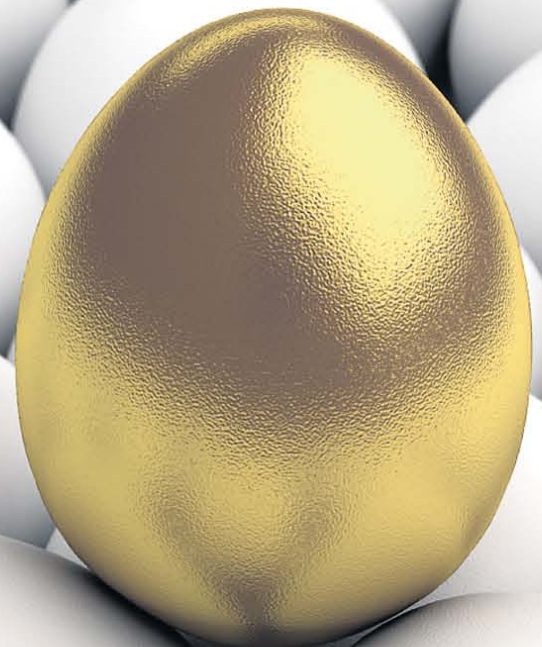


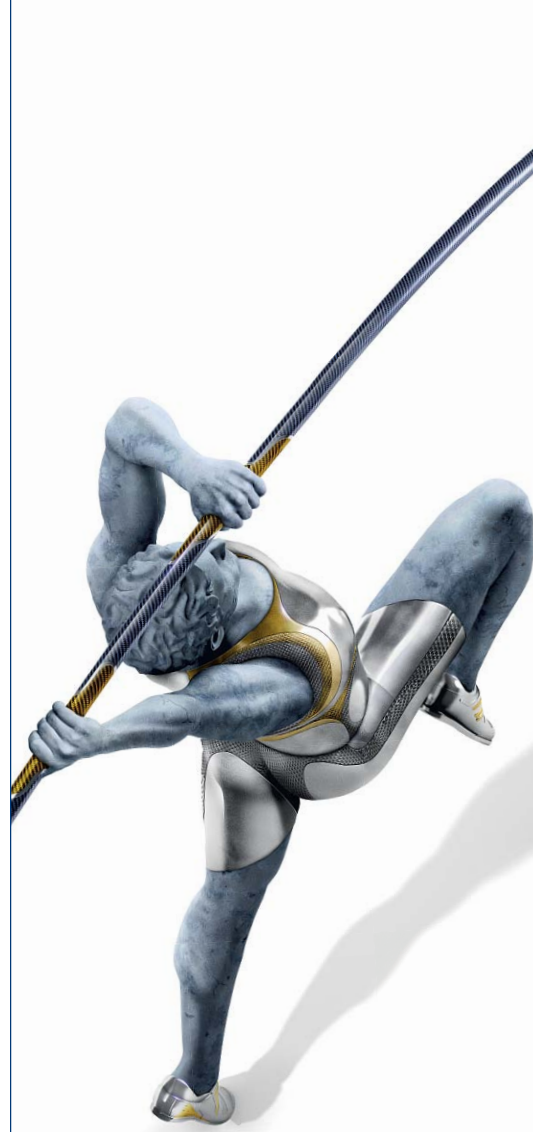
# ALTERNATIVES

---

Wapens tegen volatiliteit

- Alternatives in de portefeuille **PAGINA 10**
- Emerging markets biedt kansen **PAGINA 21**
- Experts over de goudprijs **PAGINA 16**





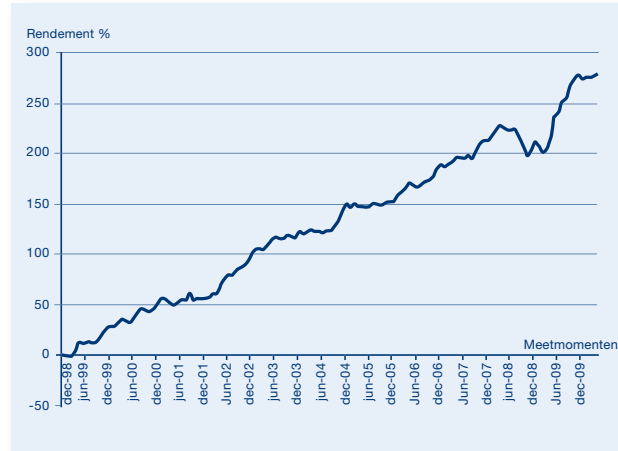
# Flexibiliteit brengt je verder

## Schroder ISF Emerging Markets Debt Absolute Return

Flexibel inspelen op de groei van opkomende economieën. Dat is de kracht van het Schroder ISF Emerging Markets Debt Absolute Return. Het fonds belegt in obligaties met de beste vooruitzichten in meer dan vijftig opkomende markten. De flexibele beleggingsstrategie geeft de ervaren fondsbeheerders de ruimte te beleggen in de EMD-markt. Het beheerteam heeft veel vrijheid en is hierdoor in staat om in de meeste marktomstandigheden een positief rendement te behalen.

Schroder ISF Emerging Markets Debt Absolute Return is verkrijgbaar als \$- en €-hedged aandelenklasse. Voor meer informatie over dit Schroders-fonds neemt u contact op met uw vermogensadviseur of kijkt u op [schroders.nl](http://schroders.nl).

### Fondsperformance over 10 jaar\*



\*Performance volgens C aandelenklasse. Bij de berekening is geen rekening gehouden met beheerskosten, transactiekosten en belastingen, die wanneer ze wel worden meegerekend, de performance zouden verlagen.  
Bron: Schroders 2010

### Kenmerken\*

- Beheerd vermogen US\$ 7,2 miljard
- Gemiddeld jaarlijks rendement 12,49%
- Positief rendementspotentieel in alle marktomstandigheden (absolute return)
- 41 van de 46 kwartalen positief rendement
- Dagelijkse liquiditeit
- Morningstar: ★★★★★ / Superior
- Verkrijgbaar in een jaarlijkse uitkeringsvariant van 7% (per kwartaal uitbetaald)

\*Per 31-4-10



Morningstar  
Qualitative Rating



Schroders. Trusted heritage Advanced thinking



Voor meer informatie, bezoek [www.schroders.nl](http://www.schroders.nl)

**Belangrijke informatie:** Schroder ISF Emerging Markets Debt Absolute Return is een compartiment van Schroder International Selection Fund, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. De compartimenten zijn op grond van artikel 1:107 van de Wet op het financieel toezicht opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Raadpleeg het volledige prospectus en het vereenvoudigd prospectus indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met de compartimenten worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, het vereenvoudigd prospectus en de jaar- en halfjaarverslagen van de compartimenten kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. © Schroders 2010

### VOORWOORD

De bijna-meltdown van het financiële systeem heeft aan de goedgelovigheid een einde gemaakt. Beleggers zoeken bescherming van hun portefeuille door optimaal te diversificeren.

Alternatieve beleggingen zoals hedgefondsen, private equity, infrastructuur en grondstoffen kunnen daarin een belangrijke rol spelen. Dergelijke assetclasses boegen rendement onder alle marktomstandigheden, ze vormen een hedge tegen inflatie of genereren een stabiele kasstroom. Bovendien blijken alternatieve beleggingen de volatiliteit in de portefeuille te verminderen, waardoor het risico afneemt en het rendement over een langere periode uitkomt boven de benchmark.

Maar alternatieve beleggingen hebben een keerzijde: de transparantie laat soms te wensen over, maar vooral liquiditeit blijkt een probleem te kunnen zijn, zoals het hoogtepunt van de kredietcrisis in 2008 heeft aangetoond. Dat stelt de vraag of deze assetclasses wel geschikt zijn voor particuliere beleggers met een kleinere beurs.

Deze tweede special van Fondsnieuws - een platform van de FD Mediagroep dat zich richt op gestandaardiseerde beleggingsproducten - probeert op die actuele vraag een antwoord te geven.

Cees van Lotringen  
HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS  
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



# ALTERNATIEVE BELEGGINGEN

Wapens tegen volatiliteit  
**PAGINA 4**

## Alternatives op het schap



Fondsnieuws legde zijn oor te luisteren bij de banken in Nederland: hoe denken zij over alternatieve beleggingen als hedgefondsen, infrastructuur en private equity? Past het in de portefeuille van particuliere klanten en zo ja, wat zijn de kansen en risico's? Zorgen maken de gatekeepers zich vooral over de transparantie en de liquiditeit van deze producten. Maar, als de voortekenen niet bedriegen, dan zal wet- en regelgeving voor de gewenste aanpassingen zorgen.

**PAGINA 10**



## Europese regeldrift treft hedgefondsen

Aan de Zuidas in Amsterdam verrijst een sector van hedgefondsen, dankzij steun van pensioenfondsen als ABP en Holland Financial Centre. Maar verscherpte Europese regelgeving dreigt de bloei in de knop te breken.

**PAGINA 13**

### EN VERDER

## Goudkoorts houdt aan

Twee Britse topspecialisten over de aanhoudende goudkoorts.

**PAGINA 16**

## Due diligence

Gevolg van de crisis: Aanbieder en product gaan onder de korenmaat.

**PAGINA 24**

### RUBRIEKEN

COLUMNS.....7,23  
INFOGRAPHIC.....25  
DISCUSSIE.....15

### FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP DAT ZICH RICHT OP GESTANDAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.

### COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ARTDIRECTOR ANTOINE HAMERS VORMGEVING EBRIEN BRINKMAN BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE BAS BENNEKER, JEROEN BOOGAARD, MICHEL VAN CRANENBURGH, WIM GROENEVELD, BEN JOHNSON, KRIS VAN HAMME, HUIB KOEL, CEES VAN LOTRINGEN, JOOST RAMAER, FREDERIK RUYTS, CORINA RUHE, MIRANDA SCHOUTSEN, SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL



# ALTERNATIEVE BELEGGINGEN

## WAPENS TEGEN DE VOLATILITEIT VAN DE MARKT

- Alternatives verbeteren risicorendementsprofiel van de portefeuille
- Producten bieden inflatiehedge, stabiel inkomen of absolute return

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

GOEDGELOVIGHEID IS NIET meer. De bijna-meltdown van het mondiale financiële systeem in het najaar van 2008 heeft daar een einde aan gemaakt. Beleggers zijn overspoeld door een hekgolf van slecht nieuws: megaverliezen op de portefeuille, een onverwacht hoge correlatie tussen assetclasses, absolute returnfondsen die werden afgesloten of geliquideerd en tot slot schandalen van epische omvang zoals het wereldwijde piramidespel van Bernard Madoff.

Met die voor sommigen traumatische ervaring, richten particuliere beleggers zich niet meer vooreerst op het hoogste rendement of de laagste prijs, maar op zekerheid en transparantie. Ze verlangen beleggingsstrategieën die een optimale diversificatie bieden: alternatieve beleggingen, zoals hedgefondsen, vastgoed, infrastructuur, private equity en grondstoffen kunnen aan die doelstelling bijdragen, omdat ze veelal niet zijn gecorreleerd met aandelen, zegt senior vermogensbeheerder Eelco Ubbels

van Petercam Bank. Hij is gespecialiseerd in tactische asset allocatie en heeft meerdere beleggingsmodellen ontwikkeld.

Alternatives zijn al populair onder institutionele beleggers, omdat ze behalve voor diversificatie ook bijdragen aan minder volatiliteit in de portefeuille. Zo zorgen vastgoed en infrastructuur voor een stabiele kasstroom, kunnen grondstoffenbeleggingen dienst doen als inflatiehedge en worden hedgefondsen gebruikt om onder alle omstandigheden een positief rendement te behalen.

Petercam Bank houdt bij de modelportefeuille voor een neutraal profiel een verdeling aan van 50 procent aandelen,

**'Bij dalende verwachtingen over aandelen, switchen we naar alternatives'**

40 procent obligaties en 10 procent alternaties. 'Het is een definitiekwesbie wat precies onder alternatieve beleggingen moet worden verstaan, maar voor ons zijn dat naast de classics ook convertibles en managed futures', zegt Ubbels. 'Als we lage verwachtingen hebben over aandelen, dan switchen we naar obligaties of alternatives.'

### Eclatante successen

Het zijn Amerikaanse universiteitsfondsen geweest die als eerste alternatieve beleggingen in de portefeuilles opnamen. Ze behalen daarmee eclatante successen. Sinds 1985 hebben ze de S&P 500-index overtroffen met gemiddeld 4 procent per jaar bij een lagere volatiliteit. Dat is te danken aan een brede diversificatie, waarbij vooral naar alternatieve beleggingen wordt gealloceerd. Het Yale-fonds van de zeer succesvolle manager David Swensen beperkt zich tot zes asset classes, waarbij de nadruk ligt op aandelen. Vitaal is daarbij volgens hem om de portefeuille regelmatig te 'herbalanceren'.

Het Yale-fonds ging in 2008 echter

pijnlijk onderuit doordat het volgens de critici een te groot deel van het vermogen in alternatieve beleggingen had gestoken. Deze beleggingen werden namelijk relatief zwaar getroffen door de - unieke - liquiditeitscrisis van dat moment: beleggers wilden massaal uitstappen, wat uit de aard van deze beleggingen slechts beperkt. Het gevolg waren voor de universiteitsfondsen zeer zware vermogensverliezen.

### Liquiditeitspremie

Volgens Tim Murphy, die verantwoordelijk is voor het fondsonderzoek bij Morningstar, is liquiditeit meteen ook het belangrijkste aandachtspunt waar retailbeleggers voor staan die in alternaties willen beleggen. Zo werden veel hedgefondsen in het najaar van 2008 afgesloten voor beleggers die wilden uitreden of zelfs geliquideerd, omdat de benodigde liquiditeit niet voor handen was. Ook andere alternatieve beleggingen, zoals private equity, werden met dergelijke problemen geconfronteerd. Volgens Murphy zijn alternatives dan ook zeer verschillend in risico, volatili-



## LEXICON

## WEGWIJS IN ALTERNATIVES

**Alternatives:** Beleggingsproducten waarvan het rendement niet één op één samenhangt met de koersontwikkelingen op traditionele obligatie- en aandelenmarkten. Alternative investments kunnen daarom het risicorendementsprofiel van een beleggingsportefeuille verbeteren.

**Hedgefondsen:** Het is een voorbeeld van alternatieve beleggingen, naast vastgoed, grondstoffen, infrastructuur en private equity. Er bestaan inmiddels meerdere hedgefondsstrategieën zoals long/short, global macro, Managed futures: een instrument om snel en efficiënt te handelen in het kader van een strategie. Er zijn twee typen: financiële futures en futures op grondstoffen. Daarmee kan worden geprofiteerd van ontwikkelingen in markten als graan, maïs, katoen en olie, maar ook kan worden ingespeeld op ontwikkelingen in valuta, rente en aandelenbeurzen.

**Volatiliteit:** de beweeglijkheid waarmee de aandelenmarkt beweegt. Daarnaast bestaat er ook de beweeglijkheid van een aandeel ten opzichte van de markt. De volatiliteit van een markt is nooit constant. Een hoge volatiliteit kan voor beleggers die gebruik maken van computermodellen zeer veel kansen bieden.

**Risico versus rendement:** Bij een afname van het risico wordt een lager rendement verkregen en vice versa.

**Standaarddeviatie:** Hiermee kan het risico in de portefeuille worden berekend. Het voordeel van het berekenen van de standaarddeviatie is dat met enige zekerheid kan worden aangegeven in welke bandbreedte het toekomstig rendement zich bevindt.

**Strategische asset allocatie:** Bepaling van de asset-mix op basis van lange termijn doelstellingen en verplichtingen, waarbij het optimum wordt gezocht tussen risico en rendement.

**Tactische asset allocatie:** Korte termijn asset allocatie, waarbij getracht wordt voordeel te behalen uit actuele rendementverwachting van beleggingscategorieën. De strategische asset allocatie geldt daarbij als uitgangspunt.

**Tegenpartij-risico:** De verplichtingen die de tegenpartij aangaat en moet voldoen bij een transactie. Bij de ondergang van Lehman Brothers en enkele hedgefondsen bleek dat deze risico's onvoldoende in kaart zijn gebracht.

teit en rendement en moet het gebruik ervan in de portefeuille afhankelijk worden gemaakt van de specifieke eisen en doelstellingen die de particuliere belegger heeft.

Het gebrek aan liquiditeit is hedgefondsmangers duur komen te staan: veel beleggers hebben hun geld teruggetrokken, wat talrijke fondsen tot liquidatie heeft gebracht. Onder druk van met name institutionele beleggers wordt nu een vlucht naar voren gemaakt: hedgefondsen willen de retailmarkt op en moeten daarvoor voldoen aan de zogenoemde Ucits III-regels, die specifieke eisen stelt aan liquiditeit, transparantie en governance. Dit houdt een liquiditeitspremie en aanvullende kosten in die het rendement op deze fondsen zouden kunnen drukken.

## Transparantie

De belofte dat hedgefondsen zowel bij stijgende als bij dalende markten een positief rendement behalen, maakt dat deze niche al weer veel van de schade heeft ingelopen. Hedgefondsen behaalden in 2009 de beste performance in tien jaar, stelt Credit Suisse/Tremont Hedge Index Review en het rendementsherstel is nooit sterker geweest dan in dat jaar. Alternatieve beleggingen trokken in de

## ‘Niet meer rendement, maar minder risico moet het doel van de belegger zijn’

loop van 2009 wereldwijd al weer 110 miljard dollar aan vers geld aan - een aanzienlijk deel daarvan kwam hedgefondsen ten goede, die een long/short of een marktneutrale strategie voeren.

De Amerikaanse universiteitsfondsen zijn doorgaans terughoudend met hedgefondsen. De reden is dat ze moeite hebben met de gebrekkige transparantie, de kosten te hoog vinden en niet overtuigd zijn dat het gemiddelde hedgefonds het duurzaam beter doet dan de markt.

Mebane Faber van Cambria Investment Management, die met zijn op diversificatie en markttiming gerichte beleggingsstrategie consequent outper-

formance behaalt, voert de zogenoemde Ivy Portfolio. In deze portefeuille zijn geen hedgefondsen en private equity opgenomen, mede omdat die voor particuliere beleggers relatief moeilijk te bemachtigen zijn.

Hij komt in zijn aanpak tot een asset allocatie van elk 20 procent, verdeelt over Amerikaanse aandelen, buitenlandse aandelen, obligaties en alternatives als grondstoffen en vastgoed. Met deze aanpak blijft de Ivy Portfolio ongeveer 4 procent achter bij de meer sophisticated universiteitsfondsen. De volatiliteit is daarentegen even laag. Faber denkt dat als er binnen het aandelensegment in de portefeuille meer small caps en waarde-aandelen worden toegevoegd het rendement met 100 tot 200 basispunten kan worden verhoogd.

Faber onderschrijft de opvatting dat strategische asset allocatie van doorslaggevende betekenis is voor het rendement in de portefeuille. Maar zeker zo belangrijk is volgens hem markttiming of tactische asset allocatie. ‘Dat is niet: ‘s ochtends opstaan, de krant lezen en denken “aandelen zijn vandaag goedkoop. Ik stap in”. Nee, het gaat erom dat je de structuur van de markt begrijpt en daar op inspeelt’, stelt Faber.

Binnen zijn allocatie naar de vijf bovengenoemde asset classes houdt hij een simpele stelregel aan: als de prijs op de laatste handelsdag van de maand boven het gemiddelde van tien maanden is dan koop je, als het er onder is dan verkoop je en stap je in cash. Volgens Faber verbetert deze aanpak de verhouding tussen risico en rendement en het absolute return. Het primaire doel moet volgens hem niet zijn om meer rendement te behalen, maar om het risico in de portefeuille te verminderen.

## Bestrijdt volatiliteit

Met deze aanpak kwam het model van Faber in 2008 tot de hoogste relatieve outperformance in 36 jaar. Weliswaar werd voor het eerst een negatief rendement gescoord, maar dat was niet meer dan 0,5 procent, tegen 30 procent voor de benchmark.

Het model vermindert de risico's en verlaagt de volatiliteit met een derde, zegt Faber. Daarmee komt hij tot het kernstuk van zijn model: bestrijding van de volatiliteit is de belangrijkste taak die beleggers zich moeten stellen. Want als je beleggingsportefeuille 75 procent in waarde



daalt, dan moet je een rendement maken van 300 procent om weer op het oude niveau terug te keren. Dat betekent dat je gedurende vijftien jaar een jaarlijkse rendement moet behalen van 10 procent, waarschuwt Faber. Dat rekensommetje maakt duidelijk hoe belangrijk diversificatie in de portefeuille is.

Juist daarom zijn alternatieve beleggingen zo interessant, zegt Antoine Gautier, global coordinator van BNP Paribas Investment Partners: ze bieden zekerheid in de vorm van een stabiele kasstroom, inflatiehedge of absolute return. Beleggers doen er volgens hem

goed aan om in de beleggingsportefeuille ten minste 10 tot 20 procent te alloceren naar alternatieve beleggingen. Dat dempt de neerwaartse risico's aanzienlijk, stelt Gautier.

Daar komt nog een overtuigend argument bij: aanbieders van alternatieve beleggingen hebben doorgaans een zeer emotionele opvatting over de assets waarin ze beleggen, in tegenstelling tot particuliere beleggers die vooral door hun emoties gedreven lijken te worden. ‘Uit ons onderzoek blijkt dat de volatiliteit het hoogst is, als de prijs juist onder het tienmaandsgemiddelde ligt. Dat

komt omdat mensen een ander deel van hun hersenen gebruiken als ze geld verliezen. Ze raken dan in paniek en vluchten, zoals je in de herfst van 2008 kon zien toen ze massaal verkochten en de volatiliteit explodeerde’, zegt Faber. Hij stelt dat beleggers die zijn model hadden gevolgd al lang voor de bijna-meltdown waren uitgestapt en in de herfst van 2008 juist alweer posities zouden hebben (bij)gekocht. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

## COLUMN

## ALTERNATIEF BELEGGEN MET AANDELEN



TEKST: MICHEL VAN CRANENBURGH

**B**ij alternatieve beleggingen wordt primair gedacht aan alles dat niet in de traditionele aandelen en obligatie categorieën valt. Maar een goed ‘alternatief’ voor aandelen is ook mogelijk middels beleggen in...javel...aandelen.

In het huidige macro-economische klimaat vol structurele problemen is bij velen de verwachting voor de komende 5 tot 10 jaar dat de aandelenmarkt zich per saldo op zijn best horizontaal zal ontwikkelen, met de nodige pieken en dalen onderweg. In feite is dit een voortzetting van de trend die we sinds 2000 hebben ingezet toen de lange bullmarkt van de jaren 80 en 90 ten einde kwam. Wie in 2000 in Europese aandelen is gestapt staat vandaag de dag ruim 30 procent in de min. Het is dus niet ondenkbaar dat ook de komende jaren de klassieke ‘long only’ belegger niet veel wijzer zal worden, althans als wijsheid in positieve performance wordt uitgedrukt.

Een alternatief voor het traditionele beleggen in aandelen is voorhanden middels de zogenoemde equity absolute return-aanpak die stoelt op de volgende 3 principes:

Ten eerste moet een fondsbeheerder een uitgesproken visie hebben in welke sectoren en aandelen men gaat investeren en – nog belangrijker- dit ook consequent implementeren. Het feit dat zo wellicht sterk wordt afgeweken van de vergelijkbare aandelenindex speelt geen rol; het betreft hier tenslotte een alternatieve aanpak. De vaardigheid om die sectoren en aandelen te kiezen die toekomstige groei opleveren, onderscheidt de goede fondsmanager van de rest.

Ten tweede moet een fonds genoeg flexibiliteit hebben om te kiezen tussen het vermogen te investeren dan wel een deel aan te houden in cash. Bij lage waarderingen kan

het geïnvesteerde deel worden verhoogd en als aandelen ‘duur’ zijn, dan kan andersom het cashgedeelte verhoogd worden.

Ten derde moet een fondsmanager die verwacht dat de markt neerwaarts is gericht ook de vrijheid hebben zich hiertegen te beschermen. Waar een klassiek aandelenfonds er prat op kan gaan iets minder te dalen dan de markt, moet de alternatieve aandelenbelegger de ‘rem’ erop kunnen zetten door middel van het shorten van de index. Hiermee kan de schade bij een dalende markt flink beperkt worden en tevens kan het volatiliteitsprofiel van een fonds worden verlaagd.

Mooi in theorie, maar hoe kan een belegger ervoor zorgen dat zijn fondsbeheerder de hem of haar verleende flexibiliteit ook daadwerkelijk benut? En hoe blijft een ander transparant, dat wil zeggen is de manager ook in staat helder uit te leggen wat er wel en niet wordt gedaan binnen het fonds?

Om hierop een antwoord te krijgen is het raadzaam te beleggen bij een doorgevoerde en –uiteraard- succesvolle absolute return manager. Een lange trackrecord is een goede indicator hoe een fondsmanager in de praktijk omgaat met de aan hem of haar verleende vrijheid. De aandelenmarkt van

## ‘Een fonds moet de flexibiliteit hebben om te kiezen tussen cash en beleggen’

de afgelopen 10 jaar geeft ons gelukkig een goede houvast. Veel kan worden afgeleid van de ingenomen posities van de fondsbeheerder in deze periodes; de sectoren en aandelen waar wel of juist niet voor werd gekozen alsook de mate van ‘protectie’ die de manager heeft toegepast in bepaalde marktsituaties.

Alternatief beleggen hoeft dus niet direct exotisch of buitenaards te zijn: Aandelen – mits origineel beheerd – kunnen wel degelijk een positieve bijdrage leveren aan iedere portefeuille. ■

MICHEL VAN CRANENBURGH IS LID VAN HET INVESTMENT COMITÉ VAN NEUFILIZE PRIVATE ASSETS, DOCHTERBEDRIJF VAN ABN AMRO.



# PASSIEF

vs.

# ACTIEF

“Met Indexbeleggen haalt iemand die niets van beleggen weet toch een goed rendement.”

Jacques Wintermans  
indexbeleggen.nl

Als we een groeiend aantal beleggers mogen geloven, is Indexbeleggen je van het. Indexbeleggen, ook wel passief beheerd beleggen genoemd, blinkt uit in eenvoud en rendement. Door simpelweg een index te volgen, de MSCI World Index bijvoorbeeld, is geen actief fondsbeheer nodig. Dat scheelt aanzienlijk in de kosten. En in uw tijd. Het lijkt dan ook ideaal voor iedereen die wel wil beleggen, maar minder kosten wil maken en niet uit is op het verslaan van de index.

Nu is niet iedere belegger hetzelfde. Een belegger die op zoek is naar meer spanning en flexibiliteit zal die eerder vinden in actief beheerde

“Bij beleggen in een index kun je alleen maar lijdzaam toezien op wat er gebeurt. Actief beheerd beleggen moet je leren, maar dan kun je ook wat.”

Bert van Arkel  
vanarkel.nl

fondsen dan in passief beheerde fondsen. Met het uiteindelijke doel om hogere rendementen te behalen.

De kwestie is dan ook: is Indexbeleggen iets voor u? Past het in uw profiel? Bij uw stijl van beleggen? Om hier antwoord op te krijgen, zet AEGON de argumenten voor u op een rij op [aegon.nl/indexbeleggen](http://aegon.nl/indexbeleggen). Mocht u sowieso al overtuigd zijn, dan kunt u natuurlijk al direct beginnen door een AEGON Beleggingsrekening te openen. Kijk op de website of vraag het uw adviseur.

**AEGON**

**Eerlijk over Indexbeleggen.**

De AEGON Beleggingsrekening is een product van AEGON Bank N.V. AEGON Bank N.V. is ingeschreven in het register dat de AFM en DNB aanhouden en statutair gevestigd te Utrecht, handelsregister 30100799. Let op: beleggen brengt risico's met zich mee. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

# PENSIOENBROOD

## GEZOCHT: BESCHERMING TEGEN INFLATIE

Pensioenfondsen beleggen ook in alternatieve beleggingen als muzikerechten, vanwege de stabiele kasstroom. APG-strateeg Ronald Wuijster legt uit hoe particuliere beleggers mee kunnen liften met deze trend in pensioenland.

TEKST: JOOST RAMAER

DE DOOD VAN zanger Michael Jackson bleek vorig jaar onverwacht pensioenbrood op te leveren voor Nederlandse ambtenaren. Bekende nummers als 'Dangerous' en 'Your Are Not Alone' werden ineens vaker gedraaid en verkocht. Dat was kassa voor Imagem Music Group, een investeringsfonds in muzikerechten dat ambtenarenpensioenfondsen ABP in 2008 in het leven riep. Meteen al in zijn eerste jaar haalde Imagem 8 procent rendement. In geld uitgedrukt is het schijntje op het totale beleggingsrendement van het ABP: 35 miljard euro in 2009, op een belegd vermogen van ruim 200 miljard. Slechts bescheiden percentages van dat geld zijn geïnvesteerd in alternatieven als vastgoed (7,5 procent), grondstoffen (2,8 procent), infrastructuur (1,2 procent), private equity (4,4 procent) – en nu dus ook muzikerechten (minder dan 1 procent). Maar in die hoek zoeken megabeleggers als ABP wel steeds vaker de kersjes op de taart.

### Meeliften

Kunnen particulieren met die trend meeliften? En zo ja, wordt hun dan extra spreiding en zekerheid geboden, bijvoorbeeld tegen inflatie? Dat hangt af van het soort alternatieve belegging, zegt Ronald Wuijster, hoofd Strategisch Portfolio Management bij APG, dat voor 240 miljard euro belegt voor pensioenfondsen als ABP. Infrastructuur biedt een goede inflatiedekking. Beleggen in tolwegen en -bruggen, energie- en communicatienetwerken levert stabiele inkomsten op die relatief ongevoelig zijn voor de grillen van de conjunctuur, dankzij de lange looptijd van de contracten – meestal tien tot twintig jaar. 'Het lijken wel obligaties', zegt Wuijster. Voor vastgoed geldt



BELEGGEN KAN IN FUTURES, MAAR OOK IN WIJNSTOKKEN OF LANDBOUWGROND. FOTO: ISTOCK

### 'Meeliften kan, mits de kern van de portefeuille liquide is belegd'

hetzelfde, maar in mindere mate. 'Een slechte economie dwingt de beheerders om de huren van vastgoed te stabiliseren, misschien zelfs te verlagen.'

### Toegankelijk

Een nadeel is dat particulieren in vastgoed, en zeker in infrastructuur, alleen indirect kunnen beleggen, via de managers van de panden, wegen en netwerken. Grondstoffen vormen een veel meer

ontwikkelde en verfijnde markt, en zijn daardoor beter toegankelijk. Wuijster: 'Je kunt kiezen voor futures, maar ook voor beleggen in landbouwgrond, wijnstokken of in de tanks en pakhuizen waarin olie, gas en granen worden opgeslagen, of de transportmiddelen waarmee ze worden vervoerd.' Verder bewegen grondstoffen zich vaak tegengesteld aan andere waarden: wanneer de beurskoersen dalen, stijgt doorgaans de prijs van goud. Daardoor bieden zij ook de particulier meer mogelijkheden tot risicospreiding. Maar het blijft oppassen geblazen, zegt Wuijster: 'De laatste jaren zijn financiële partijen grootschalig in grondstoffen gestapt. Gevolg is dat de markt gevoeliger is geworden.'

Private equity, investeren in het risicodragend kapitaal van niet-beursge-

noteerde bedrijven, is een andere optie. 'Het rendement is gemiddeld twee procentpunt hoger dan op gewone aandelen', zegt Wuijster. 'Maar dan moet je wel de beste managers selecteren.' Hoewel minder ontwikkeld dan grondstoffen, is ook deze markt indirect toegankelijk voor particulieren via gespecialiseerde over-the-counterfondsen.

Meeliften kan dus in de meeste alternatieven, mits de particulier zich heeft. 'Iedere verantwoorde portefeuille moet voor het grootste deel bestaan uit liquide beleggingen', stelt Wuijster. 'Dat geldt voor ons, en nog veel sterker voor particuliere beleggers.'

JOOST RAMAER IS JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# ANDERS LO(N)KT

## ALTERNATIVES OP SCHAP

*Banken staan positief tegenover alternatieve beleggingen als hedgefondsen, die de retailmarkt op willen. Maar de klant wordt gewaarschuwd voor de risicovolle verlokkingen van beperkte liquiditeit en transparantie.*

TEKST: CORINA RUHE

OOIT WAREN BELEGGINGEN in hedgefondsen, grondstoffen, private equity en onroerend goed het unieke domein van de wereld van het grote geld. Family offices, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zien deze 'alternatives' al jaren als beproefde methode om minder afhankelijk te zijn van de nukken van de aandelenbeurzen. Na de dotcomcrisis van 2001 en de kredietcrisis van 2008 hebben ook particuliere beleggers steeds meer behoefte zich in te dekken tegen heftige koersbewegingen.

Alternatieve beleggingen worden vaak gezien als een 'natural hedge' in een beleggingsportefeuille, ofwel een methode om meer spreiding aan te brengen in de inkomsten. Vermogensbeheerders spelen graag op deze behoefte in. Ingewikkelde financiële producten zoals hedgefondsen of converteerbare obligaties worden steeds vaker ook geschikt gemaakt voor particulieren. 'Vergelijk het met de Formule 1, zegt San Lie, directeur advies bij Insinger de Beaufort. 'Daar worden de nieuwe technieken ontwikkeld, die later worden toegepast in de gewone auto-industrie.'

Een andere ontwikkeling is dat particuliere beleggers tegenwoordig geen genoegen meer nemen met een rendement dat gerelateerd wordt aan een bepaalde benchmark. Door de opkomst van Exchange Traded Funds, ofwel indextrackers, verwachten beleggers meer van de fondsmanagers dan het verslaan

van een bepaalde index. Immers, via een tracker kan een belegger tegen veel lagere kosten een min of meer vergelijkbaar rendement behalen. Beleggers eisen daarom steeds vaker een 'absolute return' in plaats van een relatief resultaat ten opzichte van een index.

### Illiquide

Tegenwoordig behoren alternatieve beleggingen tot de standaarduitrusting van Nederlandse private bankers. Insinger de Beaufort, ING, ABN Amro, Van Lanschot Bankiers en MeesPierson hebben dit soort producten op de plank liggen voor particulieren. Ook voor portefeuilles tot zo'n 300.000 euro. Wat zij aanbieden zijn voornamelijk beleggingen in grondstoffen, vastgoed en hedgefondsen. Bij Van Lanschot wordt private equity alleen geadviseerd voor portefeuilles van meer dan 1 miljoen euro en bij voorkeur een veelvoud daarvan.

'Het nadeel van private equity is dat het zeer illiquide is', zegt Marc de Kloe, alternative investments manager bij ABN Amro Private Banking. 'In private equity zit een investering soms wel voor tien jaar vast.' Het gaat ook om grote bedragen met een minimum van 50.000 euro. Een belegger moet zo'n groot bedrag dus lang kunnen missen.

Grondstoffen worden door banken vaak als een aparte assetklasse beschouwd. Het vereist veel kennis van de grondstoffenmarkt en van bijvoorbeeld de landbouwindustrie. Investeren via futures op graan, suiker of varkensbuiken. Volgens de Kloe zijn directe



IN DE FORMULE 1 WORDEN NIEUWE TECHNIEKEN ONTWIKKELD, DIE LATER WORDEN TOEGEPAST IN GEWONE AUTO'S. DAT GEBEURT OOK MET INGEWIKKELDE FINANCIËLE PRODUCTEN ZALS HEDGEFONDSEN EN CONVERTEERBARE OBLIGATIES. FOTO:REUTERS

### 'Hedgefonds is als Formule 1: de techniek komt ooit naar de basis'

investeringen in commodityfutures zeer risicovol. 'Het neerwaartse risico is bijna onbeperkt. Als je 100 euro investeert, kun je veel meer dan 100 euro verliezen', zegt hij. Insinger de Beaufort beperkt zich bij beleggingen in grondstoffen op dit moment voornamelijk tot goud. Over commodities wordt niet overal hetzelfde gedacht. Hans Kempen, directeur Private Investments bij Van Lanschot: 'Wij zien grondstoffen als een vast onderdeel van de beleggingsportefeuille. Mits goed gespreid over de grondstoffenmarkten, verbetert het de risico-rendementsverhouding van portefeuilles.'

Ook beleggingen in vastgoed ver-

eisen een flinke expertise. Goede producten om direct in vastgoed te beleggen zijn beperkt voor portefeuilles vanaf 300.000 euro. Insinger de Beaufort biedt klanten de mogelijkheid om in vastgoed-cv's te beleggen. Maar ook dat zijn geen investeringen die snel liquide gemaakt kunnen worden. Veel private banks adviseren hun klanten daarom om in beursgenoteerde vastgoedfondsen te beleggen, zoals Corio, Wereldhave of Unibail Rodamco. 'Een nadeel is dat deze fondsen meebewegen met de aandelenmarkt en dus nauwelijks voor diversificatie zorgen', aldus Lie.

### Bescherming

De beste manier om alternatives op te nemen in een portefeuille is via hedgefondsen, zeggen private bankers. Ze zijn er in alle soorten en maten. Juist door de uiteenlopende strategieën zoals het short gaan, kunnen hedgefondsen een mooie bescherming bieden tegen sterke neergaande bewegingen op de aande-

lijker worden voor particuliere beleggers. Het nadeel is dat de beleggingsstrategie nogal wat beperkingen worden opgelegd. Zo is naked short selling alleen mogelijk als het risico is afgedekt met derivaten. Tegelijkertijd zijn er allerlei beperkingen aan het gebruik van derivaten. Ook wordt er een minimale eis gesteld aan de liquiditeit. Beleggers moeten op zijn minst twee keer per maand kunnen uitstappen. Daarnaast worden eisen gesteld aan de transparantie.

Niet ieder hedgefonds zal daarom staan te springen om een UCITS III-goedkeuring aan te vragen. Veel fondsen moeten het juist hebben van hun specifieke inzichten in bepaalde producten, aandelen of markten en willen dat niet graag prijsgeven. Volgens Lie van Insinger de Beaufort kan de grotere liquiditeit van dit soort fondsen ook een nadeel zijn. 'In een dalende markt zullen beleggers deze producten juist snel verkopen. Hedgefondsen vervullen dan niet meer hun rol als natuurlijke beschermer maar reageren juist sterker dan de markt.'

Wat betreft transparantie en liquiditeit zijn hedgefondsen niet vergelijkbaar met gewone aandelenfondsen. 'We attenderen onze klanten altijd op de risico's van alternatives', zegt Hans Kempen van Van Lanschot. Een belegger kan niet op elk moment uitstappen en het is voor de beleggende klant niet op ieder moment duidelijk waar hij exact in belegt. Dat is niet voor iedereen acceptabel.

### Tovermiddel

Zijn alternatives werkelijk het tovermiddel tegen financiële crises? 'Nee', zegt Bob Homan, hoofd ING Investment Office. 'Correlaties met en tussen deze categorieën zijn vaak laag, maar zeker in sterk dalende markten niet negatief. In 2008 gingen alle alternatieve categorieën fors naar beneden.' Hedgefondsen hebben in een portefeuille vooral een rol vanwege de dempende werking. Private bankers adviseren beleggers dan ook bijna altijd om een deel van hun beleggingen in hedgefondsen of andere alternatives te steken. Afhankelijk van de 'risk appetite' adviseren private bankers om 10 tot 20 procent van de portefeuille in alternatives en dan met name in hedgefondsen te beleggen. Want vooral in een neergaande markt bewijzen ze hun diensten. Gemiddeld zijn de indices van hedgefondsen in 2008 met 25 procent gedaald. Aandelen verloren 40 procent van hun waarde. ■

CORINA RUHE IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

	helemaal oneens	oneens/niet	neutraal	eens/wel	helemaal eens	geen keuze
Vastgoed				75	25	
Infrastructuur				42	42	16
Grondstoffen				92		8
Hedgefondsen				58	42	
Private equity				42	50	8

*Van welke "alternatives" maak je in de dagelijkse praktijk gebruik?*

*Mijn klanten hebben in toenemende mate interesse in "alternatives".*

*"Alternatives" zijn onvoldoende transparant.*

*"Alternatives" zijn onvoldoende beschikbaar voor particuliere beleggers.*

*Ik maak gebruik van "alternatives" vanwege het ongecorrleerde karakter en om risico te managen.*

## ADVISEURSPANEL

*Het Fondsnieuws Adviseurspanel, bestaande uit relatiemanagers en beleggingsadviseurs, richt zijn vizier op de relatief onbekende wereld van alternatives.*

HET ADVISEURSPANEL maakt, blijkens de opgegeven antwoorden, vooral gebruik van alternatieve beleggingen om het risico te managen en om alpha te behalen. Daarbij wordt van vastgoed en hedgefondsen het meeste gebruik gemaakt. De mogelijkheid om met alternatives inkomen te genereren, zoals met infrastructuur kan, wordt amper benut. In grote lijnen blijkt uit de reactie van de adviseurs op de peiling dat klanten maar beperkte kennis

hebben van alternatieve beleggingen en dat de interesse voor dit type ook nog beperkt is. Dat leidt al snel tot een kip-en-ei discussie: is er geen kennis of is er geen interesse? Relatiemanagers en beleggingsadviseurs, die deel willen nemen aan het Fondsnieuws Adviseurspanel, kunnen zich aanmelden via de netwerkgroep Dutch Investment Management Professionals (DIMP) op LinkedIn of zij kunnen een mail sturen naar info@fondsnieuws.nl.



## Unieke toegang tot legendarische beleggingsfondsen

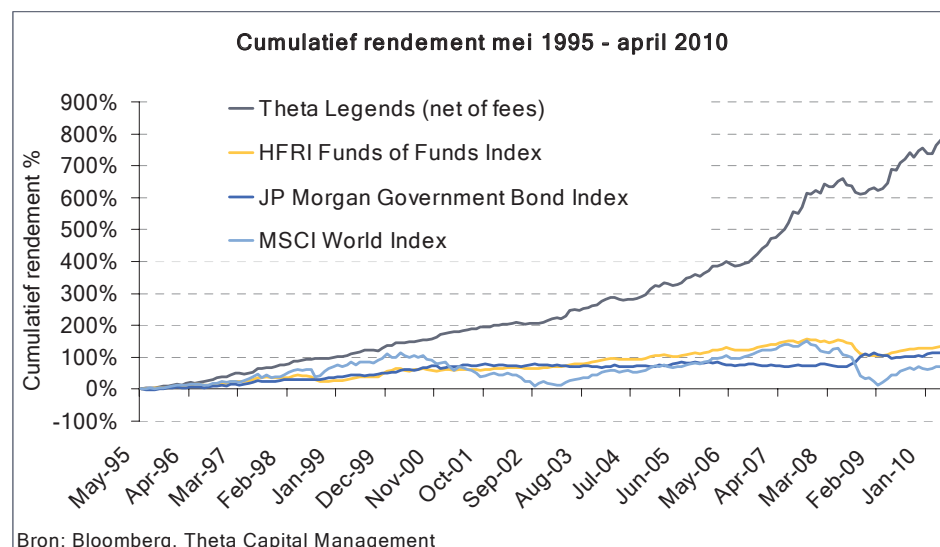


Volgens Theta Capital Management is de hedge fund industrie de afgelopen jaren verder volwassen geworden. Belangrijk selectie criterium voor een fondsbeheerder is dan ook zijn vermogen zich aan te passen aan veranderende marktomstandigheden. Theta Legends Fund geeft toegang tot enkele van deze succesvolle fondsen.

De hedge fund industrie heeft de lessen van 2008 serieus genomen en is in de afgelopen jaren verder volwassen geworden. Hedge fund managers komen in toenemende mate tegemoet aan de behoefte aan transparantie, toezicht, liquiditeit en een sterk risicobeheer. Tegelijkertijd vallen beleggers terug op oude waarden bij het beoordelen van fondsbeheerders: een heldere beleggingsfilosofie, kwaliteit en integriteit van het beleggingsteam en een sterke organisatie. Misschien wel het belangrijkste criterium voor een goede fondsbeheerder: een bewezen vermogen om zich aan te passen aan marktomstandigheden tijdens "boom" en "bust".

Theta Legends Fund biedt toegang tot hedge funds met grote reputatie. Theta Legends Fund belegt wereldwijd in een zeer selecte groep alternatieve beleggingsfondsen die gedurende minimaal 15 jaar hebben bewezen onder verschillende marktomstandigheden een aantrekkelijk rendement te kunnen genereren. Dergelijke fondsen zijn meestal niet direct toegankelijk voor particuliere beleggers vanwege een hoog minimaal investeringsbedrag (dikwijls EUR 10 miljoen). Ook waren vele jarenlang gesloten voor nieuwe beleggers, maar het uitgebreide netwerk van hedge fund relaties van Theta biedt nu toegang tot een aantal van deze fondsen. Theta is reeds jaren belegd in de meeste fondsen in het Theta Legends Fund.

**Aantrekkelijk rendement in verschillende marktsituaties**  
De geselecteerde fondsen gebruiken geavanceerde beleggingsstrategieën om te profiteren van stijgende en dalende markten.



Bron: Bloomberg, Theta Capital Management

Het succes van deze strategieën heeft zich bewezen in de meest recente financiële crisis van 2008, maar ook tijdens de recessie van 2001-2002 en de crash van 1998. Door een optimale spreiding van long/short posities in regio's, markten, beleggingsinstrumenten en strategieën, kan Theta Legends Fund het neerwaartse risico in moeilijke periodes voor aandelen aanzienlijk beperken. Het beperken van tussentijdse verliezen leidt op lange termijn tot een aanzienlijk hoger rendement.

De grafiek hierboven laat zien dat het gemiddelde rendement van de onderliggende fondsen van Theta Legends Fund sinds 1995 fors hoger was dan dat op aandelen en bovendien met een aanzienlijk lagere volatiliteit.

**Toegevoegde waarde in een traditionele beleggingsportefeuille**  
Door het combineren van "gewone" beleggingen als aandelen en obligaties met een alternatieve beleggingsstrategie zoals Theta Legends

Fund, worden spreidingsvoordelen behaald dankzij een consistent lage correlatie met de rest van de portefeuille. Dit geeft naast stabilisatie van rendement een vermindering van het neerwaartse risico.

Voor meer informatie over het Theta Legends Fund of de andere fondsen van Theta kunt u contact opnemen met Theta Capital Management, [ir@thetacapital.com](mailto:ir@thetacapital.com) of 020 5722 733 of onze website bezoeken: [www.thetacapital.com](http://www.thetacapital.com).

### Kenmerken Theta Legends Fund

<b>Structuur</b>	Open-end beleggingsfonds, geregistreerd bij AFM
<b>Categorie</b>	Fund of hedge funds
<b>Beleggingsstijlen</b>	Global Macro, Long/Short Equity, Event-Driven
<b>Doelrendement</b>	10% per jaar
<b>Lancering</b>	1 februari 2010
<b>Toe- en uitreding</b>	Maandelijks; dagelijkse verhandelbaarheid via Euronext Amsterdam in voorbereiding
<b>Minimale investering</b>	EUR 10.000
<b>Management fee</b>	0.5% per jaar
<b>Performance fee</b>	5% per jaar boven een drempelrendement van Euribor + 2%

\* Bron: Bloomberg, Theta Capital Management. Het fictieve rendement van de Theta Legends fondsen is berekend in USD, gebruik makend van gelijke gewichten voor de zeven onderliggende fondsen in de startportefeuille van Theta Legends Fund, en na aftrek van een jaarlijkse management fee van 1% en een performance fee van 5% boven een drempelrendement van Euribor+2%. Fund of hedge funds: HFRI Fund of Funds Index. Aandelen: MSCI World Index. Obligaties: JPMorgan Global Bond Index. De waarde van uw belegging kan fluctueren. De gepresenteerde rendementen betreffen fictieve resultaten tot en met januari 2010, daarna werkelijk behaalde resultaten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Voor dit product is een Financiële Bijluter opgesteld, welke is te vinden op [www.thetacapital.com](http://www.thetacapital.com).

# VRIJE JONGEN MOET AAN DE KETTING

## BRUSSEL TREFT HEDGEFONDS

Nederland kent een aantal beginnende hedgefondsen, maar Europese regelgeving dreigt dergelijke initiatieven het leven moeilijk te maken.

TEKST: BAS BENNEKER

NEDERLAND PROBEERT ZICH internationaal te profileren als vestigingsplaats voor hedgefondsen. Aan de Amsterdamse Zuidas zou een volwaardige hedgefondsenindustrie moeten verrijzen. Het moment is goed, want deze fondsen zijn weer in trek bij beleggers, die dekking zoeken in een volatiele en onvoorspelbare markt. Toch weten Nederlandse partijen daar maar moeizaam van te profiteren. Toenemende regelgeving vanuit de EU spelen de Nederlandse hedgefondsen parten. Op een enkeling na zijn ze relatief bescheiden qua omvang en dat is dodelijk in de huidige markt. Want hoewel beleggers weer massaal op zoek zijn naar rendement in deze categorie, willen ze ook zekerheid. Daarom kijken ze in de eerste plaats naar de allergrootste fondsen, met een lang track record.

### Big is beautiful

Ook aanbieders zijn voorzichtig met kleinere fondsen. Daar komt bij dat de Ucits-richtlijnen van de Europese Unie steeds populairder worden. Rond de 72 procent van de circa 5 biljoen euro in het vermogen dat hedgefondsen onder beheer hebben, zit in fondsen die voldoen aan Ucits. Dat bevoordeelt grote hedgefondsen, want de eisen met betrekking tot risicobeheer, transparantie,

en rapportage vreten aan het rendement. 'Voor kleinere fondsen is het vrij kansloos nu,' zegt Dennis Hatendoer van Othello Capital, die in betere tijden ook hedgefondsen selecteerde voor klanten. 'Ucits heeft de hele markt verpest. Nu geldt vooral big is beautiful.'

Hedgefondsen staan bij het grote publiek – inclusief veel politici – bekend als riskante investeringsvehikels die bedrijven, landen, valuta en, als het mis gaat, hun beleggers kapot kunnen speculeren, liefst met een zo groot mogelijke hefboom. Maar een eigenschap van veel van deze fondsen is dat ze streven naar rendement ongeacht de richting van de markten. Nu die heftige en onvoorspelbare bewegingen vertonen en de rente laag blijft, zien hedgefondsen er ineens weer uit als veilige havens voor kapitaal dat snakt naar rendement onder alle marktomstandigheden.

'Ik ken genoeg hedgefondsen die uitermate speculatief zijn, maar dat geldt ook voor reguliere beleggingsfondsen', zegt Wouter ten Brinke, analist bij het Nederlandse Theta Capital dat verschillende fondsen van hedgefondsen beheert voor professionele beleggers. Ten Brinke selecteert per portefeuille hedgefondsen met verschillende risicoprofielen. Het is een direct en persoonlijk proces, waarbij de verhouding met de fondsmanager centraal staat. 'We hebben een bottom-up benadering, want naar schatting 80



DE AMSTERDAMSE ZUIDAS  
FOTO: HOLLANDE HOOGTE/  
MERLIN DALEMAN

## 'Een goed hedgefonds heeft een onafhankelijke geest nodig'

procent van het rendement is afhankelijk van de man aan de knoppen', aldus Ten Brinke. 'Een goede hedgefondsmanager is in de eerste plaats een onafhankelijke geest. Belangrijk, want dan is zijn fonds niet gecorreleerd met andere fondsen in dezelfde portefeuille. Verder kijken we naar kwaliteit en integriteit van het

team, en natuurlijk naar de beleggingsstrategie: die moet in de eerste plaats goed te begrijpen en uit te leggen zijn.'

### Long-short strategie

De focus op de fondsmanager is logisch, omdat de strategieën van hedgefondsen vaak direct voortkomen uit de ideeën en visies van hun managers. Bij Tethys Capital, een beginnend hedgefonds dat na een jaar proefdraaien vanaf juli de markt op gaat, probeert kapitaalmarktveteraan Thijs Jochems langdurige, historische bewegingen en economische ontwikkelingen om te zetten in een rendabele long-short strategie.

Jochems: 'Veel opkomende markten, zoals China, zijn toe aan de volgende



## Beleg eenvoudig en veilig in goud met de **Fysiek Goud Tracker**

### Kenmerken Fysiek Goud Tracker:

- Volgt na aftrek van beheerskosten één-op-één de koers van de **goudprijs**.
- De beheerskosten zijn **0,29%** op jaarbasis.
- **Zekerheidstelling** d.m.v. goudstaven opgeslagen in de kluis.
- Uitgevende instelling is **Standard Commodities Limited**. U loopt geen kredietrisico op RBS.
- **Beursgenoteerd** op Euronext Amsterdam, ISIN: DE000A1EDJ96.

Ga naar [www.rbs.nl/markets](http://www.rbs.nl/markets) of bel **0900-MARKETS** (0900-6275387; lokaal tarief) voor de brochure en het prospectus.



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

© The Royal Bank of Scotland plc. Alle rechten, behalve indien expliciet toegekend, worden voorbehouden. Reproductie in welke vorm dan ook van dit document is zonder voorafgaande schriftelijke toestemming verboden tenzij voor persoonlijk gebruik.

### VERVOLG VAN PAGINA 13

stap: naar hogere lonen en hoogwaardiger productie. Dat zal eerst leiden tot meer zware, kapitaalintensieve industrie, met name de productie van kapitaalgoederen. Met wie gaan ze dan concurreren? Nou, bijvoorbeeld met Duitse producenten van auto's en machines. Die krijgen het dus moeilijk, en daar spelen wij op in.'

Dennis Hatenoer van Othello Capital geeft beginnende hedgefondsen als Tethys weinig kans. 'Ik heb de afgelopen tijd heel veel goede Nederlandse hedgefondsen ten onder zien gaan. Ondanks het feit dat alternatives echt booming zijn op dit moment. Maar iedereen kruipt bij elkaar in grote, bekende fondsen met een goed track record, van grote spelers als JP Morgan en BlackRock. In Nederland heeft eigenlijk alleen Robeco's TransTrend genoeg kapitaal om mee te kunnen. De rest heeft het heel moeilijk. Institutionele beleggers zijn voorzichtig. Er is een run op Ucits III en zelfs al op Ucits IV, de opvolger die vanaf 2011 geldt. Maar kleinere fondsen kunnen niet voldoen aan die eisen zonder hele hoge kosten te maken.'

### Zwaard van Damocles

Recent onderzoek van KPMG bevestigt het beeld dat Hatenoer schetst: startende hedgefondsen hebben het moeilijk, mede door toenemende regulering. Al zijn er ook in Nederland uitzonderingen. Zo heeft Aethra Asset Management, een door mensen van ABN Amro opgezet hedgefonds, onlangs het Britse Natixis als aandeelhouder aangetrokken om daarmee een beursgang mogelijk te maken. Dat is het eerste op de beurs verhandelde hedgefonds uit Nederland.

Intussen hangen plannen voor verregaande regulering als een zwaard van Damocles boven de hedgefondsenindustrie. Inmiddels liggen er twee verschillende voorstellen van de Europese Commissie en het Europees Parlement. Veel hedgefondsmanagers verwachten hoe dan ook 'een wettelijk gedrocht' van verregaande protectionistische maatregelen onder het mom van regulering. Natuur-

**'Op alles wat geen retail is, bestaat totaal geen toezicht'**

lijk kunnen de richtlijnen 'vluchtende' hedgefondsen naar Nederland lokken. Maar hedgefondsmanagers zitten niet te wachten op een dergelijk concurrentievoordeel.

'Ze moeten hierheen komen omdat wij ze een meerwaarde te bieden hebben, niet omdat ze elders moeten vertrekken onder druk van regelgeving,' stelt Mark Baak van Finles Capital Management, dat een tracker beheert voor Nederlandse hedgefondsen.

Sinds een paar jaar probeert Nederland actief buitenlandse hedgefondsen naar Nederland te lokken. Daartoe begon pensioenreus ABP in 2008 het project IMQubator, dat 250 miljoen euro heeft om buitenlandse hedgefondsen naar Nederland te krijgen.

### Light regime

Ook de ceo van IMQubator, Jeroen Tielman, verwacht dat strengere regulering meer fondsen naar Europa zal trekken. Maar volgens hem is het de vraag of Nederland voldoende gunstig geïmponeerd is om dat te doen. 'Nederland moet echt gaan bijshakelen binnen Europa. De structuren en opzet van het toezicht in Ierland en Luxemburg zijn veel breder bekend bij internationale beleggers. Deels hebben we onze structuren zodanig aangepast dat ze ook aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers, maar de bekendheid daarmee is onvoldoende. Dat moeten we veel beter over het voetlicht brengen.'

Ucits is in eerste instantie gericht op de retailbelegger. 'Maar op alles wat niet retail is, bestaat totaal geen toezicht', aldus Tielman, 'en dat is toch een eis voor veel institutionele beleggers van buiten Nederland. Een voorstel voor een dergelijk "light regime" voor zulke partijen is in de Tweede Kamer inmiddels controversieel verklaard, en daarmee verliezen we nu kostbare tijd.'

Tielman: 'Met IMQubator zijn we recent tegen twee voorbeelden aangelopen van buitenlandse fondsen die zich in Nederland willen vestigen en dat niet doen vanwege de onzekerheid over het toezicht. Dan kun je met een zogenaamde truc zorgen dat zulk toezicht er toch is, door ze een quasi retail structuur aan te bieden, maar dat is natuurlijk niet de bedoeling. Door helemaal geen toezicht te bieden op fondsen voor professionele beleggers jaagt je grote buitenlandse partijen weg.'

BAS BENNEKER IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

### DISCUSSIE

## 'FUND OF HEDGEFONDS VOOR RETAILBELEGERS'



**E**en fund of hedgefonds leent zich het beste voor retailbeleggers, omdat de verantwoordelijkheid voor due diligence en risicomanagement dan bij professionele partijen komt te liggen. Tot die conclusie kwamen deelnemers aan het debat dat plaatsvond tijdens het Hedgefonds Seminar 2010, dat Fondsnieuws voor professionele beleggers heeft georganiseerd.

Zowel vertegenwoordigers van Lombard Odier en Kempen Capital Management als van AXA Investment Partners deelden de opvatting van Daan Potjer van Aethra Asset Management dat de kennis en ervaring van veel retailbeleggers onvoldoende is om direct in individuele hedgefondsen te beleggen. Potjer hield zijn gehoor in een toespraak voor dat hedgefondsen en traditionele beleggingsfondsen op een aantal punten naar elkaar toegroeien, vooral nu de laatste steeds vaker onder druk van institutionele beleggers en van banken een UCITS III-registratie aanvragen. Dit Europese paspoort, waarvan door klassieke beleggingsfondsen veelvuldig gebruik wordt gemaakt, stelt hoge eisen aan transparantie en liquiditeit en houdt een beperking in van de toegestane leverage. Tegelijkertijd nemen de traditionele long-onlyfondsen, die al onder UCITS vallen, steeds meer de karakteristieken en strategieën van hedgefondsen aan. Voorbeelden daarvan zijn long/short en overlaystrategieën. Maar niet alle typen hedgefondsen zijn geschikt voor retailbeleggers. Eisen aan liquiditeit en transparantie zullen veelal ten koste gaan van het rendement, aldus Potjer, zodat hedgefondsmanagers scherp moeten kiezen hoe zij zich willen positioneren.

Volgens Aarnout Snouck, productspecialist hedgefondsen van AXA Investment Managers, werkt de industrie sinds de kredietcrisis van 2008 hard om aan de negatieve beeldvorming te ontkomen. Er wordt vooral meer gedaan aan transparantie en liquiditeit, terwijl ook de beheer- en performance-inkomsten ter discussie zijn komen te staan. Volgens Michiel Meeuwissen, port-

foliomanager van fund of hedgefonds bij Kempen Capital Management, is de industrie, gemeten naar beheerd vermogen, terug op het niveau van voor de crisis. Maar het zijn volgens hem vooral de grote hedgefondsen die nu marktaandeel weten te her- of veroveren. Verder valt op dat fund of hedgefonds nog niet echt hebben weten te profiteren van de nieuwe instroom. 'Dat komt omdat in 2008 bleek dat de due diligence te wensen overliet en dat wordt vooral fund of hedgefonds aangerekend', aldus Meeuwissen.

De aanwezigen op het Hedgefonds Seminar waren van mening dat de toekomst voor hedgefondsen er goed uitziet, omdat de markt sinds 2008 niet meer gelooft in benchmark-beleggen en een absolute return-aanpak wenst.

André Muijlwijk, salesmanager bij Lombard Odier, denkt dat hedgefondsen zich in de assetallocatie laten inpassen. Zeker als dat

## 'Niet alle typen hedgefondsen zijn geschikt voor retailbeleggers'

gebeurt op een wijze waarop voor de kern van de portefeuille een bèta-benadering en daaromheen, met alternatieve beleggingen zoals hedgefondsen, alpha wordt nagestreefd.

Na afloop van het debat was er twijfel of banken hedgefondsen zullen weten in te passen in de assetallocatie van de particuliere belegger. De garantie van liquiditeit kan in bijzondere omstandigheden niet waargemaakt worden, wat het lastig maakt om dergelijke fondsen aan klanten te verkopen. Ook zullen de banken nog overtuigd moeten worden van de toegevoegde waarde van absolute returnbeleggen. Gezien de toevloed van fondsen op de Nederlandse markt, lijkt dat echter een kwestie van tijd.



# GOUDDDELVERS

EVY HAMBRO

*Niet alleen conjuncturele, maar ook structurele ontwikkelingen rechtvaardigen een sterk stijgende goudprijs, stelt Evy Hambro, fondsmanager van BlackRock.*

INTERVIEW: REDACTIE FONDSNIEUWS

'EEN PRIJSDOEL GEEF ik niet af, maar als we naar de fundamentele ontwikkelingen kijken dan kan de goudprijs nog jaren stijgen. Waarom? Omdat de productie in 2001 een piek heeft bereikt. Toen was de goudprijs 250 dollar, nu is deze verviervoudigd, maar een toename van de productie zien we nog altijd niet. Meerdere grote mijnen zijn aan het einde van hun levensfase, terwijl we ook weinig nieuwe projecten zien.

Tegelijkertijd neemt in China en andere, snel groeiende economieën de vraag naar goud toe. Deels is dat omdat in deze landen goud een uitdrukking is van succes en status en dat voor de opkomende, rijkere middenklasse toenemende betekenis heeft. Deels speelt mee dat in deze landen goudvoorraden worden opgebouwd als een reserve voor de eigen valuta. Tot 2009 verkochten IMF en centrale banken een deel van hun voorraden. In dat jaar zijn ze daar op teruggekomen. Dat houdt een belangrijke strategische beleidsverandering in, die op een positieve wijze zal bijdragen aan de vraag naar goud.

Op dit moment wordt de ontwikkeling van de goudprijs vooral bepaald door vrees over de onzekere economische omstandigheden. Van recente datum is de Europese schuldencrisis, waardoor de euro onder druk staat en



**'Goud is gewild vanwege de druk op Westerse valuta als de euro'**

gevreest wordt voor de invloed die dat kan hebben op het economisch herstel. Beleggers vrezen dat de doorgevoerde stimuleringsmaatregelen tot fiscale verkrapting en inflatie zullen leiden.

Historisch gezien is het zo dat er een tegengestelde correlatie bestaat tussen dollar en goud – als de een stijgt, daalt de ander en vice versa. Nu is die inverse correlatie voor het eerst sinds een aantal jaren gebroken. Maar dat zegt niks over de kracht van de Amerikaanse economie, maar geeft vooral de devaluatie-

druk weer op Westerse munten als euro en pond. Het onderstreept dat goud op dit moment als een veilige haven wordt beschouwd.

Op de korte termijn kan de goudprijs dalen, omdat er voor beleggers reden kan zijn om winst te nemen. Maar voor de komende drie tot vijf jaar zijn er voldoende positieve fundamentele factoren die als katalysator kunnen dienen voor een verdere stijging.

Dat geldt zeker ook voor beleggers die rechtstreeks in mijnbouwbedrijven investeren, zoals wij doen. De beta verbetert, omdat we uit historische data weten dat het aandeel van mijnbouwbedrijven met 3 dollar stijgt voor elke dollar dat de goudprijs toeneemt. Tegelijkertijd nemen de productiekosten voor het delven van edelmetalen als goud niet meer exponentieel toe. Dat duidt erop dat we ons kunnen opmaken voor een periode waarin de winstgevendheid sterk zal stijgen van de bedrijven waarin we beleggen.'

EVY HAMBRO IS FONDSMANAGER VAN HET BLACKROCK WORLD GOLD FUND.



FOTO: GETTY IMAGES

NICK MOORE

*Nu zelfs de agnosten overwegen goud in de portefeuille op te nemen, kan de prijs stijgen tot 2300 dollar per ounce, betoogt Nick Moore, grondstoffenstrateeg van RBS.*

INTERVIEW: REDACTIE FONDSNIEUWS

'GOUD MOET JE "daten", je moet er als belegger niet mee trouwen. Dat geldt trouwens voor alle grondstoffen. Het is een zeer cyclische assetclass. Je moet goud niet kopen en houden, je moet er mee handelen. Dat neemt niet weg dat je er goed aan doet grondstoffen in je asset allocatie op te nemen. Wij denken aan een exposure van 3 tot 8 procent, een deel daarvan moet je toewijzen aan goud. Waarom goud? Omdat het op dit moment een stabiel alternatief is voor cash. Maar de belangrijkste reden op dit moment voor beleggers om goud in de portefeuille op te nemen, is dat het dient als een veilige haven. Beleggers zijn op dit moment bezorgd over de wereldeconomie. Ze sluiten een double-dip niet uit. Ze vrezen door de opgebouwde schulden, voor een wereldwijde devaluatie van munten en zoeken bescherming.

China heeft de wereldeconomie weliswaar geweldig gesteund, maar daar kan het niet eindeloos mee doorgaan. De economie koelt er af, terwijl Europa nu het krabbend anker van de wereldeconomie is. De Unie is verenigd



**'Goud is op dit moment de spreekwoordelijke kanarie in de mijn'**

door de verschillen. Terwijl in China het inflatiegevaar speelt, bestaat door de aanstaande bezuinigingsmaatregelen in Europa het gevaar van deflatie.

Het feit dat zowel de dollar als het goud stijgt, wijst erop dat we in een uitzonderlijke situatie verkeren. Goud is de spreekwoordelijke kanarie in de mijn. Het is de parameter voor het vertrouwen. Het feit dat de prijs onafgebroken stijgt, wijst op de grote wereldwijde onzekerheid die er nu is.

De aanhoudende prijsstijging maakt

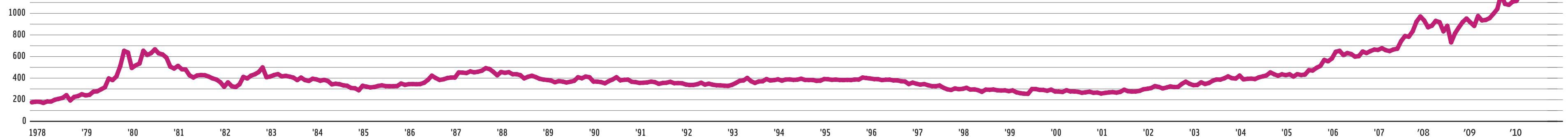
dat zelfs de goudagnosten, die jarenlang van een barbaarse rally spraken, beginnen te twifelen en overwegen of ze geen goud in hun portfolio moeten opnemen. Is dat een bewijs voor het begin van een bubbel? Nee, dat geloof ik niet – althans nog niet. Als de prijs in de richting van de 2.000 dollar per troy ounce komt, dan zou je dat kunnen zeggen. Maar op dit moment is er eerder sprake van een fair value. Het is niet uitgesloten dat de prijs stijgt naar 2300 dollar per ounce. Dat is, afgezet tegen de geldontwaarding, het hedendaagse equivalent van de piek die goud in 1980 bereikte.

Voor beleggers die nu willen instappen, is de prijs erg hoog – zeker in euro of pond sterling. Beter is het om te wachten totdat de prijs ongeveer 1100 dollar bedraagt. Dat is een goed instapmoment. Wij sluiten niet uit dat een prijsdaling van meer dan 10 procent deze zomer plaatsvindt. De reden zou kunnen zijn dat de wereldeconomie weer overtuigend aantrekt en dat de risk appetite toeneemt. Ook kan het zijn dat de rente stijgt waardoor beleggers de 'safe havens' van goud en andere edelmetalen verlaten. Maar dit najaar kan de aanzet worden gedaan voor een nieuwe duurzame rally. Dat kan worden uitgelokt door het bruiloftseizoen in India in september of de viering van het Nieuwjaar in China.'

NICK 'METAL' MOORE IS HOOFD GRONDSTOFFEN-STRATEGIE VAN DE ROYAL BANK OF SCOTLAND.

GOUDPRIJS IN DOLLARS PER TROY OUNCE (31,1 GRAM), LONDEN 1978 T/M MEI 2010

1200







# Rise and shine

Het klimaat is onstuimig. Fondsbeleggen blijft dan ook opletten. Dat vraagt om een vermogensbeheerder die opstaat. Iemand met een wakkere blik.

Uw ambities staan altijd centraal in onze dienstverlening. Kijk voor actuele analyses en updates van onze fondsbeheerders op [www.kempenwebcast.nl](http://www.kempenwebcast.nl).

Kempen Capital Management is een actieve asset manager met een focus op vastgoed, smallcaps, hoogdividend aandelen, fixed income en alternatives.



KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT

## VOER VOOR MORGEN

De markt voor soft commodities groeit structureel harder dan de wereldeconomie, stelt Rabo-CIO Han Dieperink.

TEKST: WIM GROENEVELD

LANDBOUW WAS LANG een ondergeschoven kindje in de beleggingswereld. Historisch gezien wordt er structureel weinig in belegd. Met de toenemende energie- en voedselprijzen van een wereldbevolking die in 2050 9 miljard mensen kan omvatten, zijn agrarische grondstoffen – de zogeheten ‘soft commodities’ – strategisch gezien een interessante asset class.

‘De bevolkingsgroei en de vraag naar biobrandstoffen hebben de komende jaren een positieve impact op de markt voor landbouwproducten’, zegt Han Dieperink, chief investment officer van Rabobank Private Banking. Dat geldt ook voor de opkomst van de middenklasse en de toename van de welvaart in de opkomende markten, zoals China. ‘Er is een sterke samenhang tussen de stijging van inkomens en de consumptie van vlees, gevogelte en zuivelproducten.’

Voor een dieet met vlees is zevenmaal zoveel landbouwgrond nodig als voor een dieet met granen. Die grond is niet onbeperkt aanwezig. In belangrijke agrarische gebieden, zoals de VS, Australië en China, is er sprake van afnemende landbouwgronden door toenemende verstedelijking en verdroging.

Weliswaar zakten de prijzen van soft commodities halverwege 2008 in,

**‘Er is een sterke samenhang tussen groei inkomen en groei consumptie’**

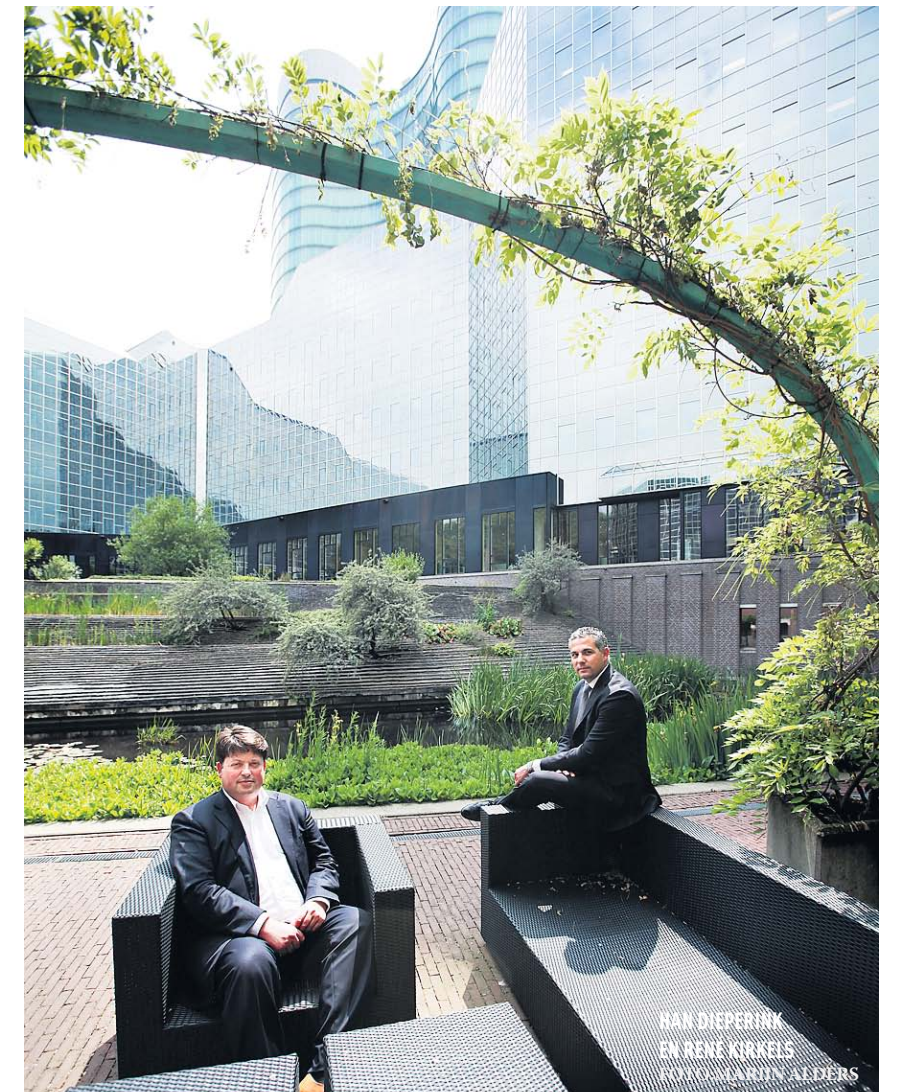
maar vanaf het voorjaar van 2009 zette over een breed front een stabilisering in. ‘Feit is dat de markt voor soft commodities structureel harder groeit dan de wereldeconomie, en dat zal niet veranderen’, denkt Dieperink.

Beleggers die rechtstreeks willen investeren in soft commodities kunnen kiezen uit tientallen mogelijkheden, van eenvoudig tot complex. Dat gebeurt zelden fysiek, maar veelal via de futuresmarkt. Granen, sojabonen en maïs zijn het meest geschikt, omdat de handel daarin wereldwijd plaatsvindt, transparant is en het meest liquide.

Het nadeel van beleggen via de futuresmarkt is dat de markt zich bijna altijd in een contango-situatie bevindt: daarin ligt de spotprijs lager dan de prijs in de toekomst. ‘Dat maakt het beleggen in soft commodities best ingewikkeld, want de waarde van je belegging nu wordt niet bepaald door de spotprijs maar door de verwachte prijs in de toekomst’, waarschuwt René Kirkels, manager structured products bij Rabobank Private Banking.

Beleggen via de futuresmarkt vraagt veel expertise, het is een gebied voor professionals, zegt hij. ‘Als Rabobank hebben wij 85 analisten die de agribusiness nauwlettend volgen, zelfs op het gebied van wijn in Nieuw-Zeeland.’

Het is echter veiliger om gericht in landbouw te beleggen via beleggingsfondsen of structured products. Rabobank Food & AgriResearch en Robeco onderzoeken daartoe de mogelijkheden om de kennis van Rabobank op het terrein van agribusiness en soft commodities te gebruiken bij productontwikkeling. Eerder heeft Rabobank al de Grondstoffen Note op de markt gebracht, terwijl de klant er ook kan kiezen uit relevante fondsen als DWS Invest



HAN DIEPERINK  
EN RENÉ KIRKELS  
OP WILLEM ALDERS

UITGELICHT

**‘DE LAGE CORRELATIE IS EEN KANS’**

HAN DIEPERINK

Global Agribusiness Fund en Robeco Agribusiness. Hierbij gaat het om beleggingen in de waardeketen van de landbouw, zoals kunstmestproducenten, biotechnologiebedrijven die zich toeleggen op de ontwikkeling van weerbestendige graangewassen en technologiebedrijven. Dergelijke bedrijven beogen een efficiëntere productie.

Volgens Dieperink kunnen beleggers maximaal 5 procent exposure naar soft commodities hebben. De correlatie

UITGELICHT

**‘BELEGGEN IN FUTURES IS COMPLEX’**

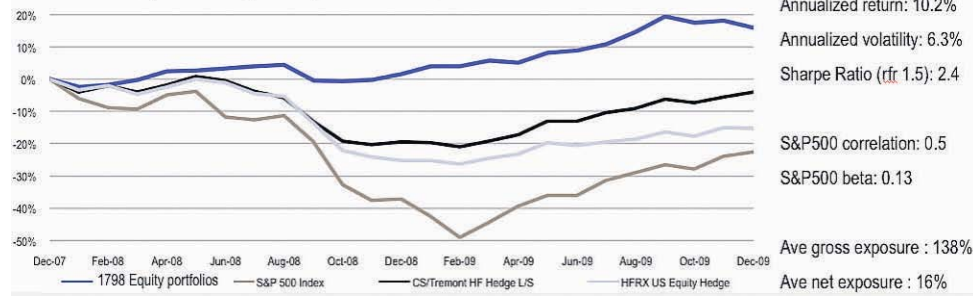
RENÉ KIRKELS

met andere asset classes is beperkt en het kan een hedge zijn tegen inflatie, ook al zitten de meeste westerse landen nu in een deflatoir stadium. ‘Maar als de inflatie ineens een sprong maakt, dan wordt inflatie de vriend van soft commodities en zijn ze in vergelijking met obligaties erg interessant.’

WIM GROENEVELD IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Allocated capital-weighted performance\*



**LOMBARD ODIER**  
INVESTMENT MANAGERS

## Markt neutraal beleggen

Liquide marktneutrale long/short strategieën horen volgens Lombard Odier thuis in de aandelencomponent van beleggingsportefeuilles. Dit komt het risico-rendementsprofiel ten goede en biedt bescherming in slechte tijden.

De traditionele spreiding van vermogen over aandelen, obligaties en liquide middelen volstaat al lang niet meer. Correlaties tussen verschillende asset categorieën stijgen immers snel in tijden van paniek op de financiële markten, zo bleek ook de afgelopen jaren, én juist dan is marktexposure (bèta) niet gewenst. Dat heeft beleggers ertoe aangezet om meer plaats in te ruimen voor alternatieve beleggingen, teneinde de risico-rendementsverhouding van de totale portefeuille te verbeteren en de diversificatie te verhogen. Zo kunnen hedgefondsen een goede aanvulling zijn op aandelen en vastrentende waarden.

Vanwege de lage correlatie met de markt en het alpha gericht karakter, passen liquide long/short strategieën volgens Lombard Odier dan ook uitstekend binnen de traditionele aandelenallocatie. Zeker onder

de huidige volatiele omstandigheden voegen zulke flexibele strategieën veel waarde toe. Er kan dan namelijk worden gestuurd op een absoluut rendement onafhankelijk van de marktbevegingen.

### US Equity Long/Short

Een dergelijke marktneutrale strategie wordt door Lombard Odier toegepast in het eind maart geïntroduceerde LO Funds 1798 US Equity Long/Short fonds. Het fonds combineert een aantal voordelen: dagelijkse liquiditeit (UCITS-III), kapitaalbescherming, robuust risicomanagement en zowel een lage correlatie onderling als met de markt. De doelstelling van het fonds is een brutorendement van 10-15% per jaar bij een volatiliteit van 8%. De marktneutraliteit wordt verkregen door voor elke long positie een short positie in te nemen, waarbij de blootstel-

ling aan de markt afhankelijk is van de volatiliteit. De portefeuille bestaat voor 85-90% uit Amerikaanse aandelen waarbij liquiditeit en correlatie (< 0,2) belangrijke pijlers zijn. De compositie van het US Equity Long/Short fonds bestaat uit de favoriete ideeën uit het LO 1798 Relative Value Fund. Dit multi-strategie flagship hedgefonds uit de stal van Lombard Odier, met 800 mln US\$ AuM, belegt in zo'n 400 tot 500 posities. Hieruit worden de 50-100 beste high conviction namen gefilterd en opgenomen in het US Equity Long/Short fonds.

Risicobeheer staat vanzelfsprekend centraal in de beleggingsstrategie. De risicobijdrage van individuele posities wordt continue bewaakt op basis van historische volatiliteit en waar nodig aangepast. Hetzelfde geldt voor de verhouding tussen de long en short portefeuilles om een (long) bias te voorkomen.

### Track record

Het rendement van het fonds is vooral afhankelijk van de stock-picking vaardigheden van de fondsmanagers. Geen makkelijke opgave, maar het track record is goed. Waar de S&P 500 onder het geweld van de financiële crisis in 2008 een ongekende daling van circa 38,5% moest incasseren, zouden de acht long/short portefeuilles de voeten droog hebben gehouden met een rendement van 2%. Vorig jaar werd de brede marktrally bovendien aardig bijgehouden en kwam het rendement uit op circa 19%, tegenover circa 23% voor de S&P 500. Het US Equity Long/Short fonds heeft op basis van het equity long/short gedeelte van het RVF een rendement van 21% behaald tegen -24% voor de index over de laatste twee jaar, bovendien bij een duidelijk lager risico.

# OPKOMENDE MARKTEN: NOOIT MEER SLAPEN

## INFRASTRUCTUURPROJECTEN BIEDEN BELEGGERS KANSEN

Opkomende landen groeien explosief, hetgeen gepaard gaat met een massale trek naar de stad. Deze urbanisatie zorgt voor een immense financieringsbehoefte, die alternatieve beleggingen zoals infrastructuur kansen biedt.

TEKST: JEROEN BOOGAARD

**OPKOMENDE MARKTEN MOGEN** dan door de gestegen risicoperceptie onder druk zijn gekomen, het groeiverhaal blijft intact. Met behulp van alternatieve beleggingen kunnen beleggers daar nog beter op inhaken.

Beleggers kiezen onder invloed van de toegenomen onrust op de financiële markten voor veilige havens. China en andere opkomende landen lijken daardoor nu even uit de gratie: de hoge groei wakkert de angst voor inflatie en bubbels aan. Maar inmiddels heeft de overheid haar monetaire teugels aangehouden, wat zou kunnen leiden tot een harde landing.

Goldman Sachs denkt niet dat het zo'n vaart zal lopen. Sterker nog, de zakenbank verwacht dat China dit jaar met 11,4 procent zal groeien en vervolgens in 2011 weer zal terugkeren naar een groei van 10 procent. Bij dit voor Chinese begrippen meer normale tempo kan de inflatie onder controle blijven. De andere zogeheten BRIC's, Brazilië, Rusland en India, groeien volgens de zakenbank eveneens stevig door. Hoewel het aandeel van de BRIC-landen in de wereldeconomie nog slechts 18 procent bedraagt, leveren zij dit jaar daardoor wel 35 procent van de groei van de wereldeconomie. Voor alle opkomende landen is dat zelfs 70 procent.

Kortom, voor beleggers liggen de kansen in opkomende markten. En niet alleen op de aandelenmarkt. Dankzij de honger naar grondstoffen, grootschalige



AANLEG VAN EEN ELEKTRICITEITS  
GENERATOR IN YICHANG, CHINA  
FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

investeringen in infrastructuur en een groeiende middenklasse bieden opkomende landen ook uitstekende perspectieven voor alternatieve beleggingen.

### Infrastructuur

Investeringen in infrastructuur staan bij overheden wereldwijd hoog op de agenda. Zeker in emerging markets, waar de snelle bevolkingsgroei, toenemende verstedelijking en opkomende middenklasse een grote druk leggen op de bestaande infrastructuur. 'De snel toenemende verstedelijking in vooral China, maar

## 'Verstedelijking in Azië drijft investeringen in infrastructuur'

ook India en Afrika is de belangrijkste onderliggende drijvende kracht achter de investeringen in infrastructuur', zegt Steef Bergakker, beheerder van het Robeco Infrastructure Equities. 'In China woont nog slechts 45 procent van de bevolking in steden, waar dat in ontwikkelde landen al snel 60 tot 70 procent is. De verstedelijking zet door, waardoor de investeringen de komende tien tot vijftien jaar op een hoog niveau zullen blijven.'

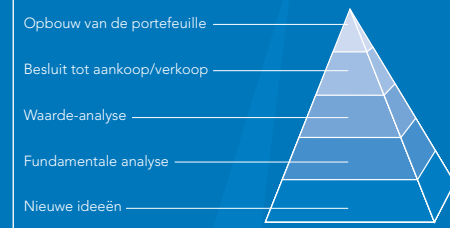
China spant de kroon: om de gevolgen van de mondiale financiële crisis op de eigen economie te verzachten, wer-





# Crossing Bridges with Fidelity

## De Bottom-up benadering



Fidelity International is opgericht in 1969 en is uitgegroeid tot één van de meest vooraanstaande vermogensbeheerders wereldwijd. Onze 265 Investment Specialists (fondsmanagers & analisten)\* "coveren" Europa, Japan en Azië. Daarnaast wordt er zeer intensief samengewerkt met de analisten en fondsmanagers in Boston van ons zusterbedrijf Fidelity Management & Research Company LLC (FMR LLC). U heeft dus de zekerheid van een wereldwijde aanwezigheid van expertise op alle asset classes. Fidelity heeft slechts één doelstelling: **een zo hoog mogelijk rendement behalen voor de beleggers**. Om dat te bereiken hanteert Fidelity een beleggingsstrategie die duidelijk verschilt van anderen en die berust op de selectie van individuele ondernemingen. Duizenden ondernemingen over de hele wereld worden stuk voor stuk minutieus geanalyseerd, om die beleggingsmogelijkheden te vinden die de beste perspectieven bieden. Dit proces is bekend als "bottom-up stockpicking". Fidelity gelooft sterk in de toegevoegde waarde van haar onafhankelijke plaats als vermogensbeheerder. Door een internationaal team waarbinnen continu wordt gecommuniceerd, is Fidelity in staat bruggen te slaan naar alle delen van de wereld om zo inzichten en ervaringen te delen en de beste beleggingsinzichten voor u te verkrijgen.



**THE WORLD'S INVESTMENT SPECIALIST**

## VERVOLG VAN PAGINA 21

den de investeringen in infrastructuur vorig jaar met miljarden opgevoerd tot circa 9 procent van het bruto binnenlandse product (bbp). Met 4 procent van het bbp blijven de investeringen in India daar nog ver bij achter, maar het land heeft eerder aangegeven deze de komende tien jaar te willen verdubbelen. Hetzelfde geldt min of meer voor Brazilië, dat volgens Morgan Stanley de bestedingen aan infrastructuur het komende decennium zal verhogen van 2 naar 4 procent van het bbp.

Voor beleggers is het groeipotentieel evident. Bijkomend voordeel is dat investeringen in 'hard assets' als elektriciteitsnetwerken, wegen, rails, havens, vliegvelden, telecommunicatie en watervoorzieningen op de lange termijn tevens bescherming bieden tegen inflatie. Bergakker richt zich overigens vooral op bedrijven die de infrastructuur aanleggen en niet op de exploitanten. Deze profiteren volgens hem het meest van de investeringshousse.

## Private equity

Aangetrokken door de sterke economische ontwikkeling komen emerging markets in toenemende mate op de radar van private equity. Blijf het aandeel van opkomende landen in de totale private equity-investeringen in 2004 nog steken op 4 procent, vorig jaar was dat al toegenomen naar 26 procent. China, Brazilië en India oefenen daarbij de meeste aantrekkingskracht uit. Dat blijkt uit onderzoek van de Emerging Markets Private Equity Association. Andere Latijns-Amerikaanse landen en Afrika zijn door de politieke risico's en het gebrek aan goede fondsmanagers minder in trek. Ruim driekwart van de

ondervraagde investeerders rekent de komende drie tot vijf jaar op een rendement van meer dan 16 procent per jaar. De waardecreatie van private equity in opkomende markten komt volgens de brancheorganisatie tot stand door groei en efficiencyverbeteringen en niet zozeer door gestegen waarderingen of het gebruik van hefboomen.

## Hedgefondsen

Tot slot biedt de hoge volatiliteit die inherent is aan opkomende markten volop kansen voor hedgefondsen, maar stelt tegelijkertijd ook hoge eisen aan risico-beheersing. ING geeft tegen deze achtergrond de voorkeur aan hedgefondsen waarin je dagelijks in en uit kan stappen. 'Het liquiditeitsrisico is in onze keuzes zeer belangrijk. Hedgefund replicators zijn daarom een goede oplossing', zegt Bob Homan, hoofd ING Investment Office. De bank heeft de allocatie naar alternatieve beleggingen op dit moment voor de helft ingevuld met converteerbare obligaties, de andere helft met een hedgefund replicator. 'Wanneer we in hedgefondsen beleggen zal dit in de meeste gevallen een fund of fundsbelegging zijn.'

De blootstelling aan de hoge groei in opkomende landen en bescherming in dalende markten zal beleggers aanspreken. Waar bijvoorbeeld de beurzen van China en Rusland in 2008 in elkaar zakten met respectievelijk 65 en 72 procent, hield de HFR Emerging Markets Index, een belangrijke benchmark voor de industrie, de schade beperkt tot een daling van 37 procent. In 2009 volgde een krachtig herstel van 40 procent, terwijl het eerste kwartaal van dit jaar een rendement opleverde van 3,5 procent.

Van de op emerging markets gerichte hedgefondsen hanteert bijna 60 procent een long/shortstrategie, op gepaste afstand gevolgd door macro, event-driven en relative value. Dat blijkt uit gegevens van Hedge Fund Research. 'Op dit moment zie ik in al deze strategieën kansen. Er zijn zowel macro-events als forse tegengestelde reacties in de markt die voor long/short, relative value en valuta gunstig zijn. Denk alleen maar aan de verschillende rentebewegingen in Griekenland en Duitsland en de hiermee samenhangende beweging in de euro en valuta uit opkomende markten', aldus Homan.

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

## COLUMN

# WEES VOORZICHTIG MET GRONDSTOFFEN



TEKST: BEN JOHNSON

**G**rondstoffen kunnen een rol spelen in een gespreide assetverdeling. Dankzij een historie van ongeconcretere rendementen heeft grondstoffen een plaats gekregen in veel portefeuilles: het zorgt voor een aantrekkelijke spreiding in een mix met aandelen, obligaties en cash. Exchange Traded Funds (ETF's) hebben deze categorie, die eerst voorbehouden was aan institutionele beleggers nu toegankelijk gemaakt, voor de massa. Maar, zoals bij alles dat je doet, moeten beleggers zich ervan bewust zijn wat ze kopen als ze in een grondstoffentracker beleggen. Een blik achter de schermen leert dat deze fondsen vaak niet zijn wat ze lijken te zijn.

Hoewel de democratisering van dit beleggingssegment alle marktparticipanten ten goede kan komen, gaat deze ontwikkeling gepaard met verwarring voor nieuwkomers. Beleggers moeten uitkijken met grondstoffen-ETF's omdat het onmogelijk is om rendementen te behalen die rechtstreeks zijn gebaseerd op prijsontwikkelingen in de grondstoffenmarkten. Het meest in de buurt bij het volgen van de actuele prijzen (spot prices) komen ETF's die fysieke grondstoffen kopen – wat enkel is voorbehouden aan sommige ETF's die beleggen in edelmetalen. Bij andere ETF's krijgen beleggers blootstelling naar bewegingen in de futureprijzen. Het beleggen in grondstoffen door middel van futures brengt specifieke rendementsontwikkelingen met zich mee. Dat komt vooral door zogenoemde doorrol-opbrengsten.

Doorrol opbrengsten zijn het gevolg van het regelmatig doorrollen van futurecontracten voor grondstoffen. Veel contracten expireren, wat betekent dat een voortdurende exposure een consequent kopen en verkopen van contracten verlangt. Als futureprijzen in contango zijn (futureprijzen zijn hoger dan

de verwachte prijzen), dan betekent dit een negatieve yield. Immers, het houdt in dat beleggers 'hoog kopen' en 'laag verkopen' als ze een nieuw contract verwerven. Zijn futuremarkten daarentegen in een periode van 'backwardation' (futureprijzen zijn lager dan de verwachte prijzen), dan gebeurt het tegenovergestelde en is de yield op het doorrollen positief. De aanhoudende populariteit van grondstoffen maakt dat de markten voortdurend in contango zijn. Hier leidt een groot deel van de grondstoffenfutures en -strategieën onder.

Wie een betere manier weet te vinden om de actuele prijs (spot price) na te bootsen, heeft de Heilige Graal gevonden. Gegeven de opslagkosten is een fysieke belegging in olie, gas of landbouwproducten een onwaarschijnlijke oplossing. Maar er zijn een paar unieke opties die antwoord geven op de uitdaging van het beleggen in grondstoffen door middel van futures.

Zo zijn er geavanceerde strategieën in ETF-vorm verkrijgbaar die doorrol verliezen minimaliseren wanneer markten in contango zijn en winsten maximaliseren bij backwardation. De x-trackers bijvoorbeeld heeft futuregebaseerde grondstoffen ETF's die indices volgen die gebaseerd zijn op een kwantita-

## 'Bij ETF's op grondstoffen kan je geen rendement op de huidige prijs behalen'

tieve strategie als het gaat om het proces van doorrollende futures. Het track record van deze fondsen die de voor doorrol-opbrengsten gemaximaliseerde benchmarks volgen ('Optimum Yield' of 'OY' volgens de Deutsche Bank) is indrukwekkend als je het vergelijkt met niet geoptimaliseerde concurrenten. Het niveau van diversificatie dat deze fondsen biedt, gekoppeld aan een bewezen aanpak om doorrol-rendementen te beheersen, maakt deze fondsen een aantrekkelijke optie voor iemand die grondstoffen in zijn portefeuille wil opnemen.

BEN JOHNSON IS ETF STRATEGIE BIJ MORNINGSTAR.

\* Fidelity feiten en cijfers per 31.12.2009. De cijfers zijn niet door een accountant geverifieerd. Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity / Fidelity International wordt gebruikt voor FIL Limited, gevestigd in Bermuda, en haar dochterondernemingen. Lipper Fund Award 2010 voor het Fidelity Funds Japan Advantage Fund en Fidelity FAST Europe Fund. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. SSL1004A02 / 072010



# ADIEU LAISSEZ-FAIRE!

## PRODUCT EN AANBIEDER ONDER KORENMAAT

● *Eisen worden alom aangescherpt* ● *Banken versterken zich met due diligence-teams*

TEKST: MIRANDA SCHOUTSEN

DE ONTMASKERING VAN Bernie Madoff als fraudeur was de afgelopen jaren niet de enige waarschuwing dat investeerders door een mijnenveld moesten navigeren in hun zoektocht naar een absoluut rendement. De volatiliteit op de financiële markten legde bij veel hedgefondsen ook een aantal structurele zwakheden bloot.

De partijen die de afgelopen 24 maanden in gebreke bleven hadden hun operationele risico's niet onder controle of onderschatten het tegenpartijrisico, zegt Marc de Kloe, manager Alternatieve Beleggingen bij de private banking-tak van ABN Amro. 'Fondsen die de storm goed doorstonden hadden de beste operationele processen.'

Veel banken en vermogensbeheerders hebben daarom de afgelopen tijd hun due diligence teams versterkt. Tegelijkertijd zijn consultants met hedgefondsexpertise, gespecialiseerd in operationale due diligence (ODD), in opkomst. 'Financiële instellingen willen zich ervan

verzekeren dat zij hun fiduciaire plicht doen tegenover klanten die in de hedgefondsen beleggen,' zegt Max Ferri van de Britse consultant Laven Partners. 'ODD is er niet alleen op gericht om directe fraude bloot te leggen maar ook de potentiële valkuilen van het fonds te identificeren. Die zijn vaak gelegen in een zwakke structuur, of slechte overeenkomsten met dienstverleners als de administrator, de broker of de custodian.'

### Risicomanager

Overigens is het grondig checken van alle procedures en operaties van hedgefondsen al jaren gemeengoed. 'Maar voorheen was due diligence vaak niet meer dan een "box ticking exercise" uitgevoerd door een junioranalist,' geeft De Kloe aan. 'Tegenwoordig komt er veel meer expertise aan te pas. Het onderzoek behelst een veel breder spectrum van zaken en wordt veel gedetailleerder uitgevoerd.' De operaties van een hedgefonds worden bekeken vanuit het perspectief van zowel een jurist, een accountant, als een risicomanager. De Kloe: 'Een gewo-

ne jurist is niet voldoende, hij moet wel gespecialiseerd zijn in hedgefondsen.'

Een aantal karakteristieken van hedgefondsen zorgt voor potentieel grote operationele risico's. Zo handelt een hedgefonds veelal in grote volumes van complexe beleggingsinstrumenten terwijl de organisatie verhoudingsgewijs klein is. Bovendien kunnen hedgefondsmanagers nog zulke geraffineerde beleggers zijn, dat betekent nog niet dat ze ook de beste bedrijfsleiders zijn. En bij gebrek aan algemeen geaccepteerde richtlijnen verschilt de operationele organisatie van fonds tot fonds.

'We zien dat de verschillen groot zijn en proberen ons steentje bij te dragen om de algemene standaarden voor operationeel risicomanagement binnen de hedgefondsenindustrie te verbeteren,' vertelt De Kloe. 'Of we nu besluiten om in het fonds te beleggen of niet, we geven altijd aanbevelingen als we denken dat bepaalde zaken beter zouden kunnen.'

Ferri van Laven Partners wijst erop dat internationale brancheorganisaties wel degelijk richtlijnen hebben opgesteld

Bij een operationele due diligence wordt een screening gedaan van de volgende risico gebieden:

1

### Organisatie van de beheerder

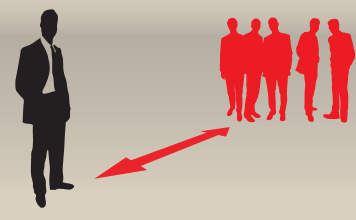
Ownership en management, Integriteit en cultuur, Medewerkers, Toezicht en compliance, Processen en systemen



2

### Het Fonds

Corporate Governance, Registratie en toezicht, Aandeelhouders, Prospectus en rapportages, Leverage, afdekken risico's, Fee structuur, Liquiditeit, track record, Waarde (NAV) berekening



3

### Externe service providers

Mogelijke tekortkomingen bij/belangenconflicten met: Auditor, Administrator, Prime Broker, Custodian

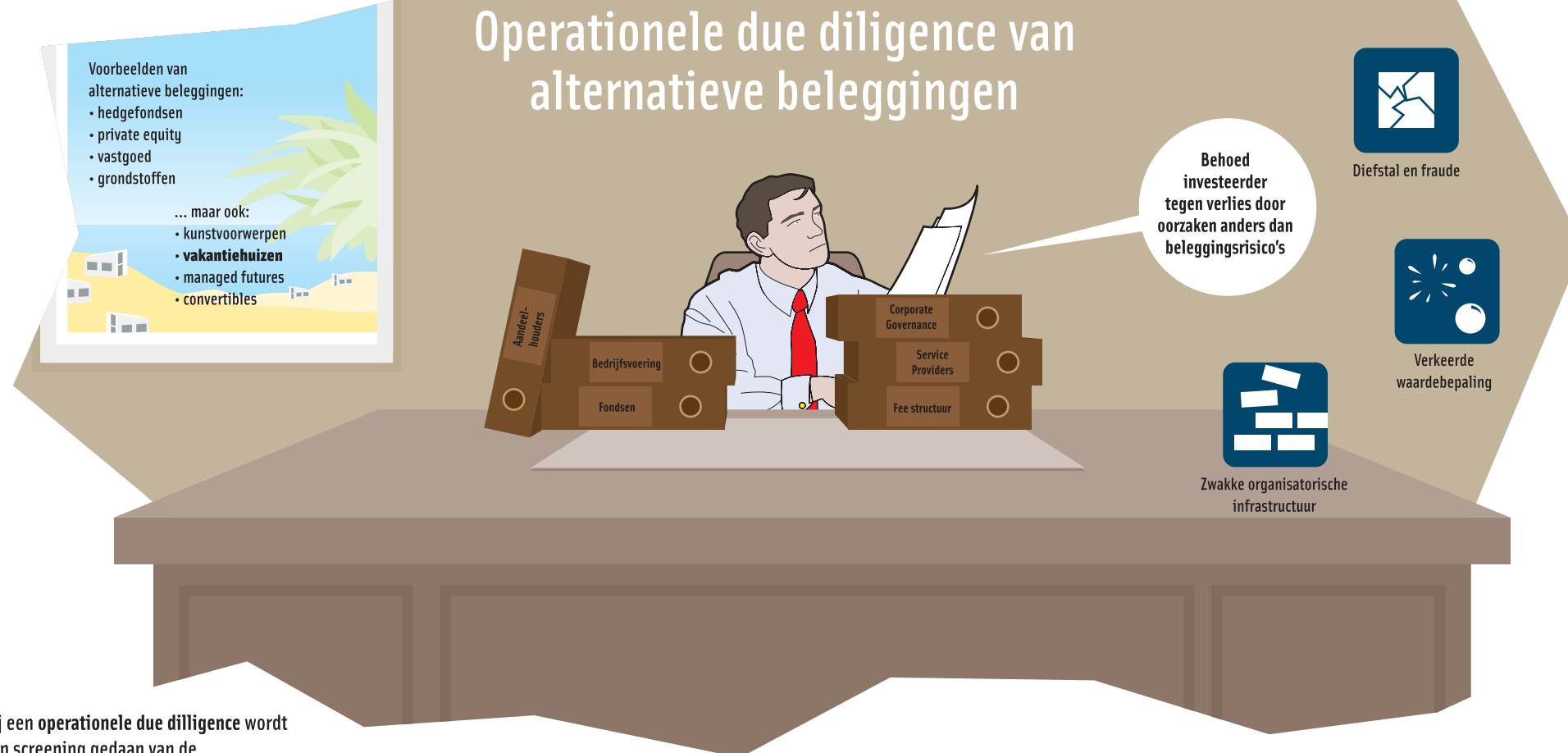


## 'Het was altijd een junioranalist die de "box ticking exercise" deed'

(zie: hedgefundmatrix.com) maar dat de adoptie ervan traag verloopt. 'Er zijn slechts een klein aantal spelers dat eraan voldoet, ook al is dat aantal sinds 2008 wel aanmerkelijk toegenomen.'

Door de intensievere due diligence van banken en beleggers is de transparantie bij hedgefondsen wel sterk verbeterd. Ferri: 'Partijen kunnen zich niet langer verdedigen met het argument dat ze daardoor hun posities blootgeven aan de concurrentie. Die verbeterde trans-

## Operationele due diligence van alternatieve beleggingen



### DUE DILIGENCE

## WAT KOMT ER BIJ KIJKEN?

Volgens Max Ferri van de Britse consultant Laven Partners kost een gedegen operationele due diligence op zijn minst 150 uur. Het gaat immers niet alleen om de operationele risico's bij het hedgefonds zelf maar ook om risico's die zijn verbonden aan de dienstverleners die het fonds inschakelt.

Na de eerste fase van informatieverzameling zoals de fondsdocumentatie, de interne procedures en overeenkomsten met derden, volgen gesprekken met verschillende partijen. 'We gaan uitgebreid in gesprek met de Chief Operational Officer van het fonds en de persoon die verantwoordelijk is voor compliance. Maar we spreken ook met de mensen die werkzaam zijn in de backoffice,' legt Ferri uit. 'Verder gaan we naar de 'prime broker' en bekijken we hoe deze partij zorgt voor de clearing en settlement en inspecteren wij de rapportagesystemen. Ook bekijken we hoe de financiering geregeld is. We vragen na hoe de administrator van de Net Asset Value bepaalt en welke controlemechanismen aanwezig zijn voor moeilijk te waarden beleggingen. Als er een aparte custodian is, proberen we ook zijn rol te doorgronden alsmede de onderlinge afspraken die gemaakt zijn met het hedgefonds.' Daarna volgt overleg met partijen die ooit in het hedgefonds belegd hebben. 'En natuurlijk spreken we met de huidige- maar ook voormalige accountants.'

Als laatste wordt de achtergrond van het fonds maar ook de individuele managers nagegaan. 'Dat is een essentieel onderdeel van het proces. We controleren zowel publiek toegankelijke als private gegevensbestanden en gaan langs alle grote toezichthouders.' Ook toezichthouders in bijvoorbeeld Singapore en Hongkong worden gepolst. 'Daar kom je soms verrassende issues tegen.' Verder inspecteren de consultants faillissementsbestanden en worden managers gecheckt op criminele antecedenten. Er worden referenties opgevraagd bij voormalige wergevers en er wordt gecontroleerd of de opgegeven diploma's ook daadwerkelijk zijn behaald.

Ferri benadrukt dat ODD geen eenmalige exercitie is. Een belegger moet zich continu op de hoogte stellen van veranderingen in de structuur van het fonds. 'We leven in een wereld waarin de spelregels zeer snel veranderen. We moeten er bovenop zitten om te zorgen dat we potentiële problemen direct identificeren en niet pas als de negatieve effecten al zichtbaar zijn. Voor sommige klanten voeren wij daarom een periodiek herhaalde controles uit waarna we ze updaten over de veranderingen in de structuur van het hedgefonds.'

parantie helpt ons bij het bepalen van de liquiditeit van het fonds.' Want juist de trend bij hedgefondsen om steeds meer illiquide activa op te nemen in wat in essentie een open-end beleggingsvehikel is bracht veel partijen in problemen. 'Daarom zijn uitstapblokkades die werden opgeworpen ten tijde van de crisis gedeeltelijk weer teruggedraaid,' zegt de consultant.

### Managed accounts

Best practices zijn continu in beweging, wil hij maar zeggen, en niet 'set in stone'. 'Naar gelang problemen boven komen drijven ontwikkelt de industrie nieuwe standaarden. Zo zijn er voortdurend nieuwe zaken waar we op moeten letten. ODD wordt complexer maar ook steeds nuttiger.'

Een concrete oplossing om tege-

moet te komen aan potentiële liquiditeitsproblemen bij hedgefondsen zijn de zogenoemde managed accounts. Dit concept bestaat al zeker tien jaar maar heeft zich recent sterk ontwikkeld, legt De Kloe uit. 'In de basisvorm heeft de manager een mandaat om het geld te beheren maar het eigendom blijft bij de belegger. Bij de meer robuuste vorm, die de laatste tijd aan populariteit wint, is de manager ook verantwoordelijk voor het dagelijkse operationeel management, de rapportage en het risicomanagement.'

Waarom is due diligence belangrijker als het gaat om alternatieve beleggingen, en hedgefondsen in het bijzonder? De Kloe van ABN Amro wijst erop dat meer dan tweederde van de hedgefondsen is gevestigd in traditioneel minder geregeerde gebieden als de Kaaimaneilanden. De fondsdocumentatie

structuur zijn opgezet in het belang van het fonds en niet speciaal die van de belegger. 'Dat verschilt nogal met wat beleggers gewend zijn bij traditionele beleggingsfondsen. Dat betekent niet dat deze exotische offshore jurisdicties slecht zijn. Maar beleggers moeten zich realiseren dat daardoor andere regelgeving van toepassing is.'

Ook Ferri benadrukt dat hedgefondsen niet te vergelijken zijn met gewone beleggingsfondsen. 'Er is geen tegenpartij bij betrokken zoals bij het kopen van een aandeel op de beurs. Het heeft meer weg van een direct investering in een bedrijf, en dat bedrijf moet een belegger door en door kennen.'

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.





# Overweeg onze Alternatieven

## Funds of hedge funds bieden:

- **Spreiding** in portefeuilles
- **Stabiliteit** in rendementen
- **Gecontroleerd** risico

## Man biedt:

- 25 jaar **ervaring** in alternatieve beleggingen
- Een toonaangevende **Multi-Manager** business uitsluitend gericht op beleggingen in funds of hedge funds
- **Toewijding** om te voorzien in de huidige behoefte van risico-gevoelige beleggers

## Twee nieuwe funds of hedge funds van Man:

- **Man Dynamic Diversified** biedt toegang tot circa 60' toonaangevende hedge fund managers en wordt actief beheerd om in te spelen op veranderende marktomstandigheden
- **Man Long/Short Europe** is UCITS III compliant en biedt toegang tot het rendementspotentieel van toonaangevende equity long/short managers met een instapbedrag van EUR 1.000,- en wekelijkse liquiditeit

## Voor meer informatie kunt u contact opnemen met:

Arthur Hopstaken  
Willem Johannesma  
Paul de Klerk

Tel + 31 10 205 1260  
Email [Nederland@maninvestments.com](mailto:Nederland@maninvestments.com)

[www.maninvestments.nl](http://www.maninvestments.nl)

Deze advertentie is geen uitnodiging om te beleggen in één van de genoemde producten

1. Per 30 april 2010. De structuur van de portefeuille en de bestanddelen worden regelmatig herzien door het beleggingsmanagementteam en de sectorallocaties zullen dienovereenkomstig veranderen. Man Investments is een wereldwijd toonaangevende onafhankelijke vermogensbeheerder, uitsluitend gericht op alternatieve beleggingen. Man biedt beleggers toegang tot een breed scala van hedge fund portefeuilles die gericht zijn op sterke, stabiele kapitaalsgroei gedurende verschillende marktcycli. Man Investments is opgericht in 1983 als onderdeel van Man Group plc – FTSE 100 genoteerd – een bedrijf waarvan de historie teruggaat tot 1783.

# MODEL ONDER VUUR

## KREDIETCRISIS VREET GEZAG UNIVERSITEITSFONDSEN AAN

David Swensen is als manager van het Yale-universiteitsfonds de grondlegger van het beleggen met alternatives. Hij boekte er grote successen en veel aanhangers mee. Maar nu lijkt hij zijn hand te hebben overspeeld.

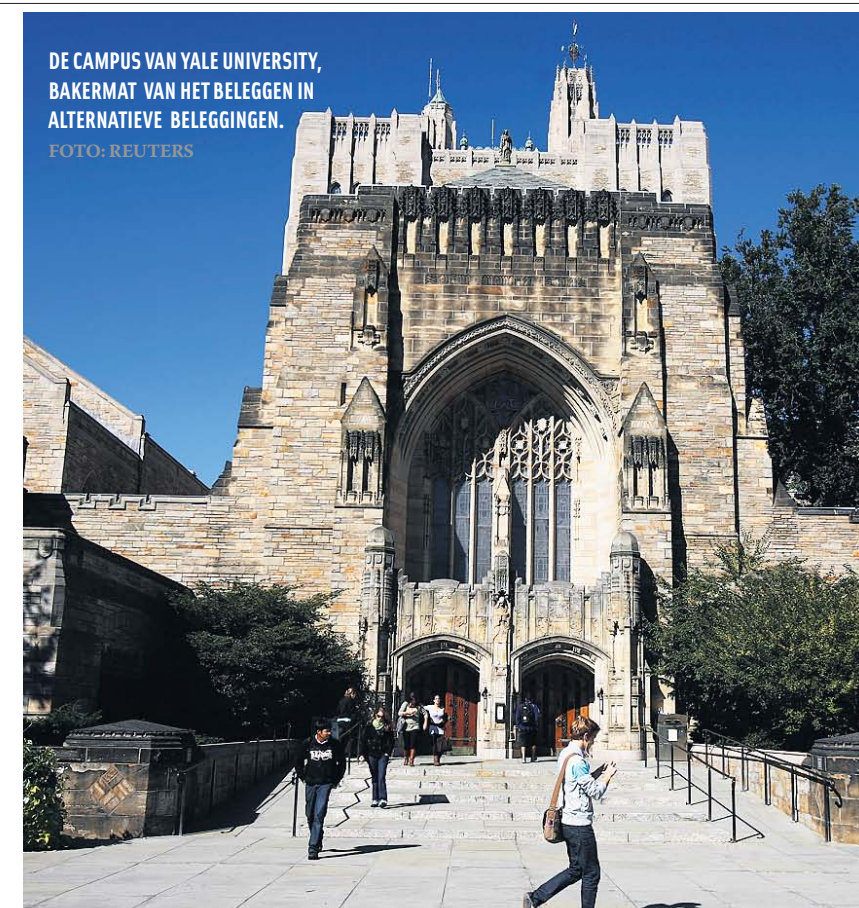
TEKST: KRIS VAN HAMME

'LIQUIDITY IS NEVER there when you need it', schreef David Swensen ter verdediging toen hem het verwijt werd gemaakt dat hij een fors deel van de beleggingsportefeuille in illiquide assets als basismaterialen en vastgoed had gestoken. De legendarische belegger moest zich verantwoorden voor de zware verliezen die hij in het gebroken boekjaar 2008-2009 had geboekt op het door hem beheerde fonds van de Amerikaanse Yale-universiteit.

Swensen heeft ruim twintig jaar geleden als eerste invulling gegeven aan de strategie waarin een groot deel van de portefeuille wordt belegd in alternatieve beleggingen. Het zogenoemde Yale-model, dat door universiteitsfondsen als Harvard en Stanford maar ook door veel stichtingen in de VS is nagevolgd, houdt in dat meer dan 50 procent van de portefeuille in niet-gecorrleerde, hoogrenderende beleggingen wordt gestoken. Yale belegt in binnenlandse aandelen (11 procent), buitenlandse aandelen (23,3 procent), absolute return (14,1 procent), private equity (18,7 procent), real assets (27,1 procent) en fixed income (4 procent).

Jarenlang leverde dat een outperformance op ten opzichte van de Amerikaanse graadmeter S&P. Het universiteitsfonds van Yale behaalde tussen 2000 en 2008 een jaarlijks rendement van 17,8 procent, tegen 1,6 procent voor de index. Bovendien gebeurde dat bij een lagere volatiliteit: 12,4 tegen 14,6 procent.

Maar dergelijke resultaten hebben de universiteitsfondsen mogelijk overmoedig gemaakt. De grote stichtingen hadden in het gebroken boekjaar 2008-2009 61 procent van het vermogen in alternatieve beleggingen geïnvesteerd, tegen 52 procent een jaar eerder. Toen de financiële crisis zowat alle activaklassen onderuit haalde en hedgefondsen niet de gedachte bescherming boden, leerden de 'Endow-



## 'Een grote abrupte wijziging in de asset allocatie is geen strategie die succesvol kan zijn'

ments' een dure les. Het illiquide karakter van alternatieve beleggingen bleek een molensteen om de nek. Omdat ze moeilijk verkoopbaar waren, werden de fondsbeheerders gedwongen hun best renderende

effecten te dumpen of leningen af te sluiten om cash te krijgen.

In het boekjaar 2008-2009 boekten de universiteitsfondsen gemiddeld 18,7 procent verlies, het grootste sinds de Grote Depressie. De grote fondsen deden het slechter met een gemiddeld verlies van 20,5 procent. Het rijkste fonds – dat van Harvard – incasseerde een verlies van 29,8 procent: het zag bijna 11 miljard dollar in rook opgaan en viel terug tot een beheerd vermogen van 25,7 miljard dollar. Yale leverde 24,6 procent in.

Het negatieve rendement heeft het Yale-model onder druk gezet. Analisten geloven dat universiteitsfondsen hun les

geleerd hebben en hun portefeuilles zullen herschikken. Harvard en Stanford zijn daar al mee bezig. Maar het valt niet mee. Zo probeerde Harvard private-equitybeleggingen te verkopen, maar de biedingen waren zo laag dat het fonds de verkoop annuleerde. Stanford verkocht participaties in fondsen tegen dumpingprijzen.

Swensen houdt echter vast aan zijn model. Hij onthulde onlangs dat hij eind vorig boekjaar het belang van private equity, vastgoed en grondstoffen in zijn portefeuille juist verhoogd had. Swensen profiteerde daarbij mogelijk van de verkopen van instellingen als Stanford om goedkoop fondsen op te kopen.

Volgens Swensen blijft een sterk gediversifieerde portefeuille met hoogrenderende activa de beste garantie op een hoger rendement tegen een lager risico. Hij erkent dat de duur en de omvang van de crisis hem hebben verrast. Het heeft volgens hem geen zin om met markt-timing te proberen het voor te zijn.

'Uiteindelijk is het timen van de markt een zinloze oefening. Als er dramatische gebeurtenissen zijn, dan zie je dat er een handvol beleggers is die daar met succes op de korte termijn op in weten te spelen. Maar een grote agressieve wijziging in de assetallocatie is geen strategie die op de langere termijn succesvol kan zijn', zei Swensen in een interview.

Swensen zegt geen keuze te hebben: hij moet hoge rendementen halen om de koopkracht van zijn fonds te handhaven en de jaarlijkse uitbetalingen te kunnen doen. Over de steun van Yale voor zijn beleggingsovertuigingen hoeft hij zich geen zorgen te maken: Swensen behaalde in de twintig jaar tot 2008 een gemiddeld jaarlijks rendement van bijna 16 procent, wat hem de bijnaam opleverde dat hij de 'grootste geldgever van de universiteit is'. ■

KRIS VAN HAMME IS CORRESPONDENT VAN HET FINANCIËLE DAGBLAD IN NEW YORK.



# BRON VAN GROEI

## PRIVATE EQUITY STRIJDT TEGEN 'MISPLAATSTE' VOORRODELEN

Ze worden in de volksmond 'sprinkhanen' genoemd die bedrijven kaalvreten. Maar Ciel Stevens-Meewis van de Vereniging van Participatiemaatschappijen spreekt dat tegen: 'We brengen geld, betrokkenheid en know-how mee.'



CIEL STEVENS-MEEWIS  
FOTO: JACQUELINE DUBBINK

TEKST: JOOST RAMAER

EIND 2007 PUBLICEERDEN economen van de Erasmus Universiteit Rotterdam een onderzoek voor het ministerie van Financiën naar private equity. 'Met enige voorzichtigheid' concludeerden zij dat PE-investeerdere doorgaans een positieve bijdrage leveren aan de Nederlandse economie. Bij de vele bedrijven waarin zij participeren, nam de werkgelegenheid niet af en de winstgevendheid juist toe, 'onder andere vanwege een hernieuwde strategische focus', evenals de productiviteit en de innovatiekracht. De timing was ongelukkig: eerder dat

jaar had de dramatisch verlopen vrijage van PCM met het Britse Apax binnen en buiten het uitgifteconcern grote verontwaardiging gewekt. De onderzoekers werden dan ook met hoon overladen.

Inmiddels hebben zij ruimschoots gelijk gekregen. 'Ondanks de crisis zijn private equity investeerders trouw gebleven aan de bedrijven die zij in portefeuille hebben', constateert Ciel Stevens-Meewis, plaatsvervangend directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), de belanggenclub voor de sector. Met 23,3 miljard euro bleef het totale vermogen onder beheer bij private equity-fondsen vorig jaar nagenoeg gelijk. Maar het aantal

### 'Private equity heeft niets van doen met systeemrisico's'

bedrijven dat PE-investeringen aantrok, groeide van 284 naar 308. De investeerders hebben namelijk 'onverminderd doorgeïnvesteerd in bedrijven uit hun eigen portefeuilles', stelt het NVP-brancheronderzoek uit april. Kom daar eens om bij ondernemingen die vooral afhan-

kelijk zijn van bankfinanciering.

'Private equity investeerders verschaffen hun portefeuillebedrijven vorig jaar 250 miljoen euro aan extra kapitaal voor balansversterking, en 200 miljoen voor groei en overnames', vertelt Stevens-Meewis. Het NVP-onderzoek omvat zowel investeringen in volwassen niet-beursgenoteerde bedrijven, als seed- en venture capital voor starters. Private equity blijft cruciaal voor innovatie in de Nederlandse economie: in 2009 ging 60 procent van de investeringen, en 40 procent van het totale bedrag, naar vernieuwende sectoren als biotech, gezondheidszorg en ICT. Ook het midden- en kleinbedrijf profiteert van de 'sprinkhanen'. Meer dan 90 procent van de nieuwe investeringen in 2009 betrof bedragen tot vijf miljoen euro.

Ondanks dit soort harde data overheersen voorlopig de vooroordelen en misverstanden. Deels komt dat door de traditionele geslotenheid van de PE-firma's. Zo schoor de Europese Commissie de investeerders aanvankelijk over één kam met hedgefonds in de nieuwe AIFM-richtlijn tegen systeemrisico's op de financiële markten. 'Maar private equity heeft niets van doen met systeemrisico's', zegt Stevens-Meewis.

Op aandrang van de branche kwam er een nieuwe versie van de richtlijn. De NVP werkt nu aan grotere transparantie. Stevens-Meewis beveelt PE alvast van harte aan bij particuliere beleggers. 'Het rendement is bovengemiddeld hoog, en door je geld in een PE-fonds te steken, draag je ook bij aan innovatie en duurzame groei. Private equity investeerders zitten gemiddeld vijf tot zeven jaar in bedrijven. Dan kun je echt iets betekenen. Hun knowhow is enorm.' ■

JOOST RAMAER IS JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

#### BELEGGEN IN FONDSSEN

## PARTICIPATIE VOOR PARTICULIEREN

Particuliere beleggers die in private equity willen stappen, hebben in Nederland twee mogelijkheden. Eén: aandelen kopen van de twee PE-firma's met een notering aan Euronext: KKR en HarbourVest. Twee: good old Robeco. Het fonds Robeco Private Equity steekt de inleg van beleggers in PE-fondsen, waarin institutionele beleggers geld hebben gestort voor investeringen, en voor een klein stukje in aandelen van beursgenoteerde PE-firma's. Er zijn ruim 160.000 stukken Robeco Private Equity in omloop via een veiling onder auspiciën van Euronext. Sinds 2006 is er ook een Robeco Private Equity Certificate, gekoppeld aan een mandje met vijf Robeco PE-funds of funds,

die op hun beurt beleggen in fondsen van PE-investeerders in verschillende stadia van rijping. Langs deze getrapte weg belegt de houder van zo'n PE-certificaat in 1300 bedrijven.

'Tussentijds kan de waarde van PE-beleggingen wild op en neer gaan,' zegt Robeco-manager Jesse de Klerk. Zo rapporteerden de vijf funds of funds achter het Certificate in 2008 niet-gerealiseerde afschrijvingen op hun portefeuilles van 19 tot 33 procent, vooral door nieuwe boekhoudregels. Ook de koersen van beursgenoteerde PE-firma's daalden scherp in 2008, om in 2009 weer hard te stijgen. 'Een tweede kenmerk is meestal een grote discount in de koers,' zegt De Klerk. De intrinsieke waarde van het

fonds Robeco PE steeg vanaf 2001 tot eind maart van dit jaar met 23 procent. De koers daalde in diezelfde periode met 16 procent. Een discount van 36,2 procent die ook nog eens groeit: in september vorig jaar was hij nog 'slechts' 25,1 procent. Tegen het einde van de looptijd (uiterlijk 2017) zal de koers van het Robeco PE-fonds terugbewegen richting 'intrinsiek' – een 'mooi opwaarts rendementspotentieel', aldus De Klerk.

Hij verklaart discount en volatilitet met de geslotenheid van de sector. 'Door het gebrek aan informatie is PE moeilijker te doorgronden.' Maar de aanhouder wint. 'PE-aandelen als KKR hebben het sinds 2008 veel beter gedaan dan andere categorieën.' ■

#### NEXT:



## EMERGING MARKETS

DE VOLGENDE SPECIAL VAN FONDSNIEUWS, DIE NA DE ZOMER VERSCHIJNT, HEEFT BELEGGEN IN DE OPKOMENDE MARKTEN TOT ONDERWERP.

#### Advertentie

Outstanding thinking.

Outstanding performance.



Threadneedle is tijdens de FD Morningstar Awards 2010 voor de tweede keer op rij verkozen tot **Beste Fondshuis in alle Assetcategorieën** en **Beste Grote Fondshuis Aandelenfondsen**. Een uitzonderlijke prestatie in twee uitzonderlijke beursjaren. Voor ons het bewijs dat de beleggingsspecialisten van Threadneedle ook onder de meest uitdagende omstandigheden tot een uitstekend resultaat kunnen komen. En daar zijn wij bijzonder trots op.

Voor meer informatie kijk op [www.threadneedle.nl](http://www.threadneedle.nl) of neem contact op met uw adviseur.

[threadneedle.nl](http://threadneedle.nl)

**threadneedle.**  
out-think. out-perform.

In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Threadneedle Portfolio Services Limited (TPSL) is opgericht in Engeland en Wales onder registratienummer 285988. Gevestigd: 60 St Mary Axe, EC3A 8JQ, Londen. TPSL staan onder toezicht van en zijn goedgekeurd door de Financial Services Authority in het Verenigd Koninkrijk. Threadneedle is een handelsnaam, en de Threadneedle naam en logo zijn handelsmerken of gedeponeerde handelsmerken van de Threadneedle groepsbedrijven.



# THE WOMAN NEXT DOOR

## ARCHITECT VAN WERELDSPELER

*Dominique Senequier bouwde in veertien jaar tijd AXA Private Equity uit tot een wereldspeler. 'Een rendement van 15 tot 12 procent is uitstekend.'*

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

DOMINIQUE SENEQUIER ZOU de 'woman next door' kunnen zijn. De Française heeft een open gezicht en een warme, kwieke stem. Bij de eerste kennismaking ontspint zich vrijwel onmiddellijk een gesprek waarop Fransen het patent lijken te hebben: snel maar niet gehaast, levendig maar niet oppervlakkig. Maar Senequier is meer dan de woman next door. Ze wordt door het Amerikaanse blad Forbes gerekend tot de honderd machtigste vrouwen van de wereld.

In 1996 ging Senequier aan het werk bij AXA, de Franse verzekeraar die onder leiding stond van Claude Bébéar. Ze kreeg de opdracht een private-equitybedrijf op te zetten. Nu, veertien jaar later, heeft AXA Private Equity ruim 25 miljard euro onder beheer en is het een van de grootste investeerders in de sector. Senequier stelt dat Bébéar haar de juiste richting in stuurde. Hij hield haar voor dat zij fondsen moest werven buiten Frankrijk. Ze wist in het beginstadium Rabobank aan het bedrijf te verbinden en de Canadese provincie Quebec. Maar eenvoudig was het niet. Toen ze beloofde ook actief te worden in Duitsland, stroomde het geld binnen.

Om het miljardenvermogen te beheren, werkt AXA Private Equity met een team van 230 mensen. Er wordt in 150 bedrijven rechtstreeks belegd, er zijn aandelenbelangen in 500 fondsen en er wordt secondary debt opgekocht – waardepapier van collega-bedrijven waarvan het onderliggende bezit gereorganiseerd moet worden. In 2008 is er ruim 2,5 miljard dollar geïnvesteerd. In 2009 was dat niet meer dan 200 miljoen dollar. 'We geven er prioriteit aan om bedrijven waarin

we geïnvesteerd hadden door de crisis te krijgen. We hielpen het management met kostenverlagingen.' Nu is er weer aanleiding om overnames te doen. Zo is een portfolio gekocht van Bank of America dat 1,9 miljard groot is.

Volgens haar is er nog steeds sprake van een discount. Veel beleggers hebben in de nasleep van de kredietcrisis private equity in de portefeuille teruggebracht, omdat de allocatie te groot was geworden of omdat ze liquiditeit nodig hadden. 'Maar dat betekent niet dat ze geen vrouwen meer hadden in deze asset class.' Volgens haar hebben veel institutionele beleggers in de VS de relatief lage prijzen gebruikt om te beleggen in private-equitybedrijven en -fondsen.

Private equity zou volgens Senequier een nieuwe naam moeten krijgen: 'long-term equity'. 'Wij zijn beleggers voor de langere termijn, dat wil zeggen voor een periode van vijf tot zeven jaar. In die periode begeleiden we het management van onze ondernemingen in hun ontwikkelingsprojecten.'

Senequier heeft veel afwijkende opvattingen. Zo vindt zij dat een rendement van 30 tot 45 procent op het geïnvesteerde vermogen niet in het belang is van het bedrijf. 'Dat is financial engineering. Als dat gebeurt, dan weet je dat er ook weer een scherpe downturn komt. Een rendement van 15, of zelfs van 12 procent, per jaar, is uitstekend.' Bij AXA Private Equity is de leverage beperkt.

Senequier zegt dat het bedrijf inmiddels 50 procent buiten Europa heeft belegd. 'Europa vergrijsst. Landen als Frankrijk en Italië kennen grote tekorten. Dat zal tot een lagere economische groei leiden. De opkomende markten zijn daarentegen de motor van de wereld economie. Als je daar belegt, dan beleg je in



ONDERNEMERSZIN

## WIJNDOMEIN

**D**e ondernemerszin van Dominique Senequier werd zichtbaar in de jaren tachtig toen ze inspeelde op het feit dat het Franse wijnmakers moeite kostte opvolgers te vinden. Senequier, toen nog werkzaam bij de Franse verzekeraar GAN, kocht twee wijndo-

meinen in de Bordeaux. Daar liep ze Claude Bébéar tegen het lijf. De topman van AXA, die ook een voorliefde heeft voor wijnen en eveneens grossiert in wijnkasteelen. Bébéar haalde Senequier naar AXA. Daar maakte zij AXA Private Equity tot een wereldspeler. ■

mensen die zin hebben in het leven, in een cultuur die wil winnen. Hoe anders is dat in Europa!

Senequier heeft veel vertrouwen in infrastructuur als asset class. 'Dat is een immense groeiemarkt. Kijk naar wat de regering-Obama op dat front van plan is en kijk naar de enorme investeringen die in Azië worden gedaan. Infrastructuur biedt bovendien een hedge tegen

inflatie, omdat de opbrengsten veelal geïndexeerd worden voor de inflatie.'

Ze is wel kritisch of private equity geschikt is voor particuliere beleggers. 'Ja, je kunt het opnemen in je asset allocatie, maar dat zou je dan voor hooguit 4 procent moeten doen.' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Een van de nuttigste 'tools' van onze beleggingspecialisten: Een prullenmand.

De meeste bedrijven die we analyseren komen namelijk niet in onze portefeuilles.



### Aberdeen's Global Equity fondsen

Veel beleggingen zijn van slechte kwaliteit en proberen we te vermijden.

Onze regionale fundmanagers zien jaarlijks meer dan 3.000 bedrijven overal ter wereld. Meeting na meeting onderscheiden we de goede van de prullenmand beleggingen.

Uit de paar honderd bedrijven die voldoen aan onze strikte criteria, selecteert het Global Equity Team vervolgens circa 60 namen.

Een Aberdeen wereldwijde aandelenportefeuille is het resultaat van zeer grondige bottom up aandelenselectie. Wij beleggen niet in een bedrijf omdat deze wellicht in de benchmark zit, maar vertrouwen op onze eigen research.

	Annualised			
	1 year	3 years	5 years	Launch
Quartile	1	1	1	1

Aberdeen Global World Equity Fund performance data: Share Class A-2 Acc. Figures at 31 March 2010. Fund launched on 1 February 1993.

Als u meer wilt weten over Aberdeen's bekoonde wereldwijde aandelenproces, ga dan naar onze speciale Global Equities website op [aberdeen-asset.nl/globalequities](http://aberdeen-asset.nl/globalequities)



Voor meer informatie over Aberdeen's Global Equity fondsen, kunt u contact opnemen met Rik Brouwer op +31 20 6870 512 of een e-mail naar hem sturen via [rik.brouwer@aberdeen-asset.com](mailto:rik.brouwer@aberdeen-asset.com)



\*Bron: Lipper, Basis: Total Return, NAV to NAV, net of annual charges, gross Income reinvested. (USD.) Deze cijfers zijn exclusief de initiële kosten; met als gevolg dat indien deze worden betaald, de getoonde prestaties minder zullen zijn. In het verleden behaalde rendementen vormen geen richtlijn voor de toekomst. Marktschommelingen en wisselkoersschommelingen kunnen ertoe leiden dat de kapitaalwaarde van aandelen, en de inkomsten daaruit, zowel dalen als stijgen, en mogelijk krijgt de belegger zijn oorspronkelijk belegde bedrag niet terug. Als de valuta van het land waarin u gevestigd bent in waarde stijgt ten opzichte van de valuta van het Fonds waarin de onderliggende beleggingen zijn gedaan, zal de waarde van uw belegging minder worden en vice versa. Deze informatie mag niet worden beschouwd als een aanbod of een verzoek om te handelen in enige van de in deze informatie vermelde beleggingen of fondsen. Inschrijvingen op aandelen in het Fonds dienen uitsluitend te worden gebaseerd op het meest recente prospectus en het desbetreffende vereenvoudigd prospectus, samen met het laatste jaarverslag en het laatste halfjaarverslag. Uitgegeven en goedgekeurd door Aberdeen Asset Managers Limited, 10 Queens Terrace, Aberdeen, AB10 1YG, Schotland, toegelaten en gereguleerd door de Financial Services Authority (FSA) in het Verenigd Koninkrijk.





## Altijd een goede keus - de DWS Klassiekers.

Maak de juiste keuze - met de klassiekers van DWS Investments. Dankzij uitstekend en consistent fondsbeheer en een gedegen strategie, bieden wij u en uw klanten bovengemiddelde prestaties met goede rendementen.

- » DWS Top Dividende: Dit fonds biedt toegang tot wereldwijde aandelen met een hoog verwacht dividendrendement en belegt volgens een onderscheidende aanpak.
- » DWS Vermogensbildungsfonds I: Dit, in 1970 opgezette, fonds belegt wereldwijd in aandelen van kwalitatief sterke bedrijven, die naar onze verwachting goede groeivoorzichten bieden op de lange termijn.
- » DWS Eurorenta: Dit fonds geeft op basis van een actief valuta en duration beleid toegang tot het gehele Europese vastrentende universum met een nadruk op staatsobligaties.

» [www.DWS.nl](http://www.DWS.nl)

1<sup>ST</sup> CHOICE FOR YOUR MONEY.



Deutsche Bank Group

De informatie die dit document bevat behelst geen beleggingsadvies, dient slechts als productbeschrijving en kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd. In Nederland worden de producten van DWS Investments u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DWS Investments maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de bovenstaande beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Potentiële beleggers dienen hun eventuele beslissing om te beleggen in DWS beleggingsfondsen uitsluitend te baseren op het (vereenvoudigd) prospectus met de daarvan deelsluitmakende beschrijving van kosten, risicofactoren en voorwaarden. Het (vereenvoudigd) prospectus is kosteloos in zowel elektronische als in geprinte vorm beschikbaar bij Deutsche Bank AG Amsterdam Branch, Herengracht 450-455, 1017 CA Amsterdam tel. +31 (0) 20 555 4335 en [dws.nl](http://dws.nl). U dient zelf na te gaan of een belegging in DWS Invest Global Agribusiness in overeenstemming is met het voor u vastgestelde doelrisicoprofiel. De waarde van de activa kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. Het risico dat u uw inleg niet terugkrijgt is zeer groot. Dit risico kan hoger of lager worden afhankelijk van bijvoorbeeld uw beleggingskeuze. Bespreek uw risico met een adviseur. Loop geen onnodig risico. Lees het vereenvoudigd prospectus.