENNE VINCENT



FOTO: JOLANDA VAN DER LINDEN. SPREKER: ROBIN BATCHELOR

## VERENIGDE STATEN GAAN IN DE ENERGIEREVOLUTIE FIER VOOROP

Robin Batchelor en Tom Stevenson: de schalierevolutie kent niet alleen winnaars, maar ook verliezers nu de gasprijs zo laag is en boren niet altijd rendabel is.

In de Verenigde Staten voltrekt zich een ware energierevolutie. Dit heeft te maken met het toegankelijk worden van grote voorraden schaliegas als gevolg van het beschikbaar komen van nieuwe boortechnieken. Van doorslaggevend belang is dat er in de VS publieke steun is voor het boren naar schalie, iets wat in Europa bijvoorbeeld ontbreekt.

De eerste gevolgen van deze revolutie zijn al zichtbaar. Zo is de gasprijs in de Verenigde Staten in zes jaar gezakt van \$ 12 naar \$ 3 per miljoen BTU (1 miljoen BTU, of wel 'British Thermal Units' staat gelijk aan 1.055.870 kilojoules). 'Deze verandering is structureel,' zegt Robin Batchelor, fondsmanager van het BlackRock World Energy Fund en het BlackRock New Energy Fund. Tom Stevenson, investment director bij Fidelity Worldwide Investment, vult aan: 'Schaliegas zal een "game changer" zijn voor de VS en voor de rest van de wereld.'

Hij wijst erop dat als gevolg van schaliegas de concurrentiepositie van de VS enorm verbetert en de voordelen zich bovendien niet alleen beperken tot olie- en gasbedrijven, maar een hele 'industriële renaissance' tot gevolg kunnen hebben. De productiekosten in de VS dalen immers flink. Verwacht wordt dat dit tot 2025 tot meer dan een miljoen nieuwe banen zal leiden. Maar hier stopt het niet. Er zullen ook geopolitieke gevolgen zijn, omdat de verwachting is dat de Verenigde Staten als gevolg van schaliegas en -olie energie-onafhankelijk kunnen worden, en dat zal ook doorwerken in het Midden-Oosten. Het zal voor de VS bijvoorbeeld minder belangrijk worden olievaarroutes te beschermen.

Stevenson benadrukt dat het schaliegasverhaal vooral nog een Amerikaans verhaal is. Een groot verschil met elders is dat in Amerika degene die het land

bezit, ook eigenaar is van wat er in de grond zit. Dat is in Europa niet zo. Daarnaast is in Europa de publieke opinie tegen.

### Transport

Voor beleggers biedt schaliegas volgens Stevenson vele kansen, al moet je hiervoor volgens hem niet bij de grote oliebedrijven zijn. Beter is het te kijken naar bedrijven en sectoren die indirect profiteren, zegt hij. Denk daarbij

## 'BEKIJK DE KANSEN VAN SCHALIEGAS AANDEEL VOOR AANDEEL'

aan olieservicebedrijven of bedrijven die pijpleidingen maken. 'De huidige pijpleidingen liggen vaak niet op de goede plaats. Daarom wordt voor het transport vaak gebruikgemaakt van het spoor.' Daarnaast kan de transportsector door meer op gas te rijden, profiteren van de lage gasprijzen, net als energie-intensieve sectoren als bijvoorbeeld de automobiellindustrie.

Robin Batchelor van BlackRock benadrukt dat de schalierevolutie winnaars kent, maar ook verliezers. Doordat de gasprijs zo gedaald is, kunnen lang niet alle bedrijven rendabel boren. Erg belangrijk is het volgens hem daarom te kijken of er in een bepaalde bron alleen gas zit of misschien ook olie.

Andere bedrijven die kunnen profiteren zijn volgens hem toeleveranciers, olieservicebedrijven of petrochemische bedrijven. 'Maar bekijk dit aandeel voor aandeel,' waarschuwt hij. ■

## URBANISATIE JAAGT DE CONSUMPTIE WERELDWIJD AAN

Projit Chatterjee en Ralf Oberbannscheidt stellen dat de massamigratie en de verstedelijking in Azië gepaard zal gaan met schaarste, maar ook met grote kansen voor beleggers en bedrijven.

**A**l eeuwenlang trekken mensen naar de stad, op zoek naar welvaart, geluk en kansen. Maar nooit eerder was die trend zo sterk als nu. Urbanisatie is een trend waar geen belegger meer omheen kan, stellen Ralf Oberbannscheidt, fondsmanager van het DWS Invest Global Agribusiness, een fonds van Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM), en aandelenstrateeg Projit Chatterjee van UBS Global Asset Management.

Of en wanneer mensen naar de stad trekken, hangt sterk samen met economische ontwikkelingen. Zo verstedelijken westerse landen in hoog tempo toen eind 18de eeuw de industriële revolutie begon. Na de Tweede Wereldoorlog gingen onder meer Japan en Zuid-Korea door deze fase. Nu zijn het landen als China en India met elk meer dan 1 miljard mensen die hun huisraad hebben gepakt om in de stad hun geluk te beproeven.

Oberbannscheidt denkt dat deze massamigratie in veel Aziatische landen nog zal versnellen. De reden is dat overheden deze trek naar de stad soms aanmoedigen, maar de gevolgen van de klimaatverandering spelen deze ontwikkeling ook in de kaart: droogtes en overstromingen spelen op.

Deze beweging, die gepaard gaat met een niet-aflatende toename van de wereldbevolking, heeft een grote impact op de vraag naar goederen en diensten. Of voedselproducenten die ontwikkelingen kunnen bijhouden, is de vraag. Schaarste voor bepaalde goederen is denkbaar.

Het agrifonds van DeAWM zoekt naar bedrijven die een bijdrage leveren aan de oplossing van deze uitdaging. Dat kan een producent van (genetisch gemodificeerde) zaden zijn of een bedrijf op het gebied van supply chain management. Zolang het de gehele waardeketen maar efficiënter maakt, zegt Oberbannscheidt. Maar hij kijkt ook naar andere mogelijkheden. Als voorbeeld noemt de manager de groei van huismerken in opkomende markten, omdat ook daar de consument prijsbewuster wordt. Hun aandeel kan van de huidige 14,9% 'met gemak' stijgen naar zo'n 50%.

Chatterjee van UBS focust vooral op de groeiende vraag naar (dagelijkse en luxe) consumptiegoederen. Het potentieel daarvan is immens. Zo is China nu al de grootste automarkt ter wereld, maar heeft nog steeds minder dan een op de tien mensen een auto.

### West of Oost?

Urbanisatie, zegt Chatterjee, is een aanjager van consumptie. Zo is de omvang van huishoudens in de stad vaak kleiner, waardoor de vraag naar specifieke goederen (denk aan koelkasten) en het besteedbare inkomen per hoofd van het huishoudend toenemen. Daarnaast maakt men meer gebruik van internet en mobiele telefonie en is de toegang tot financiële diensten eenvoudiger. Het effect daarvan, zegt de uit India afkomstige Chatterjee, is dat mensen hierdoor gemakkelijker een lening afsluiten.

Voorbeelden van bedrijven die, binnen het UBS Asian Consumption fonds, volgens de aandelenstrateeg profiteren van de verstedelijking zijn: 7-Eleven (een keten van kleine supermarkten), Belle China (retailer van populaire

schoenenmerken voor vrouwen) en HDFC India (marktleider hypotheek).

Op de vraag of je beter in westerse bedrijven zoals Nestlé of BMW kunt beleggen of in beursfondsen uit opkomende landen, zegt Chatterjee dat daarop geen eenduidig antwoord is te geven. 'In sommige sectoren, zoals luxegoederen en auto's, zijn westerse bedrijven erg sterk. Maar gaat het om de verkoop van bijvoorbeeld hypotheek of internetverbindingen, dan zijn ze totaal afwezig.'

### 'VRAAG NAAR CONSUMPTIEGOEDEREN IS IN AZIË BIJNA ONUITPUTTELIJK'



PROJIT CHATTERJEE



RALF OBERBANNSCHEIDT

REDACTIE: JEROEN BOOGAARD, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, CEES VAN LOTRINGEN





# Pioniers vandaag winnaars van morgen



Frontier markten bevinden zich in een nog priller ontwikkelingsstadium dan opkomende markten en zijn in potentie 's werelds meest dynamische en snelst groeiende economieën. Gunstige demografische trends, lage loonkosten en overvloedige voorraden natuurlijke grondstoffen vormen de basis voor veelbelovend beleggingspotentieel.

**Schroder ISF\* Frontier Markets Equity** belegt puur en alleen in frontier markten en kent uitstekende rendementen. Het fonds wordt beheerd door een eigen, zeer ervaren team van 37 beleggingsprofessionals met gemiddeld 14 jaar ervaring\*\*. Zij volgen de lokale markten van dichtbij en bieden met hun expertise innovatieve en onderscheidende beleggingsoplossingen voor de portefeuille van onze cliënten.

Op [www.schroders.nl/frontiermarkets](http://www.schroders.nl/frontiermarkets) vindt u meer informatie.

	6 maanden	YTD	1 jaar	2 jaar	Sinds introductie
<b>Schroder ISF Frontier Markets Equity</b>	10,7%	21,7%	30,0%	38,3%	19,6%
<b>MSCI Frontier Markets</b>	6,3%	14,2%	22,6%	16,7%	2,5%
<b>Relatief rendement</b>	4,3%	7,5%	7,4%	21,6%	17,1%

Bron: Schroders, per 30 augustus 2013. Rendement gegeven voor C accumulatieaandelen in USD, op NAV to NAV basis, inkomsten herbelegd. De introductiedatum van het fonds is 15 december 2010.

[www.schroders.nl/frontiermarkets](http://www.schroders.nl/frontiermarkets)



**Schroders**

\* Schroder International Selection Fund wordt in deze advertentie aangeduid als Schroder ISF. \*\* Bron: Schroders, per 30 augustus 2013. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Schroder International Selection Fund Frontier Markets Equity (hierna het "Schroder ISF Frontier Markets Equity") is een subfonds van Schroder ISF, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF en Schroder ISF Frontier Markets Equity zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF en Schroder ISF Frontier Markets Equity in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxemburg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs of via [www.schroders.nl](http://www.schroders.nl).

# 'MENS KIEST WAT GOED VOELT'

## HERSENONDERZOEKER VICTOR LAMME: 'DE VRIJE WIL BESTAAT NIET'

De mens denkt een rationeel wezen te zijn, maar dat is hij juist niet. Hij ziet patronen die er niet zijn, spiegelt zich aan het gedrag van anderen en rechtvaardigt achteraf wat hij besloten heeft.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**'S**tel, u staat op een spoorbrug en naast u staat nog iemand. Onder u zijn vijf mensen aan het werk. U ziet een trein aankomen en weet dat als u niks doet, de vijf mensen overreden worden. De man naast u is vrij gezet. U weet ook dat als u hem op de rails gooit, de trein waarschijnlijk ontspoord en de vijf werklieden gespaard blijven. Roepen naar hen, helpt niet. Wat doet u? Wie zou de man op de rails duwen?

Aan het woord is Victor Lamme, hoogleraar en hersenonderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam. Hoewel het logisch is te besluiten één leven op te offeren om er vijf te redden, zouden maar heel weinig mensen dit doen. Hoewel ze zelf graag willen denken dat ze keuzes baseren op hun verstand, kiezen mensen vaak voor wat goed voelt, zegt hij. Niet iedereen doet dit overigens. 'Mensen met beschadigingen aan de mediale frontale cortex hebben hier helemaal geen last van.'

Het beoordelen van winst of verlies is ook zoïets. In principe is iedereen blij als hij € 50 wint en teleurgesteld als hij € 50 verliest. Maar dit gevoel wordt beïnvloed door wat je had kunnen



FOTO: JULANDA VAN DER LINDEN

winnen of verliezen of wat anderen hebben gewonnen of verloren.

### Eerst doen dan denken

Ook bij beleggen spelen emoties een rol. Mensen zijn bijvoorbeeld geneigd overal patronen in te ontdekken. Ook als ze er niet zijn, waarschuwt Lamme. En daar komt bij dat het menselijk brein geneigd is het gedrag aan anderen te spiegelen. 'Neem de internet-bubbel. Waarom kochten we die bedrijven ook alweer? Niet omdat ze nou zoveel winst maakten of zo.'

De angst om iets te missen, is ook een belangrijke emotie, gaat hij verder. De Postcodeloterij speelt hier bijvoorbeeld slim op in. Want stel je voor dat iemand in jouw straat de hoofdprijs

wint! Kortom, wil je iemand beïnvloeden, dan is het dus simpelweg zaak op de emotie te spelen, doceert Lamme.

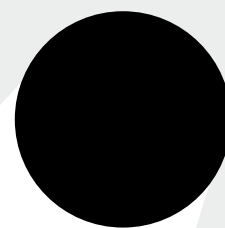
In een experiment kregen mannen twee foto's van vrouwen voorgeschoteld. Ze moesten kiezen welke ze de leukste vonden. Na het kiezen, kregen ze de foto van de ander uitgereikt. 80% had dit niet in de gaten. Op de vraag waarom ze voor deze vrouw hadden

**'JE KUNT EEN MENS BETER IN EEN SCANNER LEGGEN DAN VRAGEN WAT HIJ GAAT DOEN'**

gekozen, antwoordden ze bijvoorbeeld dat ze nu eenmaal van blond houden, terwijl de vrouw die ze eigenlijk gekozen hadden bruin haar had. We hebben dus niet alleen niet in de gaten dat we iets niet zelf beslissen, maar verzinnen er vervolgens ook nog een verhaal bij.

Opmerkelijk is verder dat het brein informatie die binnenkomt verwerkt en iets beslist, maar dat het lijkt dat onze gedachten daar vervolgens achteraan hobbelen, zegt Lamme. Hij vertelt over een test waarbij mensen in een scanner lagen en informatie kregen over hoe belangrijk het was dat ze zich insmeerden met zonnebrand. Ze kregen vervolgens een paar flessen mee. Ook werd gevraagd of ze zich nu meer zouden gaan insmeren. Na een paar weken werden ze gebeld en werd gevraagd of ze zich hadden ingesmeerd. Wat bleek is dat wat ze eerder zeiden te zullen doen, helemaal niets zei over of ze het ook echt gedaan hadden. De gemaakte hersenscan daarentegen voorspelde veel beter of mensen zich gingen insmeren of niet. 'Je kunt mensen dus beter in een scanner leggen, dan ze vragen of ze iets zullen gaan doen.' Lamme: 'Dit heeft ook betrekking op het consumentenvertrouwen. Mensen vragen of ze meer zullen gaan uitgeven, zegt niks over of ze dit ook gaan doen.'

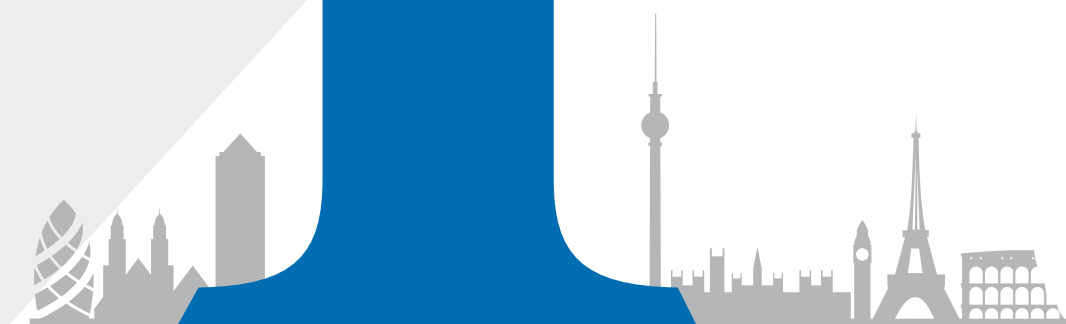
BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



## Hoe lichten we betere kansen in Europa uit?

Voor kundige, actieve beleggers biedt Europa interessante mogelijkheden in aandelen en obligaties. T. Rowe Price is al meer dan dertig jaar actief in Europa. Onze eigen research en de samenwerking tussen onze beleggingsteams helpen ons de échte kansen en risico's te scheiden van de marktruis op de korte termijn.

Wilt u meer weten over hoe wij voor u kunnen beleggen in Europa, ga dan naar [trowepriceeurope.com](http://trowepriceeurope.com)



**T.RowePrice**   
INVEST WITH CONFIDENCE

*Azië • Australië • Europa • Midden-Oosten • Noord- en Zuid-Amerika*

Uitgegeven door T. Rowe Price International Ltd ('TRPIL'), 60 Queen Victoria Street, Londen EC4N 4TZ, geautoriseerd en gereguleerd door de UK Financial Conduct Authority (de 'UK FCA'). Dit materiaal is niet bestemd voor gebruik door particuliere cliënten zoals bepaald door UK FCA. In Zwitserland uitgegeven door T. Rowe Price (Switzerland) GmbH ('TRPSWISS'), Talstrasse 65, 6th Floor, 8001 Zurich, Zwitserland. Dit materiaal is niet bestemd voor gebruik door niet-institutionele cliënten en mag niet opnieuw worden gedistribueerd zonder schriftelijke toestemming vooraf van TRPSWISS. T. Rowe Price, Invest With Confidence en het logo van het dikhoornschaap zijn handelsmerken en/of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Verenigde Staten, de Europese Unie, Australië, Canada, Japan en andere landen. Dit materiaal is vervaardigd in het Verenigd Koninkrijk.