



OUTPERFORMANCE

En het nut van de benchmark

- 'Index hugger moet van het schap' PAGINA 37
- Stelling: ETF's, einde van kapitalisme PAGINA 26
- De kunst van het outperformen PAGINA 32

Loop geen onnodig risico. Lees de Financiële Bijsluiter.

zeer groot
vrij groot
zeer klein

risicometer
DIT IS EEN VERPLICHTE MEDEDELING

Flexibiliteit brengt u 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 markt-omstandigheden een positief rendement te behalen.

Bent u op zoek naar een vaste uitkering van 1,75% per kwartaal*, neem dan contact op met uw adviseur of met Schroders, telefoon 020 3052 840 of kijk op schroders.nl.

* Streefpercentage

Fondsperformance over ruim 10 jaar**

Kenmerken***

- Beheerd vermogen US\$ 9 miljard
- Gemiddeld jaarlijks rendement 12,24%***
- Positief rendementspotentieel in alle marktomstandigheden (absolute return)
- 42 van de 47 kwartalen positief rendement
- Dagelijkse liquiditeit
- Morningstar: ★★★★★ / Superior
- ISIN LU0106253437

*** Per 31-10-10, heeft alleen betrekking op aandelenklasse C

Schroders. Trusted heritage Advanced thinking

Voor meer informatie, bezoek www.schroders.nl

OUTPERFORMANCE

En het nut van de benchmark **PAGINA 4**

FOTO: REUTERS
COVERFOTO: ISTOCK

VOORWOORD

Outperformance, iedereen heeft het er over, maar wie kan het? Slechts een beperkt aantal slaagt er blijkens onderzoek in om op structurele basis de index te verslaan. Daarnaast is er een grote groep van fondsmanagers die wel zegt naar outperformance te streven, maar in werkelijkheid vooral het risico wil beperken en daarom zo dicht mogelijk bij de index blijft. Deze groep, smalend closet indexers en index huggers genoemd, vraagt een te hoge vergoeding voor hun inzet. Theodor Kockelkoren, de onverschrokken bestuurder van de AFM, bindt de strijd met deze managers aan. 'Ze moeten van het schap', zegt hij - goedschiks of kwaadschiks. Voor de fondsindustrie zal die boodschap inslaan als een bom, want ten minste een derde van de beleggingsfondsen behoort tot deze vermaledijde groep. Kockelkoren laat en passant ook nog weten dat er een provisieverbod voor de beleggingsindustrie moet komen en dat de banken moeten overgaan van een product- op een adviesfeemodel. Hij verwacht dat als banken zich volledig tot het klantbelang bekennen, de doorbraak van passieve producten zoals goedkope en liquide trackers een feit is. Voor de actieve manager komt het er dan op aan te bewijzen dat hij zijn hogere fee ook echt waard is.



Nederlandse fondsen zijn vooral passief

Nederlandse fondsmanagers die zich op de AEX-index richten, blijken een lage Active Share te hebben. Dat betekent dat ze maar beperkt afwijken van de index, zo blijkt uit onderzoek van Martijn Cremers, hoogleraar en bedenker van deze nieuwe meetmethode.

PAGINA 17



'De index hugger moet van het schap'

Beleggingsfondsen die te dicht bij de index blijven, maar beleggers een (te) hoge beheervergoeding in rekening brengen, moeten van het schap. Dat zegt Theodor Kockelkoren van de Autoriteit Financiële Markten in een interview. Niet goedschiks, dan wel met een aanwijzing, zegt hij.

PAGINA 37

EN VERDER

De kunst van outperformen
Stock pickers over de geheimen van hun vak.
PAGINA 32

Alternatieve indices
Zoektocht naar een alternatief voor de kapitaalgewogen index.
PAGINA 23

RUBRIEKEN

COLUMNS.....7,24, 31
INFOGRAPHIC.....20
PRO & CONTRA26

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING EBRIEN BRINKMAN BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE HAN DIEPERINK, JEROEN BOOGAARD, BAS DOMMERHOLT, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HENDRIK MEESMAN, LEEN MEUJAARD, STEPHANE MONIER, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, DAAN POTJER, FREDERIK RUYSS, CORINA RUHE, MIRANDA SCHOOTSEN, HANS SPOELMAN SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP DAT ZICH RICHT OP GESTAN-DAARDEERDE BELEGINGSPRODUCTEN.



OUTPERFORMANCE

EN HET NUT VAN DE BENCHMARK

- *De markt splitst zich op in passief of écht actief beheer*
- *Definitieve doorbraak van trackers wordt door banken bepaald*

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

ZE WORDEN SMALEND 'index huggers' en 'closet indexers' genoemd – beleggingsfondsen die zeggen dat ze de index proberen te verslaan, maar in werkelijkheid die index bijna naadloos kopiëren en daar nog een forse beheervergoeding voor vragen ook. Jaren- zo niet decennialang konden deze fondsen onopgemerkt hun gang gaan en waren ze de melkkoe van bank en fondshuis. Zo gaan in de industrie verhalen rond van fondsmanagers die ontslagen zijn of ontslag hebben genomen of met zwangerschapsverlof zijn gegaan en het fonds onbewaakt, maar zonder noemenswaardige schade, konden achterlaten.

De jacht op deze closet indexers is nu geopend. Er is vrijwel niemand die het nog voor ze opneemt, want ze kijken de dood in de ogen. Dat komt vooral door de opkomst van de indextrackers: fondsen die geen outperformance pretenderen, maar tegen lage kosten en veel gebruikersgemak ongeveer hetzelfde rendement in het vooruitzicht stellen als de markt(index) die gevolgd wordt. De kredietcrisis van 2008 versnelt de opmars van deze producten, omdat beleggers geen genoeg meer nemen met de notie van relatieve performance. De

opmerking van een fondsmanager dat hij het 1 procent beter heeft gedaan dan de benchmark, is een argument dat nu wordt weggehoond als diezelfde index tientallen procenten onderuit is gegaan, zoals in het rampjaar 2008 het geval was.

Ontmaskering

Beleggers stellen zich in dat verband de vraag waarom zij een fondsmanager een beheervergoeding moeten betalen als deze een wanprestatie heeft geleverd – was de fondsmanager een arts of een accountant geweest, dan zou hij zijn aangeklaagd voor een tuchtcommissie. Het is waar, beleggen is risico nemen, dus een belegger weet waaraan hij begint. Toch is er na 2008 iets onmiskenbaar veranderd: nu de huizenhoge rendementen van rond de eeuwwisseling tot het verleden behoren en economie en markten zich in een fragiele staat bevinden, is het

accent verschoven van rendement naar risico. Het is vooral vermogensbehoud dat op de lippen van beleggers bestorven ligt.

In dat kader gaan kosten een essentiële rol spelen, vooral nu assetmanagers voorspellen dat in het Westen de komende jaren in vrijwel geen enkele asset class een rendement van meer dan 4 procent per jaar te behalen is. Dergelijke moeizame marktomstandigheden, in combinatie met de vermogensrendementheffing en de dreiging van olopemde inflatie, maken dat het managen van de kosten in de portefeuille van vitaal belang wordt.

De instrumenten om de closet indexers te ontmaskeren, waren tot dusver beperkt. De tracking error, de mate van het rendement van een beleggingsportefeuille ten opzichte van de index, was er één van. Maar deze maatstaf geeft maar een beperkte indicatie van het risico dat een manager bereid is te nemen.

Outperformance

Meer houvast biedt in dat opzicht Active Share, de methode die enkele jaren geleden door de Nederlander Martijn Cremers en de Fin Antti Petajisto is gelanceerd. Hierbij wordt in kaart gebracht hoe actief de fondsmanager in zijn strategie is: hoe hoger de afwijking, hoe groter de kans op outperformance. Af-

hankelijk van het aantal bedrijven in de index, wordt in de regel een Active Share bepleit van ten minste 80 procent. Want, zo blijkt uit recent aanvullend onderzoek van Petajisto, fondsmanagers die in Amerikaanse aandelen beleggen en een hoge Active Share hebben, behalen voor aftrek van kosten gemiddeld een outperformance van 2,61 procent. Na aftrek van kosten en managementfee is dat nog altijd een plus van 1,26 procent.

Over closet indexers – geschat op ten minste 30 procent van het totale aanbod aan beleggingsfondsen – zegt hij: 'Dergelijke fondsen die heel dicht bij de index blijven, zijn buitengewoon slecht. Het is zo goed als zeker dat deze fondsen na aftrek van kosten bij de index achterblijven.'

Freddy van Mulligen, hoofd research van fondsenbeoordelaar Morningstar, steekt zijn enthousiasme voor Cremers en Petajisto niet onder stoelen of banken. 'Fondshuizen moeten Petajisto en Cremers met goud behangen, met private jets laten rondvliegen en zorgen dat het deze heren aan niets ontbreekt. Precies op het moment dat na tientallen jaren academisch onderzoek het inzicht bijna algemeen was geworden dat alle niet-indexfondsen beter gesloten kunnen worden en fondsmanagers omgeschoold moeten worden, laten zij zien

LEXICON

WEGWIJS IN
OUTPERFORMANCE

Active Share: De mate waarin een manager actief afwijkt van de index

Alfa: Het is de outperformance die een fonds heeft behaald bovenop wat verwacht zou mogen worden volgens een bepaald beleggingsmodel.

Beta: De beta van een aandeel is de mate waarin de koers beweegt ten opzichte van een index.

Bottom-up: Beleggingmethode waarbij eerst de kwaliteit en de toekomstkansen van een bedrijf worden onderzocht en pas daarna andere beleggingsmotieven in ogenschouw worden genomen.

Closet indexers: Beleggingsfondsen die beweren de beursindex te kunnen verslaan, maar deze in feite nauwgezet volgen. Deze fondsen presteren na aftrek van kosten slechter dan de index, maar brengen beleggers wel aanzienlijk hogere kosten in rekening.

Fundamental indexing: Indices die gewogen worden en samengesteld op basis van fundamentele economische en boekhoudkundige regels.

Index: Een mandje aandelen of obligaties dat dient als graadmeter van ontwikkelingen op een bepaalde beurs of financiële markt.

Indexfonds: Een fonds dat zo nauwkeurig mogelijk een index volgt met als doel om hetzelfde rendement te behalen.

Outperformer: Belegger die het, na aftrek van kosten, duidelijk beter doet dan de index.

Sharpe Ratio: Met dit getal kunnen de resultaten van fondsen met elkaar worden vergeleken. Het geeft het rendement boven het risicovrije rendement per eenheid gelopen risico weer. Hoe hoger de ratio, hoe beter het is gelukt om bij een bepaald genomen risico een extra rendement te behalen.

Standaarddeviatie: Maatstaf voor de risicograad van beleggingen. Via een formule worden de koersuitslagen ten opzichte van de gemiddelde koersafwijking berekend. Hoe hoger de standaarddeviatie, hoe groter het risico.

Tracking error: Een begrip waarmee een indicatie wordt gegeven van de mate van afwijking tussen het rendement van een beleggingsportefeuille en de waardeontwikkeling van een benchmark.

Volatiliteit: Het geeft de beweeglijkheid weer. Een hoge volatiliteit betekent dat de koers van een fonds sterk stijgt en daalt binnen een korte periode.

dat echt actieve beheerders wel degelijk resultaat toevoegen, hun kosten goedmaken en dit ook nog eens vrij constant doen. Ze zijn de redding van een hele industrie en de eer van een beroepsgroep van beleggingsanalisten en portefeuillebeheerders!

Kickback

De twee onderzoekers dragen op hun wijze bij aan de waterscheiding die zich nu in de fondsenindustrie aftekent. Fondsenbeleggen wordt een kwestie van passief en goedkoop óf actief en met de kans op outperformance.

Of deze waterscheiding ook echt tastbaar wordt voor de particuliere belegger, hangt vooral af van de distributeurs – in casu de banken. Zij geven tot

Het wordt passief
en goedkoop of
actief en met
een kans op
outperformance

nu toe prioriteit aan beleggingsfondsen. Deels heeft dat te maken met hun geloof dat fondsmanagers wel degelijk de index kunnen verslaan – mits men de goede weet te kiezen – deels is het een gevolg van hun businessmodel, dat sterk leunt op een provisiestelsel in de vorm van de 'kickback'.

De kickback is de distributievergoeding die fondshuizen betalen om hun product bij de bank op het schap te krijgen. Die vergoeding snoept naar schatting de helft van de totale kosten op die de eindklant jaarlijks voor het product moet betalen.

Sinds de jaren negentig van de vorige eeuw is de hoogte van de kickback stapsgewijs opgekrakt. Wie er verantwoordelijk voor is, is moeilijk te reconstrueren: banken en fondshuizen wijzen elkaar over en weer als hoofdschuldige aan. Sommige fondshuizen zeggen dat het de 'buitenlanders' zijn geweest, die bereid waren hoge distri-

butievergoedingen te betalen om door te dringen tot het lucratieve schap van banken en andere distributeurs in Nederland.

'In ieder geval', zegt een vertegenwoordiger van een groot fondshuis, 'is de situatie nu zo dat er meer concurrentie dan ooit is in Nederland, maar dat de kosten voor de eindklant ook alsmaar zijn gestegen.'

Adviesfee

De kickback is de smeerolie in het assortiment van beleggingsfondsen dat banken hun klanten aanbieden. Het is een uiterst lucratieve business, zodat het niet verbaast dat tot dusver geen van de grootbanken aanstanen lijkt te maken om deze vorm van provisie te schrappen.

Maar nu lijkt de wal het schip te keren: de Autoriteit Financiële Markten (AFM) dringt er bij de minister van Financiën op aan om tot een provisieverbod over te gaan – dit naar analogie van de verzekeringsbranche. Ter compensatie van de gemaakte kosten wil de AFM over op een adviesfeemodel.

Dat betekent dat de klant bij het verkrijgen van een advies of het sluiten van een beleggingscontract meteen een rekening betaalt. 'Op die manier krijg je een zuiver marktmodel, waarin de bank niet meer twee heren, maar uitsluitend het klantbelang dient', zegt AFM-bestuurder Theodor Kockelkoren.

Een adviesfeemodel, waar door private bank Van Lanschot Bankiers al een start mee is gemaakt, heeft vergaande consequenties voor zowel banken als fondsaanbieders als voor particuliere klanten. De belangrijkste is misschien wel dat er hogere kwaliteitseisen zullen worden gesteld aan de beleggingsproducten op het schap.

Niet langer de hoogte van de provisie, maar de toegevoegde waarde van een product voor de klant wordt dan meer dan ooit doorslaggevend. Dat heeft voor de beleggingsindustrie vergaande consequenties. Eén daarvan verwoordt Kockelkoren van de AFM in deze special: de closet indexers moeten van het schap.

Existentiële uitdaging

Als het aan de AFM ligt, dan moet de



ZWANGERSCHAPSVERLOF OF EEN BREAK,
UW BELEGGINGEN REDDEN ZICH WEL
FOTO: ISTOCK

De kickback is de
smeerolie in het
assortiment van
beleggingsfondsen
dat de bank aanbiedt

ruimte die hierdoor op het schap ontstaat worden opgevuld door goedkope indexproducten, zoals trackers. Nu worden die producten nog maar beperkt door banken aangeboden, omdat er geen distributievergoeding door deze aanbieders wordt betaald. Maar als er een adviesfeemodel in Nederland komt, dan zullen passieve indexproducten een definitieve doorbraak maken en waarschijnlijk een substantieel deel van de markt veroveren.

Voor de aanbieders van actieve beleggingsfondsen is dat een existentiële uitdaging: als ze de markt met hun producten niet structureel weten te ver-

slaan, dan is er amper nog plaats voor ze. De fondsenindustrie sorteert op die ontwikkeling voor: de tracking error wordt opgehoogd, het mandaat wordt verruimd, zodat beleggers ook van alternatieve beleggingsinstrumenten gebruik kunnen maken. Daarnaast worden meer gespecialiseerde fondsenboutiques opgevoerd, zodat beleggers ook van absolute returnstrategieën van hedgefondsen aan het arsenaal toegevoegd. En dat alles met het doel de heilige graal van de outperformance te bemachtigen. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR
VAN FONDSNIEUWS.

COLUMN

RENDEMENT DOOR
MARKT OF BEHEERDER?

TEKST: DAAN POTJER

Beleggers beleggen om meer rendement te krijgen dan bij sparen of uit een deposito. Men is bereid meer risico te lopen om op die manier dit hogere rendement te kunnen maken.

De eerste vraag is daarom direct: hoeveel risico? Door middel van een analyse die het doel, de horizon, de risicohouding en de kennis van het beleggen in ogenschouw neemt, stelt men dit vast en kan men de tweede stap zetten: welk risico gaat men nemen? Bij deze vraag wordt op dit moment bijna uitsluitend naar de mix van aandelen, obligaties en andere beleggingscategorieën gekeken. In de huidige marktomgeving is die invalshoek echter veel te beperkt.

De kredietcrisis en de nasleep daarvan zorgen ervoor dat de verwachte rendementen voor vrijwel alle beleggingscategorieën laag zijn. De consument geeft nog steeds niet veel uit en de winsten van bedrijven kunnen daardoor slechts groeien door de marges te verhogen. Dit kan men niet blijven doen en omdat de economische groei lager zal zijn dan we gewend zijn, is het potentieel voor aandelen niet zo hoog als dat voor de crisis leek te zijn. (Toen sprak men geregeld van lange termijnrendementen voor aandelen van 10 procent, kom daar nu nog maar eens om...) De rente is laag en blijft op zijn best stabiel of zal stijgen door verhoogde inflatieverwachtingen vanwege het huidige zeer ruime monetair beleid. Het potentieel voor het rendement op obligatiebeleggingen is daarmee ook niet bepaald hoog. Verder zullen de centrale banken vanwege de lagere economische groei de korte rente laag houden, dus ook op dit terrein is er weinig te bereiken. Waar is er dan nog wel rendement te behalen?

Beleggingsrisico is niet alleen het risico van de markten, maar ook de ruimte die men

aan actieve beheerders kan geven om posities op die markten in te nemen. Zeer actieve beleggers, die hetzij duidelijk afwijken van de index om alleen in de echt interessante delen van de markt te beleggen, hetzij een absoluut rendement nastreven door in te spelen op continu veranderende markten of op rendementsverschillen tussen markten, kunnen goede rendementen maken ondanks dat de markten als geheel gemiddeld een laag rendement laten zien.

Beleggers kunnen dus kiezen: hoeveel van het risico dat ik wil lopen om meer rendement te maken geef ik aan 'de markten' en hoeveel geef ik aan actieve beheerders. Spreiding is in dit geval een goed idee. Door een weloverwogen mix te maken, bijvoorbeeld door een core/satellite benadering die gebruik maakt van zowel indexfondsen (zoals ETF's), als echt actief beheerde fondsen, kan men zelfs in deze 'laag rendement' tijden met veel volatiliteit voor de beleggingsportefeuille een aantrekkelijk resultaat bereiken.

Juist de vlucht naar passieve beleggingen als ETF's biedt extra kansen voor actief beleid. Aangezien winnaars uit het verleden de hoogste weging in een index krijgen, wordt er bij indexbeleggen structureel meer

'Juist de vlucht
naar passieve
beleggingen biedt
actieve belegger
extra kansen'

geld naar die winnaars gestuurd. Actieve beleggers kunnen zowel in relatieve als in absolute zin een goed rendement maken door hun aandacht bijvoorbeeld te richten op de winnaars van de toekomst of de 'fallen Angels' die het na een herstructurering weer goed gaan doen. Daarnaast is de huidige omgeving, die gekenmerkt wordt door hoge volatiliteit, óf omgeving voor het actief behalen van de mix van beleggingscategorieën.

Ondanks de discussie over actief versus passief, is er dus een goede case voor actief en passief! Actief beleggen is op dit moment de bron van aantrekkelijk rendement en een must in iedere portefeuille. ■

DAAN POTJER IS MANAGING DIRECTOR VAN
AETHRA ASSET MANAGEMENT.



If you select star companies, get 5 star and AA ratings and receive two gold medals, you don't worry about the benchmark. You become a benchmark.

Angus Steel
Fondsmanager Delta Lloyd
Europees Deelnemingen Fonds



Goed voorbereid de benchmark negeren? De deelnemingenfondsen van Delta Lloyd.

... zeker delta lloyd
verzekeren bankieren beleggen

De deelnemingenfondsen van Delta Lloyd Asset Management zijn als beleggingsinstelling opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Loop geen onnodig risico. Lees de Financiële Bijsluiter of het vereenvoudigd prospectus voordat u het product koopt. De Financiële Bijsluiter of het vereenvoudigd prospectus is verkrijgbaar via www.deltalloydasstmanagement.com. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.

BELEGGINGSCOCKTAIL

CORE SATELLITE BELEGGEN WINT AAN BETEKENIS

Core satellite-beleggen, een combinatie van passief en actief beleggen in voornamelijk ETF's en alfafondsen, wint terrein onder institutionele beleggers, wealth managers en private banks in Nederland. Nu de particuliere belegger nog bekendmaken met een strategie van solide verdedigen en gericht aanvallen.

TEKST: ANNEMIEKE DIEKMAN

VRAAG EEN WILLEKEURIGE particuliere belegger naar zijn kennis over Exchange Traded Funds (ETF's) of core satellite-beleggen en hij knippert met zijn ogen. Een onderzoek van TNS Nipo onder ruim zevenhonderd particuliere beleggers wijst uit dat slechts 10 procent van hen passief belegt. Dit in weerwil van de financiële crisis, die in veel particuliere beleggingsportefeuilles diepe sporen heeft nagelaten. Onbekendheid met indexvolgers ligt hieraan ten grondslag.

'Hoog tijd om daar iets aan te doen', vindt Roel Thijssen, managing director Ishares Benelux, dochter van BlackRock. Hij beschouwt de core satellite-benadering, waarin ETF's veelal de belangrijke passieve kern vormen, als een omkeerbare ontwikkeling. 'De recente ontwikkelingen, zoals de financiële crisis, maar ook de ophef over woekerpolissen en de zorg om de pensioenen, maken kostenbewust passief beleggen met behulp van indexvolgers nu ook in Nederland actueel.'

Splitsing

Bij core satellite-beleggen wordt de portefeuille opgesplitst in een kern, die 70 à 80 procent uitmaakt. In de kern zitten vooral indextrackers die zorgen voor marktconforme risico's, kosten en liquiditeit. De trackers laten een performance zien die gelijk is aan de benchmark, de bètareturn. In de satellieten daaromheen is plaats voor actieve beleggingen, waarvan de portfoliomanager een outperformance verwacht ten opzichte van de benchmark, de alpha return. Die outperformance kan worden behaald in minder transparante markten, sectoren en individuele bedrijven.

Van het core satellite-beleggen wordt al gebruik gemaakt door institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen,



EEN GOEDE COCKTAIL VAN PASSIEF EN ACTIEF BELEGGEN EN GEDULD LEIDT TOT EEN HOGERE RENDEMENT.
FOTO: ISTOCK

Trackers als kern, actieve fondsen als satellieten er om heen die voor de alfa moeten zorgen

en door wealth managers, zoals Merrill Lynch en vermogensbeheerders als First Capital. Zij zijn er vooral op gericht om de kosten in het leeuwendeel van de portefeuille zo laag mogelijk te houden en om met fondsmanagers met een bewezen track record outperformance in de portefeuille te behalen. Vermogensbeheerders en banken die voor rijke klanten werken, kunnen zich deze aanpak veroorloven, omdat het klanten zijn die een vaste fee betalen die ruimschoots

de klassieke distributievergoeding compenseert die fondsen aan banken en vermogensbeheerders betalen.

Hoe sterk de opmars van trackers wel is, bewijst het feit dat in 2000 nog maar 74 miljard dollar in deze producten werd belegd, tegen bijna 1200 miljard nu. Bij deze stormachtige opmars blijft de particuliere belegger echter achter. De grootbanken zijn niet zo happig hun klanten erop te attenderen, omdat ze voor trackers geen distributievergoeding krijgen. Roel Thijssen van Ishares denkt dat het een kwestie van tijd is dat banken ertoe overgaan om hun klanten op actieve wijze attent te maken op deze manier van beleggen.

Assortiment

Rabobank is wel om. Sinds begin dit jaar heeft de bank ook trackers in het eigen assortiment. 'De producten zijn gescreend en staan nu op een lijst waar we

nadrukkelijk wat mee willen doen', zegt Han Dieperink, cio private banking bij Rabobank. 'Dat heeft ten eerste te maken met de markt zelf. Door de globalisering is het belang van sectorbeleggen enorm toegenomen en met trackers kan prima ingespeeld worden op deze trend. Core satellite-beleggen maakt de combinatie van passief en actief beleggen goed mogelijk. De kern van de portefeuille bestaat uit passief indexbeleggen zonder actieve managers. Satellieten eromheen geven ruimte voor een ander type beleggingen, met een grotere kans op outperformance van de benchmark, maar ook met hogere risico's en kosten. De ontwikkelingen gaan razendsnel. Nog maar vijf jaar geleden kwamen de eerste obligatietrackers op de markt. Dat kun je nu al niet meer voorstellen.'

ANNEMIEKE DIEKMAN IS FREELANCE JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

EXPERT ETF

LYXOR

Experts in ETFs sinds 2001.

Met 31,67%* marktaandeel in dagelijkse turnover is Lyxor een van de meest liquide ETF aanbieders in Europa.

Met 35,3 miljard* in Assets under Management is Lyxor ETF een van de marktleiders op de Europese markt.

Met 207 producten in Europa die toegang geven tot asset classes als aandelen, obligaties, grondstoffen en geldmarkten, is Lyxor ETF een van de meest innovatieve uitgevers van Europa.



Neem contact op met een van onze experts
www.lyxoretf.nl

Bloomberg: LYXOR<GO>

EXCHANGE TRADED FUNDS BY

LYXOR

SOCIETE GENERALE GROUP

*Volumes op de Europese beurzen. Bronnen: Bloomberg en Lyxor AM eind september 2010. Wij raden alle potentiële beleggers aan de prospectus goed te bestuderen. In dit verband dienen de potentiële beleggers hun eigen analyse te maken van de risico's, en eventueel vooraf hun eigen juridische, financiële, fiscale, boekhoudkundige raadgevers of eender welke andere vakman te raadplegen. In het bijzonder dient u er zich bij onderschrijving, aankoop of bezit van de belegging beschreven in dit document, van bewust te zijn dat u in bepaalde omstandigheden het risico kan lopen een lagere terugbetalingswaarde te ontvangen dan de aanschafwaarde. Behoudens in geval van communicaties met promotioneel karakter of ander document of bericht dat verband houdt met de operatie, en gepubliceerd op hun initiatief, en waarin bedrieglijke, onjuiste of tegenstrijdige informatie zou staan in vergelijking met de prospectus, of die niet conform zou zijn met de bepalingen van artikel 58 van de wet van 16 juli over openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten en over de toelating van beleggingsinstrumenten voor verhandeling op de geregelende markten, kunnen Société Générale en Lyxor Asset Management niet verantwoordelijk gehouden worden voor de financiële of enige andere gevolgen, die voortvloeien uit de onderschrijving of de aanschaf van dit product. De prospectus en de samenvatting in het Nederlands en het Engels kunnen gedownload worden op de website www.lyxoretf.com.

HET GEHEIM VAN DE KICKBACK

KOSTEN FONDSEN VS TRACKERS

Beleggingsfondsen zijn fors duurder dan trackers. Oorzaak is de kickback, de distributievergoeding die fondsen aan distributeurs betalen. Afschaffing ervan brengt het gewenste level playing field.

TEKST: AUKE PLANTINGA

ONDANKS DE CONCURRENTIE uit het buitenland stijgen de kosten van het beheer. De Exchange Traded Funds (ETF's) zoals de iShares van BlackRock zijn aan een razendsnelle opmars bezig. Deze ETF's, die in Nederland ook wel 'trackers' worden genoemd, zijn doorgaans passief beheerde portefeuilles gebaseerd op een marktindex, zoals de MSCI Europe of de Dow Jones Euro Stoxx 50. Beleggers kunnen deze via de beurs aanschaffen.

In hun opmars worden de ETF's gesteund door de grote aandacht voor de kosten van het beheer. Deze kosten worden gemeten met behulp van de zogenoemde Total Expense Ratio (TER). ETF's hebben doorgaans lagere TER's dan de traditionele beleggingsfondsen.

Hoe sterk de kosten van het beheer van beleggingsfondsen als percentage van het gemiddeld belegd vermogen van het afgelopen decennium zijn gestegen, blijkt uit de twee bekendste aandelenfondsen van Nederland, Robeco en BNP Paribas Obam. De kosten zijn ontleend aan de jaarverslagen van Robeco en Obam. De percentages die in de tabel worden gepresenteerd, zijn vergelijkbaar met de TER, maar kunnen enigszins

afwijken door verschillen in de berekeningsmethode. Obam heeft een gebroken boekjaar, waardoor de cijfers voor bijvoorbeeld 2008 betrekking hebben op de periode 1/7/2007 – 30/6/2008.

In deze periode zijn de kosten sterk gestegen. Ook bij veel andere fondsen is veelal sprake van een stijging. Wat opvalt in een vergelijking met Amerika, is dat het Robeco- en Obam-fonds in het begin zeer lage kosten hadden. Amerikaanse beleggingsfondsen hadden in 2002 gemiddeld een TER van 1,24 procent. Het kostenniveau van Robeco en Obam in de periode 2000-2002 is goed vergelijkbaar met de kosten van een ETF nu.

Distributie

Wat verklaart nu deze sterke stijging van de beheerskosten van beleggingsfondsen? Het is namelijk niet voor de hand liggend: met het voortschrijden van de informatietechnologie zou je verwachten dat de kosten juist zouden dalen. Waarom was het 10 jaar geleden wel mogelijk een actief beleggingsfonds te maken tegen lage kosten en nu niet?

Een belangrijke verklaring ligt in de verandering in de wijze van distributie van beleggingsfondsen. Nog geen tien jaar geleden werden beleggingsfondsen vooral verkocht via de beleggingsgiro

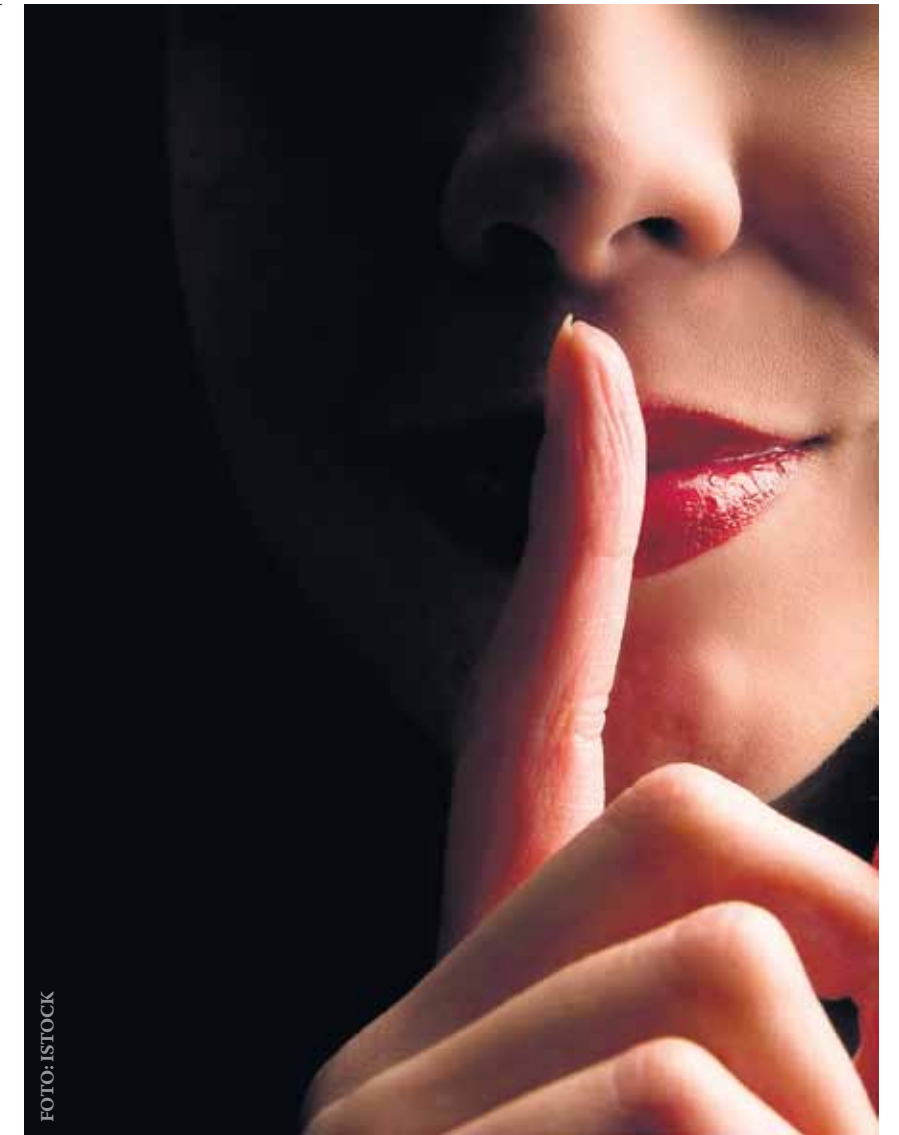


FOTO: ISTOCK

ONTWIKKELING KOSTEN ALS PERCENTAGE VAN BELEGD VERMOGEN (IN %)

	ROBECO	BNP PARIBAS OBAM
2000	0.52	-
2001	0.59	-
2002	0.86	0.43
2003	0.82	0.67
2004	0.94	0.87
2005	1.09	0.88
2006	1.11	1.24
2007	1.16	1.08
2008	1.16	1.18
2009	1.10	0.83
2010	-	1.22

van het fondshuis. Daarnaast konden de fondsen via de beurs worden aangekocht. Tegenwoordig worden via de beleggingsgiro's ook fondsen van derden verkocht. Wat de belegger vaak niet weet is dat de eigenaar van de beleggersgiro een provisie krijgt van de aanbieders van fondsen, en deze zogenoemde kick back wordt betaald uit de TER. Hierdoor werd het gemakkelijk voor buitenlandse aanbieders zoals BlackRock en Fidelity om hun fondsen via Nederlandse distributeurs aan te bieden. Ze waren bereid daar een hoge vergoeding voor te betalen.

De kick back kan 40 tot 80 basispunten van het belegde vermogen bedragen en dat leidt tot een substantiële verhoging van de kosten. Op basis hiervan zou je kunnen concluderen dat actieve be-

VERVOLG VAN PAGINA 11

heerde fondsen vooral duur zijn door de actieve marketing maar dat het beheren van de portefeuille zelf niet veel duurder is. Overigens is de werkelijke impact van provisies op de TER moeilijk te bepalen, omdat de distributievergoedingen doorgaans tot de best bewaarde geheimen van de industrie behoren. Ook uit de jaarverslagen van een beleggingsfonds valt op dit punt weinig op te maken.

Op het niveau van het fondshuis kan wel enige informatie worden verkregen. Uit het jaarverslag van de Robeco Groep blijkt dat de inkomsten uit hoofde van managementfees 665 miljoen euro bedragen. De kosten voor 'Distribution and subadvisory costs' (waaronder provisies) zijn 195,8 miljoen euro, ofwel zo'n 30 procent van de inkomsten. Aangezien Robeco vermogen voor zowel de particuliere als de institutionele markt beheert, is het redelijk te verwachten dat dit percentage voor fondsen gericht op de particuliere markt nog hoger zal zijn.

Een nadeel van provisies is dat distributeurs geneigd kunnen zijn om fondsen met een hoge provisie in het assortiment op te nemen. Dit is niet in het belang van de belegger. Uitgaven aan marketing en distributie komen niet rechtstreeks ten goede aan een betere beleggingsbeslissing. Mogelijk is de invloed op de performance zelfs negatief, omdat een groter fonds het moeilijker krijgt om goede aan- en verkoopbeslissingen uit te voeren zonder nadelige effecten op te realiseren prijzen.

Opmars

ETF's zijn begonnen aan een razendsnelle opmars, onder meer door de lage kosten en de relatief goede performance. Een deel van het succes is dat zij verkocht worden via de beurs, waardoor ze op een zeer efficiënte manier toegankelijk werden voor een groot publiek. De markt wordt beheerst door enkele zeer grote spelers, waarbij de iShares van BlackRock verreweg het meest succesvol zijn. De ETF's verdringen de actief beheerde Nederlandse fondsen van de markt.

Het kostenverschil tussen actief en passief beheer wordt vaak echter overdreven. In de onderstaande tabel is voor een aantal verschillende beleggingscategoriën de gemiddelde TER gegeven voor ETF's en beleggingsfondsen. De gegevens zijn verzameld aan de hand van de website van Morningstar en hebben be-



AUTOMATISCHE PILOOT VS ACTIEVE BIJSTURING IS KWESTIE VAN KOSTEN
FOTO: ISTOCK

TOTALE EXPENSE RATIOS (2009, IN %)

	ETFs	Beleggingsfondsen
AANDELENFONDSEN (ALGEMEEN)	0,56	1,58
SECTOR- EN THEMAFONDSEN	0,57	1,42
GELDMARKT- EN OBLIGATIEFONDSEN	0,21	0,96

De beste oplossing is wellicht het afschaffen dan wel verbieden van de provisie

trekking op ETFs en beleggingsfondsen die via de Amsterdamse effectenbeurs kunnen worden gekocht.

Deze tabel suggereert dat het verschil tussen het kostenniveau van een ETF en een actief beleggingsfonds al gauw kan oplopen tot 1 procent. In werkelijkheid is het verschil veel minder groot. Bij een ETF moet ook nog bewaarloon worden betaald. Dit bewaarloon bedraagt doorgaans zo'n 20 a 25 basispunten voor de kleinere belegger. Daarnaast geldt dat de grotere actieve beleggingsfondsen (zoals Robeco en Obam) doorgaans een lagere TER hebben. Het verschil in het relatieve kosten-niveau van bijvoorbeeld Robeco met een TER van 1,1 procent in 2009 en de iShares MSCI World met een TER van 0,50 procent en 0,20 procent bewaarloon bedraagt 'slechts' 0,4 procent.

Wanneer de fondshuizen een vervanging weten te vinden voor het kostenverhogende systeem van provisies dan kan ook die resterende 0,4 procent nog verder dalen tot wellicht 0,2 procent. De keuze tussen ETF's met een passief beleid versus een actief beleggingsfonds kan dan gemaakt worden op basis van

een serieuze afweging van kosten versus toegevoegde waarde.

Mogelijke manieren om de markt te hervormen zijn – naar Amerikaans voorbeeld – het introduceren van verschillende share classes met verschillende distributievergoedingen. De doe-het-zelfbelegger kan dan gewoon via Binck of Alex het fonds kopen met de lage TER. De belegger die met veel begeleiding en advies moet worden geholpen om tot een belegging te komen koopt het fonds of de ETF met een hogere TER waarin de provisie voor de intermediair ligt besloten.

De beste oplossing is wellicht het afschaffen cq verbieden van de provisie. In plaats daarvan kan de distributeur een bewaarloon in rekening brengen, net zoals dat nu gebeurt bij effectenrekeningen. Afhankelijk van het niveau van service kan dit bewaarloon verschillen. Een laag tarief voor execution only, en hogere tarieven voor een abonnement met planningstools en/of één-op-één adviesgesprekken. ■

AUKE PLANTINGA IS HOOFDDOCENT AAN DE FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE VAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.

Is een lage TER waardevol?

Of gewoon verkeerd rekenen?

iShares®
Keep evolving

De kosten van een ETF kunt u niet beoordelen op grond van de TER* alleen. Als u ook naar liquiditeit en het totaal rendement kijkt, kunnen de werkelijke kosten hoger liggen. Als 's werelds grootste aanbieder van ETF's doet iShares er alles aan om de Total Cost of Ownership zo laag mogelijk te houden. Ons unieke multi-dealer model bevordert de liquiditeit van onze ETF's. Geavanceerd indexbeheer leidt tot lagere kosten voor het aanhouden van de portefeuille waarmee het rendement van de index wordt verkregen. U zou het een schaalvoordeel kunnen noemen.

Zoals bij iedere belegging, is uw rendement niet gegarandeerd.

Meer weten over 's werelds grootste aanbieder van ETF's?
Ga naar iShares.nl of bel 0800 – 0233 466

BLACKROCK

LANGE ADEM LOONT WEL

'GEEN VERBAND TUSSEN RISICO EN RENDEMENT'

- *Volatiliteit maakt voor rendement niet uit*
- *Opmars van laag-risico aandelenfondsen*

TEKST: MIRANDA SCHOUISEN

WIE IN DE financiële wereld een conventionele wijsheid onderuit wil halen, moet over een lange adem beschikken. Zeker als het gaat om de twee belangrijkste grootheden waarmee beleggingsprofessionals werken: risico en rendement. Er bestaat nauwelijks verband tussen die twee, beweert de Amerikaanse econoom Eric Falkenstein. Terwijl dat volledig in tegenstrijd is met de gangbare theorie dat het nemen van risico wordt beloond met een risicopremie.

Falkenstein identificeerde het fenomeen in 1995 en vond in Pim van Vliet, onderzoeker kwantitatieve strategieën bij Robeco, een geestverwant. Op zijn uitnodiging kwam de Amerikaan onlangs naar Rotterdam om zijn opvatting toe te lichten tegenover een groep institutionele beleggers. 'Het boodschap die ik probeer over te brengen is dat lage volatiliteit op z'n minst hetzelfde rendement oplevert als hoge volatiliteit', hield hij zijn publiek voor. 'Ik wil u ervan overtuigen dat mijn beweringen kloppen en dat er geen risicopremie is.'

De econoom wijst op het almaar

toenemende bewijs hiervoor uit empirisch onderzoek. Reeds in 1992 vergeleken de economische wetenschappers Fama en French, het gemiddelde maandrendement van 25 aandelenportefeuilles die waren gecorrigeerd voor ondernemingsomvang, met de markt-beta. Zij kwamen tot de conclusie dat er geen relatie bestond. Dat was opvallend omdat Fama eerder zelf aan de wieg stond van het algemeen erkende capita asset pricing model, dat wel een positief verband tussen risico en rendement veronderstelt.

Vlakke relatie

Falkenstein: 'Het bewijs is overweldigend. En dit geldt niet alleen voor aandelen maar voor een hele range aan activa. De relatie tussen risico en het verwachte rendement is vlak.' Hij geeft toe dat aan korte einde van de risicorendementscurve een kleine risicopremie valt te behalen op zeer liquide geldmarktbeleggingen zoals korte termijn staatspapier. 'Er bestaat ook een risicopremie voor zeer efficiënte beleggers die gebruik maken van futures of aandelenindices', voegt de econoom daaraan toe. 'Maar de gemiddelde belegger is niet in staat

hier voordeel uit te halen vanwege belastingen, transactiekosten en kwesties als verkeerde timing. Waardoor deze een lager rendement boekt dan op cash.'

Hoe zijn deze onderzoeksresultaten te verklaren? Falkenstein wijt het aan de menselijke neiging tot 'benchmarking'. 'Mensen zijn meer afgunstig dan hebzuchtig. In plaats van ons inkomen te maximaliseren, waarbij op een gegeven moment elke dollar extra ons minder waard is, maximaliseren wij onze status.' In de gangbare theorie betekent risicovrij beleggen dat al het geld in cash wordt aangehouden. Maar voor een belegger die naar het behoud van relatieve status kijkt, is de consensus, ofwel de marktportefeuille, risicovrij. Wanneer de markt stijgt, stijgt je mee en wanneer de markt daalt, daal je mee.

Falkenstein: 'Het is dus onnodig om af te wijken van de markt waardoor daar ook geen prijs voor is. Wanneer iedereen dat doet is het nemen van laag risico gelijk aan het nemen van hoog risico.' Hij geeft een voorbeeld. 'Zie jezelf als een portefeuillebeheerder waarvan de prestaties worden afgezet tegen de S&P500-index. 'Wanneer je aandelen met een hoge beta aanhoudt, heb je dezelfde tracking



WIE BELEGGINGSPROFESSIONALS WIL OVERTUIGEN, MOET OVER EEN LANGE ADEM EN EEN STERK UITHOUDINGSVERMOGEN BESCHIKKEN, BEWIJST PROFESSOR ERIC FALKENSTEIN. FOTO: GETTY IMAGES

**Eric Falkenstein:
'Mensen betalen voor hoop. Ze doen mee aan een loterij'**

error, als wanneer je aandelen met een lage beta aanhoudt.'

De econoom wijst erop dat een groot deel van de beleggers zelfs een negatieve risicopremie incasseert. 'Mensen betalen voor hoop. Ze doen mee aan een loterij omdat ze in een klap rijk kunnen worden. Hetzelfde geldt, alleen niet zo extreem, voor zeer volatiele aandelen of junk bonds.' En dat effect werkt ook indirect. Professionele beleggers hebben een voorkeur voor volatiele aandelen vanwege de groter kans op outperformance. Dat is voor hen de manier waarop zij zich kunnen bewijzen als een

goede vermogensbeheerder. 'Wanneer je op de cover van Bloomberg magazine wilt komen als topanalist moet je een aandeel gepromoot hebben dat de index met tientallen procenten verslaat.'

Prijs

Overigens is Falkenstein de afgelopen jaren niet de enige roepende in de woestijn geweest. De 68-jarige professor Robert Haugen, veteraan in kwantitatieve beleggingsstrategieën, kwam al in de jaren zestig tot vergelijkbare conclusies nadat hij een reeks willekeurig geselecteerde, gelijk gewogen aandelenportefeuilles

construeerde en hun performance analyseerde over een periode van 1926 tot 1965. De portefeuilles met het laagste risico bleken zelfs het hoogste rendement te generen.

En onderzoek van Pim van Vliet en zijn Robeco-collega David Blitz in 2007 bevestigt deze uitkomst. Zij ontdekten dat de volatiliteit van laag-risico aandelen op 10 procent uitkomt en hoog-risico aandelen op 28 procent, terwijl deze voor de markt 15 procent bedraagt. En dus kan het risico van een aandelenpor-

'Mensen zijn meer afgunstig, dan hebzuchtig. Dat is het probleem'

tefeuille met maar liefst een derde worden verminderd, zo stellen zij.

Op basis van dit gegeven heeft Robeco inmiddels verschillende fondsen ontwikkeld. Daarbij is niet de benchmark het uitgangspunt maar stabiele vermogensgroei tegen een veel lager risico. Overigens is er geen sprake van een free lunch, merkt Pim van Vliet op tijdens de bijeenkomst. 'Laagrisico-aandelen hebben een hoge tracking error. Dat is de prijs die je betaalt.' Dat betekent dat er een grote kans is dat het rendement afwijkt van de benchmark.

Risicoreductie

Daar komt bij dat aandelen met een hoog risico naar verwachting een beter rendement behalen tijdens markstijgingen, wat in twee van de drie jaren outperformance van de benchmark oplevert. De minder dan gemiddelde daling bij een neergaande markt van een laag-risico strategie, springt vaak minder in het oog. Daardoor is het concept vaak wat lastiger te verkopen aan klanten.

Zo boekte de MSCI Minimum Volatility Index in 2008 een negatief resultaat van -30,4 procent maar daarmee deed deze index het wel beter dan de MSCI World Index met -42,8 procent. Dat heeft ook tot gevolg dat een outperformance van een beleggingsfonds tijdens een bullmarkt meestal voor een veel grotere inleg zorgt, dan een outperformance bij instortende markten.

Toch lijken Falkenstein en zijn medestanders sinds de crisis steeds meer gehoor te vinden. Door de toegenomen volatiliteit op de aandelenmarkten is er behoefte aan risicoreductie. De enorme instroom in passieve beleggingsstrategieën toont aan dat beleggers niet alleen meer kostenbewust maar ook meer risicobewust zijn geworden. Beleggers die vrezen dat bedrijven en overheden aan hun schulden ten onder gaan zoeken manieren om risico's te reduceren en toch actief te blijven op de aandelenmarkten.

Een klein aantal partijen, waaronder Acadian Asset Management, Unigestion en AXA Rosenberg, is hier de afgelopen jaren op in gesprongen en heeft net als Robeco fondsen ontwikkeld die met laagrisico aandelen betere resultaten proberen te behalen. Dergelijke fondsen zijn vaak getooid met namen als low volatility-, minimum variance- of conservative intrinsic value. In de praktijk gebruiken deze fondsen veelal filters om hun portefeuilles verder te optimaliseren. Dat betekent dat ze naast een keuze voor laag risico-effecten ook selecteren op intrinsieke waarde of bijvoorbeeld illiquide effecten verwijderen.

Eigen huis

In Nederland zijn een tweetal pensioenbeleggers, PGGM en sinds kort Rabobank Pensioenfonds, met dit concept aan de slag gegaan. Zo heeft PGGM grofweg vijf procent van haar aandelenportefeuille in een minimum variancestrategie gestoken. De resultaten sinds de start in oktober 2007 zijn veelbelovend, zo vertelde hoofdstrategie Jaap van Dam tijdens het seminar. Het rendement bleef de afgelopen drie jaar boven de zelfgekozen benchmark terwijl het risico van de portefeuille 32 procent lager lag. Ook het Robeco European Conservative Equity fund deed het sinds 2007 heel aardig. In 2008 wist het fonds het verlies te beperken tot -27,5 procent. In 2009 bleef het herstel, zoals verwacht, beperkt met een rendement van 18,3 procent. Dit jaar realiseerde het fonds tot eind oktober een performance van 8,0 procent. Daarmee behoort het op driejaarsbasis volgens Morningstar tot de 10 beste beleggingsfondsen. ■

MIRANDA SCHOUISEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

out-think.
out-perform.More
intelligent
than an
index.More
potential
than a passive
investment.**Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund**

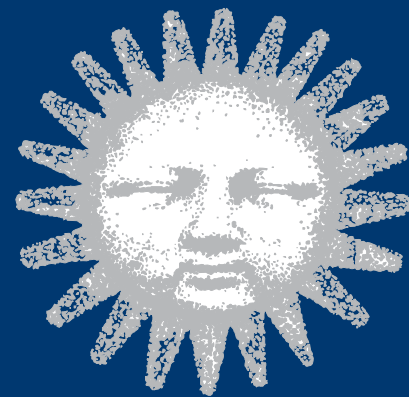
- Een actief beheerd long-only fonds (UCITS III) met als doel de DJ UBS Commodity Index jaarlijks met 6% te verslaan*.
- Heeft een gediversifieerde exposure naar het hele spectrum van grondstoffen.
- Maakt gebruik van de asset allocatie tussen de verschillende grondstoffenmarkten en de optimalisatie van grondstoffen termijn derivaten om daarmee de performance te verbeteren.
- Wordt beheerd door ons zeer ervaren commodity team dat daarnaast gebruik maakt van het Threadneedle beleggingsplatform voor macro economische analyses, informatie en eigen onderzoek.

Kijk voor meer informatie op www.threadneedle.nl/commodities

threadneedle.

Dit bericht is alleen voor professionele beleggers en niet voor publiek gebruik. *Doelstelling is netto, er is geen garantie dat het fonds dit doel weet te behalen. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Meningen geuit in dit document zijn juist ten tijde van verschijning, maar kunnen zonder kennisgeving veranderen. Een verandering in wisselkoersen kan de waarde van beleggingen zowel doen stijgen als dalen. De research en analyses in dit document werden door Threadneedle verzameld voor haar eigen beleggingsactiviteiten. Op grond hiervan kunnen nog vóór publicatie van dit document beslissingen genomen zijn, in welk geval deze informatie terloops beschikbaar is gesteld. Threadneedle (Lux) ("T-Lux") is een beleggingsfirma met veranderlijk kapitaal (société d'investissement à capital variable, or "SICAV") onder toezicht van de Grand Duchy of Luxembourg. Participatie in een fonds kan uitsluitend plaatsvinden op basis van het huidige prospectus, of het huidige vereenvoudigd prospectus (plus addendum) en het jaarverslag (of halfjaarlijks verslag indien dit recent is). Deze documenten kunt u bij navraag kosteloos verkrijgen bij MeesPierson Intertrust, Rokin 55, 1012 KK Amsterdam, Nederland. Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund belegt in commodity indices middels future contracten op fysieke commodities in bepaalde sectoren. Als deze future contracten hun expiratedatum naderen, worden ze vervangen door contracten met een latere expiratie. Afhankelijk van de actuele prijzen in de onderliggende markten kan dit een positieve of negatieve impact hebben op de portfolio. Commodity prijzen kunnen zonder aanleiding veranderen, met onvoorziene gevolgen voor de index, het niveau van de index en de waarde van de portfolio. De portfolio belegt in single commodity indices die bij uitstap vatbaar kunnen zijn voor fluctuaties en zeer snel kunnen bewegen als gevolg van ontelbare factoren. De grondstoffen in de index kunnen worden geproduceerd in een klein aantal landen of onder controle zijn van een klein aantal producenten. Politieke, economische en aanbod gerelateerde gebeurtenissen in zulke landen kunnen een disproportionele impact hebben op de prijzen van deze commodities en de waarde van de index. Uitgegeven door Threadneedle Management Luxembourg S.A. Geregistreerd bij de Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), registratienummer B 110242, 74, rue Mühlenweg, L-2155 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. 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 groep.

Kempens Capital Management N.V. is als beheerder geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.

**De vooruitzichten zijn helder.**

De nieuwe outlook van Kempens. Nu online.

Goed vermogensbeheer begint met een visie. Die van ons delen wij met u via periodieke updates. Over de kansen en uitdagingen voor 2011 praat CIO Lars Dijkstra u graag bij. Kijk op www.kempenswebcast.nl.

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



KEMPENS CAPITAL MANAGEMENT

**ACTIVE SHARE HELPT
'OM VAN DE INDEX AF TE WIJKEN, HEB JE LEF NODIG'***Veel fondsmanagers blijven te dicht bij de index en hebben weinig toegevoegde waarde. Zij die daarentegen sterk van de index durven af te wijken, hebben de meeste kans op outperformance, zo blijkt uit de Active Share van Martijn Cremers.*

TEKST: CORINA RUHE

HET LUKT MAAR weinig managers van Nederlandse beleggingsfondsen om de AEX te verslaan. Volgens Martijn Cremers, hoogleraar financiën aan de Yale School of Management, komt dat doordat veel fondsmanagers nauwelijks afwijken van de index. Cremers sprak eerder deze maand op een door Fondsnieuws georganiseerd seminar over actief beleggen.

De jonge hoogleraar, in Amerika is hij associate professor, introduceerde samen met zijn collega Antti Petajisto de term 'Active Share'. Dat is het gedeelte van een beleggingsportefeuille dat qua samenstelling afwijkt van de index die het betreffende fonds als benchmark hanteert. Deze afwijking kan zowel betrekking hebben op welke aandelen in de portefeuille zitten, als op het procentuele belang van een aandeel.

De Nederlander verrichtte eerder al een vergelijkbaar onderzoek naar bijna 3.000 Amerikaanse beleggingsfondsen. Daaruit kwam naar voren dat er een positieve relatie bestaat tussen Active Share en het toekomstige rendement.

Cremers onderzocht onlangs de Active Share van 24 beleggingsfondsen die alleen beleggen in aandelen die genoteerd zijn aan de Amsterdamse effectenbeurs. Hij analyseerde 18 actief beheerde fondsen en 6 passieve fondsen.

Van deze 24 beleggingsfondsen hadden er slechts 7 een 'Active Share' van meer dan 50 procent. Cremers: 'Als je de index wilt verslaan, dan moet de fondsmanager afwijken van de index.' Dat betekent dat de Active Share minimaal 50 procent moet zijn. 'Als een fondsmanager van een actief fonds grotendeels de index volgt, dan is een belegger vaak slechter af, omdat actieve fondsen hogere kosten maken dan de indextrackers.'

Dat blijkt ook uit de resultaten: 'Van deze 24 fondsen zijn er slechts 10 in staat de geweest om de benchmark

PROFESSOR MARTIJN CREMERS
FOTO: PETER STRELITSKI/HH

te verslaan over de afgelopen 5 jaar. Dat waren alleen de fondsen met hoogste Active Shares', zegt Cremers. Voor 19 beleggingsfondsen hanteerde Cremers voor zijn onderzoek de AEX-index als benchmark. Voor de overige 5 fondsen gebruikte hij de Amsterdam Small Cap Index (AScX).

Niet enorm vaardig

Zijn de managers van Nederlandse beleggingsfondsen dan slechte beleggers? 'Nederland is een heel kleine markt', noemt hij als een verklaring. 'De AEX bevat maar 25 fondsen. Daar komt bij dat een aantal aandelen zoals Royal Dutch Shell en ING al zo groot zijn, dat ze voor een belangrijk deel de dienst uit-

Beleggingsfondsen die zich richten op de AEX, zijn weinig actieve beleggers'

maken binnen de index. Dat maakt het moeilijker om een hoge Active Share te hebben.'

'Maar uit de resultaten blijkt niet dat ze enorm vaardig zijn', voegt hij daaraan toe. 'Meer dan de helft van het geld dat is belegd in Nederlandse actieve beleggingsfondsen, heeft een Active Share van minder dan 20 procent. Dat betekent dat de portefeuille dus voor minstens 80 procent overeenkomt met de AEX. Dat lijkt me veel te laag', oordeelt Cremers. 'Deze fondsen hebben zo'n lage Active Share, dat we ze "closet-indexfondsen" noemen. Ze hebben allemaal slechter dan de index gepresteerd in de afgelopen 5 jaar.'

Is het dan wel mogelijk om beter



Meer zicht op aantrekkelijke beleggingen

In de huidige markt zijn aantrekkelijke beleggingen soms moeilijk te vinden. In dit klimaat levert de internationale aanwezigheid, diepgaande research en lokale expertise van Fidelity duidelijke voordelen op. Fidelity biedt beleggers een uitgebreide keuze uit fondsen die afgestemd zijn op uiteenlopende beleggingsdoelen. Om zo goed mogelijk te blijven voldoen aan de behoeften van onze beleggers, werken we continu aan de ontwikkeling van nieuwe fondsen die de mogelijkheden van de markt optimaal benutten.

Wilt u meer te weten komen over Fidelity en onze fondsen, kijk dan op www.fidelity.nl



THE WORLD'S INVESTMENT SPECIALIST

Deze mededeling richt zich niet tot personen gedomicileerd in het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. Fidelity/Fidelity Investment Managers betekent FIL Limited, gevestigd in Bermuda, en haar dochterondernemingen. Tenzij anders vermeld, zijn alle hierin opgenomen opvattingen en meningen afkomstig van de Fidelity-organisatie. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity Investment Managers en het Globe Logo zijn handelsmerken van FIL Limited. Uitgegeven door FIL Investments International, goedgekeurd en gereguleerd in het Verenigd Koninkrijk door de Financial Services Authority. Deze mededeling richt zich niet tot personen gedomicileerd in het Verenigd Koninkrijk. SSL1010A02

VERVOLG VAN PAGINA 17

te presteren dan de AEX met Nederlandse large caps? 'Jazeker, dat blijkt ook uit mijn resultaten.' Uit het onderzoek komt naar voren dat bijvoorbeeld het AXA Aandelen Nederland Fonds en het Belgische Puilaetco Dewaay een Active Share hebben van respectievelijk 66 en 65 procent. Beide fondsen presteerden beter dan de rest.

'Die cijfers tonen aan dat fondsmangers voldoende ruimte hebben om af te wijken. Je hoeft niet exact in alle 25 aandelen van de AEX te beleggen. Het is ook mogelijk om in aandelen te beleggen die in de Midkap zitten', zegt Cremers.

Wel toont Cremers aan dat beleggingsfondsen die in kleine beursfondsen beleggen veel meer afwijken van de in-

dex. 'Actief beheer biedt meer mogelijkheden bij small caps', verklaart de associate professor.

De docent heeft er geen behoefte aan om de ambitieuze vermogensbeheerder de les te lezen. 'De managers en beleggers moeten zelf hun conclusies trekken. Maar ik hoop dat zij inzien dat het weinig zin heeft om hoge kosten te maken voor een beleggingsfonds dat bijna exact gelijk is aan de index. In dat geval is het beter om een goedkopere tracker te kopen.'

Geduld

Toch blijkt uit zijn onderzoek naar de Amerikaanse markt dat vermogensbeheerders juist steeds vaker dichter bij de index blijven, omdat dat de referentie is op basis waarvan ze worden beoordeeld.

'Active Share is een eerste selectie criterium voor de manager'

Tegelijkertijd ziet hij ook dat beleggers weinig geduld hebben. 'De kans bestaat dat een fonds met een hoge Active Share het een tijdje slechter doet dan de benchmark. Beleggers nemen dan niet de tijd om af te wachten tot het beter gaat. Maar uit mijn resultaten blijkt dat de hoge Active Share-fondsen het op langere termijn gemiddeld beter doen.'

Is een hoge Active Share meteen

een garantie voor een goede fondsmanager? 'Nee, ik zie een hoge Active Share eerder als een eerste selectie criterium, daarnaast spelen tal van andere factoren een rol. Wat is de strategie van de fondsmanager? Wat is het risicoprofiel van het fonds? Uiteindelijk gaat het toch om de persoonlijke visie van de fondsbeheerder.'

Vaak heeft de manager al een lange carrière achter de rug bij een fondshuis voordat hij zelf portfoliomanager wordt. Maar ervaring alleen is niet genoeg. 'Je hebt lef nodig om te durven afwijken van de index', zegt Cremers stellig. 'Fondsmangers met een hoge Active Share hebben dat.'

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

FONDSNIEUWS-SEMINAR

'WIJ ONTSLAAN EEN PASSIEVE MANAGER PER DIRECT'

'Active Share is een goed middel om fondsmangers te beoordelen, maar het is wel een relatief begrip.' Dat vindt Theo Nijssen, hoofd multimanagement bij Kempen Capital Management. Hij nam deel aan een door Fondsnieuws recentelijk georganiseerd debat over Active Share: een relatief nieuw instrument waarmee beoordeeld wordt hoe actief een fondsmanager daadwerkelijk is.

Nijssen: 'Active Share kan niet los gezien worden van de betreffende benchmark en het bijbehorende beleggingsuniversum. Voor een fonds dat in Nederlandse small caps wil beleggen zijn er nu eenmaal veel minder mogelijkheden om af te wijken van de index dan bij een fonds dat in Amerikaanse small caps belegt.'

Nijssen nuanceerde daarmee de uitkomsten van een onderzoek dat Martijn Cremers als grondlegger van Active Share heeft gedaan naar beleggingsfondsen die in de AEX beleggen. Hij presenteerde de uitkomsten van zijn onderzoek op het in Amsterdam gehouden debat. Uit de resultaten komt een lage afwijking van de index bij vrijwel alle actieve fondsen naar voren, wat de toegevoegde waarde van deze fondsen ter discussie stelt.

'Active Share heeft inderdaad een grote relatieve waarde. Het heeft echter ook een absolute waarde', werpt Cremers tegen. 'Zo valt uit ons onderzoek bijvoorbeeld te concluderen dat de meerwaarde bij actief management



zich toespitst op de selectie van individuele aandelen. Actief management dat zich bezig houdt met keuzes tussen de verschillende sectoren levert geen structurele meerwaarde op. Althans dat concluderen wij op basis van ons eerdere onderzoek naar beleggingsfondsen die actief zijn op de Amerikaanse aandelenmarkten.' Uit dat onderzoek kwam naar voren dat vooral de stock pickers over een langere periode de benchmark weten te verslaan.

'Stock pickers doen het historisch beter dan de passieve index', zegt Cremers, 'maar bij sector pickers is dit dus weer niet het geval. De fondsen die qua sectorverdeling dicht bij de benchmark blijven, maar afwijken

bij de individuele aandelenselectie, hebben de beste resultaten behaald, zo blijkt uit ons onderzoek.'

Nijssen is blij met de methode van Active Share. 'Hiermee wordt het mogelijk om de meerwaarde van het actieve management empirisch aan te tonen. De opvatting dat het grootste deel van de actieve managers de index niet kan verslaan, wordt met onderzoek naar Active Share gelogenstraf. De cijfers zijn vertoebeld doordat sommige grotere fondsmangers nauwelijks meer afwijken van de index, maar wel de hogere kosten in rekening brengen.'

Deze zogenaamde 'closet indexers' doen

alsof ze actief management voeren, maar feitelijk kopiëren ze de index, terwijl ze wel een hoge kostenvergoeding in rekening brengen. 'Uit ons onderzoek blijkt dat de gemiddelde Active Share al sinds 1990 afneemt, maar helaas niet de fees. Het probleem', zegt Cremers, 'ligt mijns inziens bij de beloningsstructuur, waarbij de fondsmanager wordt beloofd op basis van de grootte van zijn fonds. Als hij eenmaal goede prestaties heeft neergezet en zijn fonds daardoor hard is gegroeid, vermindert de stimulans om af te wijken van de benchmark. Hij heeft immers een stuk meer te verliezen dan voor die tijd.'

François de Curel, senior manager van Edmond de Rothschild Asset Management, zegt dat men bij de Franse assetmanager Active Share niet hanteert, maar dat men er wel opgespitst is de closet indexers uit te filteren. 'Wij zien dit probleem ook en zijn hierbij erg streng. Zoda wij dergelijk risicomijdend gedrag constateren, nemen wij direct maatregelen. Closet index-fondsmangers worden bij ons ontslagen. Er blijft echter altijd ook een kwalitatief element meespelen.'

Nijssen: 'Echt actief management heeft een meerwaarde, daar zijn wij van overtuigd. Een bijkomend effect is dat hoe meer indexvolgers er komen, hoe meer kansen er zullen zijn voor de actieve beleggers. De arbitrerende krachten die zorgen voor efficiënte markten komen uiteindelijk van actieve beleggers.'

Nederlandse fondsen

Nederlandse fondsen halen een beter rendement, naar mate ze meer afwijken van de AEX (2010).

Amerikaanse aandelenfondsen

Active share 100%

80%

60%

40%

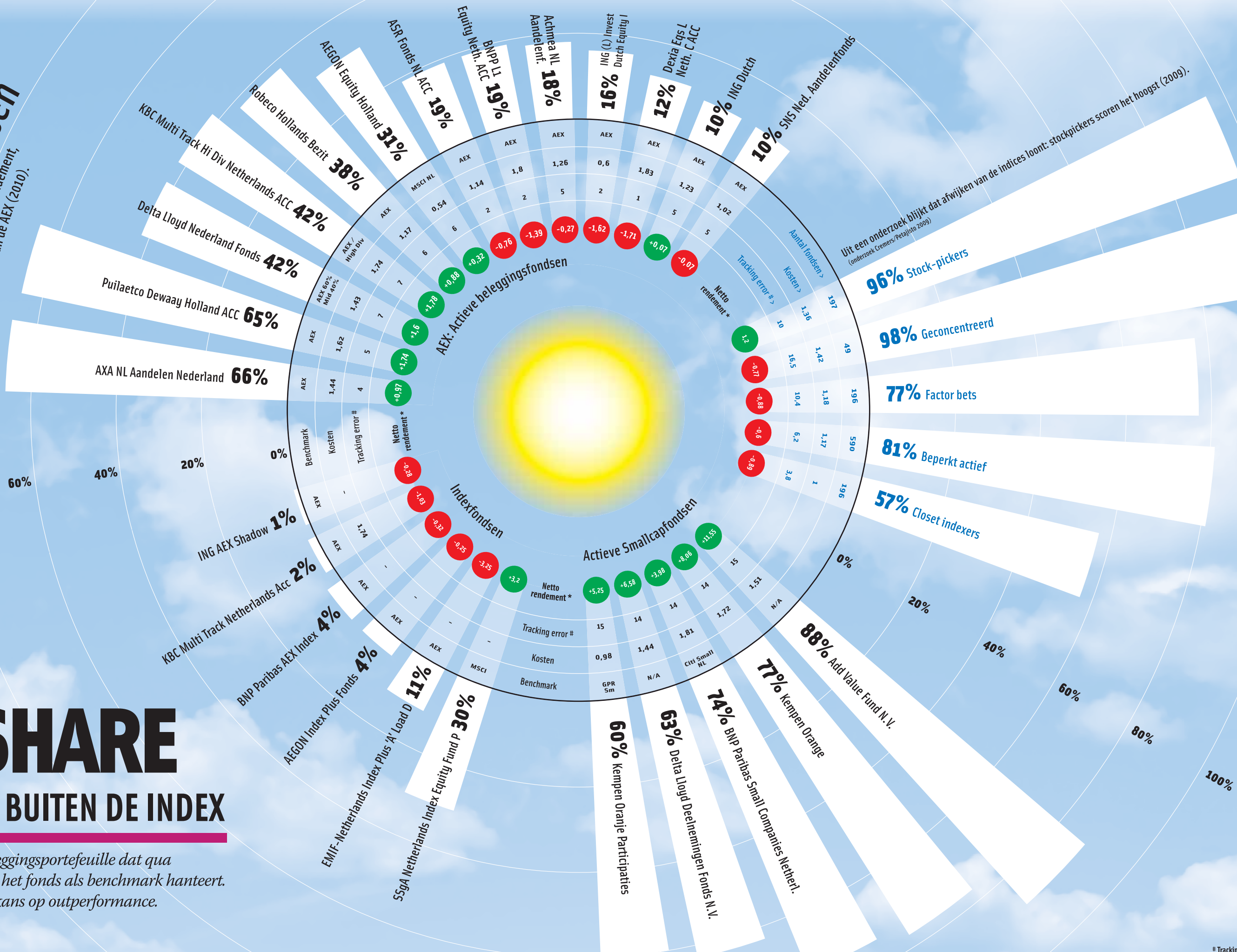
20%

0%

ACTIVE SHARE

HOGER RENDEMENT BUITEN DE INDEX

Active Share is het gedeelte van de beleggingsportefeuille dat qua samenstelling afwijkt van de index die het fonds als benchmark hanteert. Hoe groter de afwijking, hoe groter de kans op outperformance.



Uit een onderzoek blijkt dat afwijken van de indices loont: stockpickers scoren het hoogst (2009). (Onderzoek Cremers/Petajisto 2009)

- 96% Stock-pickers
- 98% Geconcentreerd
- 77% Factor bets
- 81% Beperkt actief
- 57% Closet indexers

Tracking error: afwijking van de index
* Netto rendement: gemiddeld rendement over de afgelopen 3 jaar, na aftrek van kosten en de benchmark

Een van de nuttigste 'tools' van onze beleggingsspecialisten: 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.

Als u meer wilt weten over Aberdeen's bekoonde wereldwijde aandelenproces, ga dan naar onze speciale Global Equities website op.

www.aberdeen-asset.nl/globalequities



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.

HET BELANG VAN DE JUISTE INDEX

'KEUZE VOOR INDEX BELANGRIJKER DAN KEUZE VOOR MANAGER'

Tanend geloof in de efficiënte markt, zorgt voor een opmars van het fundamenteel indexeren.

TEKST: BAS DOMMERHOLT

Sinds John Bogle eind jaren zeventig de eerste indextracker heeft gelanceerd, heeft het passieve beleggen een vlucht genomen. Passief beleggen betekent beleggen zonder dure analyses en toekomstvoorspellingen van een fondsmanager. Deze kosten kunnen namelijk aanzienlijk oplopen en zijn niet altijd op grond van de performance te verantwoorden. Een aanzienlijk deel van de actieve fondsmanagers doet het bovendien op de lange termijn slechter dan de passieve index.

De aandelenselectie wordt bij het passieve beleggen volledig overgelaten aan een indexprovider, die in feite de fondsmanager is van het passieve beleggen. Hierdoor is het belang van de index de afgelopen decennia dan ook sterk toegenomen. 'De keuze voor een index is veel belangrijker dan de keuze van een fondsmanager', waarschuwt professor Noël Amenc van het Risk and Asset Management Research Centre van de Franse businessschool Edhec. Een van de eerste beursindices was de Dow Jones Industrial Average, die uitsluitend tot doel heeft om een totaalbeeld te geven van de ontwikkeling van de Amerikaanse aandelenkoersen en daarmee de Amerikaanse economie.

Weegschaal

'De Dow Jones is een prijsgewogen index waarbij de koers van het aandeel het gewicht van het aandeel in de portefeuille bepaalt', zegt Roel Houwer, portfolio manager bij Theodoor Gilissen. 'Voor het samenstellen van een portefeuille is



dit geen zinnige methode. Neutrale gebeurtenissen zoals een aandelenplitsing zijn van grote invloed op de weging van de aandelen in de portefeuille, terwijl daar geen enkele economische aanleiding toe is.'

De meeste indices kennen daarom een naar marktkapitalisatie gewogen samenstelling, wat betekent dat de totale marktwaarde van de uitstaande aandelen het gewicht van het betreffende aandeel in de index bepaalt. De samenstel-

ling van de index wordt vervolgens met enige regelmaat herzien.

De AEX bijvoorbeeld bepaalt de selectie en gewichten van haar 25 aandelen op basis van marktkapitalisatie en liquiditeit. Eens per jaar is er een herweging

VERVOLG VAN PAGINA 23

aan de hand van criteria zoals de totale waarde van de vrij verhandelbare aandelen en de omzetten in die aandelen.

Een nadeel van deze zogeheten kapitaalgewogen wijze van indicering is dat het een trendvolgende en procyclische strategie is. Als de beurswaarde van een bedrijf groeit, krijgt het een groter gewicht in de index.

Wanneer je echter volledig vertrouwt op de theorie van de efficiënte markt is dit geen bezwaar. De markt heeft dan altijd gelijk en fundamentele waarden zoals winst en cashflow zijn dan onbelangrijk. Een bijkomend gevolg voor de internationale belegger is dat landen met de grootste kapitaalmarkten het grootste gewicht krijgen. De MSCI All Country World aandelenindex bijvoorbeeld is voor 53 procent belegd in de liquide Angelsaksische kapitaalmarkten van de VS en het VK, terwijl op basis van GDP slechts 31 procent gerechtvaardigd zou zijn.

Fundamenteel indexeren

In dit kader heeft Roel Houwer aanvullend onderzoek gedaan naar het zogeheten fundamenteel indexeren. Hij deed dat in samenwerking met Auke Plantinga van de Rijksuniversiteit Groningen. Bij het fundamenteel indexeren worden de gewichten bepaald op basis van economische fundamentele waarden, die vaak rechtstreeks uit de boekhouding van het bedrijf komen. Het idee erachter is dat de door de accountant gecontroleerde boekhouding een betere indicator is van de intrinsieke waarde van het bedrijf dan de beurswaarde oftewel de marktkapitalisatie. Hypes en zeepbellen worden zo vermeden.

Een van de voordelen van het volgen van het traditionele kapitaalgewogen systeem is dat er minder transacties nodig zijn. De veranderingen in de beurs-

Nadeel van de kapitaalgewogen index is dat het een procyclisch en trendvolgend karakter heeft

koersen zorgen zelf voor de gewenste verandering in gewichten', zegt Houwer.

De grote kapitaalgewogen index-trackers hebben de kosten van het passieve fondsmanagement terug weten te brengen tot onder de 20 basispunten per jaar.

'Toch wegen de voordelen van fundamenteel indexeren ruimschoots op tegen de nadelen, zo blijkt uit onderzoek. Een portefeuille samengesteld op basis van fundamentele economische criteria doet het historisch aanzienlijk beter dan indices op basis van marktkapitalisatie', zegt Houwer van Theodoor Gilissen. 'Dat hebben we door middel van data-analyse kunnen aantonen. Met name indices die zijn samengesteld op basis van dividend en boekwaarde blijken een aanzienlijke outperformance te laten zien ten opzichte van kapitaalgewogen indices.'

Hybride

Een belangrijke vraag is hoe vaak er herwogen moeten worden bij het fundamenteel indiceren, want het aantal herwelingen is bepalend voor de kosten.

'Bij fundamenteel indiceren zijn de herwelingen een stuk ingrijpender omdat de gewichten niet meebewegen met de koersontwikkeling', aldus Houwer. De jaarlijkse aanpassingen in de portefeuille zijn bij kapitaalgewogen indices grofweg rond de 5 procent versus 35 procent bij fundamentele indices.'

Ook is er steeds meer aandacht voor hybride vormen zoals het zogenaamde 'collared weighting'. Hierbij wordt een kapitaalgewogen index van een fundamentele bandbreedte voorzien. Als bepaalde aandelen buiten een bandbreedte komen wordt er op de fundamentele gewichten overgeschakeld.

Hoewel fundamenteel indiceren historisch het beste presteerde, is er onder wetenschappers discussie over de vraag of deze outperformance structureel is als er wordt gecorrigeerd voor risico. 'Een fundamentele index zit per definitie meer in value en meer in small caps. Deze doen het historisch beter, maar kennen ook andersoortige risico's', aldus Roel Houwer. Het betekent volgens hem dat de passieve belegger de ontwikkelingen in het indiceren voorlopig nog wel even actief zal moeten blijven volgen. ■

BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

COLUMN

REPRESENTATIEVE BENCHMARK ONMISBAAR



TEKST: HENDRIK MEESMAN

Fonds- en vermogensbeheerders worstelen met een existentiële vraag: voegen zij waarde toe? We weten dat de meeste dat niet doen. Vijftig jaar (wetenschappelijk) onderzoek heeft ondubbelzinnig aangetoond dat de overgrote meerderheid van de actieve beleggers de index niet verslaat. Slechts een kleine minderheid lukt het na kosten een voor risico gecorrigeerd rendement te genereren dat beter is dan de index. In een bedrijfstak waar zoveel kaf tussen het koren zit is het van groot belang om de goede van de slechte te kunnen onderscheiden. Hoe doe je dat? Door ze met een onafhankelijke, representatieve maatstaf te vergelijken. Een benchmark.

Een benchmark gebruiken is om twee redenen van belang. In de eerste plaats geeft de benchmark aan waarin en hoe wordt belegd. Op basis hiervan kan een belegger zich een mening vormen over het risico van een belegging. In de tweede plaats is de benchmark van belang om achteraf te kunnen vaststellen hoe een fonds- of vermogensbeheerder gepresteerd heeft. Door het beleggingsresultaat met een benchmark te vergelijken kunnen we vaststellen of een beheerder waarde heeft toegevoegd.

Een benchmark gebruiken is echter alleen nuttig als die representatief is, dat wil zeggen als die een accurate afspiegeling is van het beleggingsuniversum en de beleggingsstijl. Mag een fonds bijvoorbeeld in emerging markets of small caps beleggen, dan horen die in de benchmark te zitten. Hanteert een fonds een value-benadering, dan hoort het zich te vergelijken met een value-benchmark.

Daar gaat het in de praktijk vaak mis. Bij beleggingsfondsen zien we steeds vaker dat zij een niet-representatieve benchmark

gebruiken. Appels worden met peren vergeleken. Neem Oham. Dit fonds belegt een substantieel deel van de portefeuille in emerging markets en small caps, maar deze beleggingscategorieën zitten niet in de benchmark. Of kijk naar de vele value-fondsen die geen value-index als benchmark gebruiken.

Fonds- en vermogensbeheerders doen dit om hun prestaties beter te doen lijken dan ze zijn. Sommigen noemen dit marketing. Anderen misleiding. Open en eerlijk is het in ieder geval niet. Het gebruik van een niet-representatieve benchmark zet beleggers op het verkeerde been. De kans is groot dat ze het risico van een belegging onderschatten en het rendement overschatten.

In de bedrijfstak klagen sommige beheerders over het feit dat zij te weinig bewegingsvrijheid hebben. Daarbij wordt dan vaak het 'benchmarkdenken' als schuldige aangewezen. Dit zou hun te veel beperkingen opleggen. De inperking van hun bewegingsruimte komt echter niet voort uit het gebruik van een benchmark, maar is het gevolg van het werken met een zogeheten tracking error, een maatstaf voor de afwijking van de benchmark. Als beleggers vinden dat ze meer vrijheid nodig hebben, dan moeten ze

'Een benchmark is alleen nuttig als die een accurate afspiegeling is van de beleggingstijl'

de tracking error oprekken of afschaffen, niet de benchmark de deur uit doen. Beleggers die zeggen dat ze van de benchmark af willen of een niet-representatieve benchmark gebruiken, laden de verdenking op zich dat het hun te doen is om het verdoezelen van slechte prestaties. En dat mag niet gebeuren.

Een kanttekening bij het gebruik van een benchmark is op z'n plaats. Namelijk dat beleggingsresultaten met een benchmark vergelijken alleen iets zegt over prestaties in het verleden. En we weten: het verleden zegt weinig over de toekomst. Zeker op langere termijn. In die zin is het niet zo zinvol om achteruit te kijken – ook met een benchmark. ■

HENDRIK MEESMAN IS DIRECTEUR EN OPRICHTER VAN MEESMAN INDEX INVESTMENTS.

Neemt u genoeg met een benchmark gerelateerd rendement of wilt u een rendement gebaseerd op een specifieke beleggingsstijl? VPV Bankiers heeft met haar Value Investing beleggingstijl een duidelijke keuze gemaakt. 'Beleggen in ondergewaardeerde aandelen en obligaties zorgt daarbij al jaren voor een overtuigend rendement.'

VPV Bankiers bewijst succes met Value Investing

Gericht op absoluut rendement

Beleggers maken steeds vaker de overstap vanuit brede benchmark gerelateerde beleggingsfondsen naar een combinatie van indexproducten en fondsen met een heel specifieke beleggingsstijl. Op die manier kan een beter rendement worden gerealiseerd', vertelt Jaco Aardoom, directeur bij VPV Bankiers. 'VPV Bankiers heeft een zeer onderscheidende beleggingsstijl. Wij zijn niet bezig onze beleggingen te spiegelen aan de benchmark. De benchmark is nooit ons uitgangspunt voor het doen van een investering. Als Value Investors gaan wij voor een zo hoog mogelijk rendement. Daartoe zoekt ons eigen researchteam naar ondergewaardeerde aandelen en obligaties.'

AANLEIDING

VPV Bankiers maakt eerst een gedegen analyse van het bedrijf waarin zij zou willen beleggen. Bedrijfsbezoeken en gesprekken met de directie van bedrijven vormen daarnaast een belangrijk

onderdeel van de beleggingsaanpak. Aardoom: 'Wij zoeken hierbij naar bedrijven waarvan de huidige beurskoers aanzienlijk lager is dan de intrinsieke waarde. Bovendien moet er een te verwachten aanleiding zijn waardoor de beurskoers meer richting de door ons ingeschatte intrinsieke waarde gaat bewegen. Zo'n aanleiding kan bijvoorbeeld een overname zijn, een herstructurering of gewoonweg de tijd. We beheersen risico's door hierbij breed te spreiden over individuele namen, sectoren en landen.' Verder moet het aandeel of obligatie ondertussen voldoende dividend- of couponrendement genereren. Vuistregel daarvoor is dat het rendement ten minste gelijk moet zijn aan dat op een tienjarige staatslening.'

OVERTUIGEND RENDEMENT

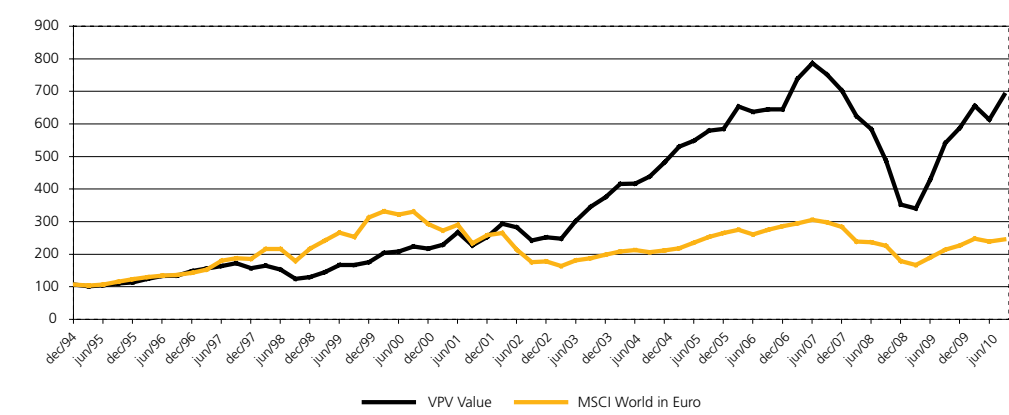
Haar Value Investing-stijl is dé manier waarop VPV Bankiers al jarenlang uitvoering geeft aan haar beleggingsbeleid voor vermogende particulieren, institutionele beleggers en de VPV beleggingsfondsen. 'De resultaten van onze Value Investing-portefeuille zijn zeer overtuigend. Het totaalrendement sinds 1995 bedraagt 582,4 procent

per ultimo oktober 2010. Dat is een gemiddeld jaarrendement van 12,9 procent', vertelt William Lindenberg, business development manager bij VPV Bankiers. Ter vergelijking: beleggen volgens de MSCI World Index had over dezelfde periode 146,3 procent opgeleverd, oftewel gemiddeld 5,8 procent per jaar. Value Investing levert daarmee een aanzienlijk hoger rendement – liefst 7 procent gemiddeld per jaar op lange termijn – dan beleggen in de MSCI benchmark. Lindenberg: 'Value Investing bewijst daarmee zijn waarde. Wij zien nog steeds volop investeringsmogelijkheden in Europa, Zuidoost-Azië en dan specifiek China.

VPV VALUE FUND

Sinds 2005 is het voor iedereen mogelijk mee te profiteren van de Value Investing-stijl van VPV Bankiers. Het VPV Value Fund is beursgenoteerd en kan via elke bank worden aangekocht. Lindenberg: 'Iedereen kan dus nu onze rendabele en onderscheidende beleggingsstijl onderdeel maken van zijn of haar beleggingsportefeuille. Geïnteresseerden kunnen het VPV Value Fund aankopen via VPV Bankiers of hun eigen bank.'

Performance 12-1994 t/m 09-2010



VPV BANKIERS
THE VALUE INVESTORS

VPV Bankiers NV
Oosthaven 52
Postbus 3155
2800 CG Gouda

T 0182 597777
www.vpv.nl
info@vpv.nl

Disclaimer De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Voor VPV Value Fund is een financiële bijsluiter beschikbaar met informatie over het product, de kosten en de risico's. Vraag erom en lees hem voordat u het product koopt.

STELLING: TRACKERS BEDREIGEN KAPITALISME

PRO

Het is goed dat naast beleggingsfondsen ook indexproducten aan belang winnen, maar feit is dat de opmars van indexbeleggers de werking van het kapitalistische systeem kan ondermijnen, waarschuwt Han Dieperink, cio van Rabobank Private Banking.

TEKST: HAN DIEPERINK

ER IS GEEN beleggingsstrategie die in de afgelopen tien jaar zo sterk is gegroeid als indexbeleggen. Eerder dit jaar werd bekend dat alle Exchange-Traded Funds, ETF's, bij elkaar meer dan 1000 miljard dollar groot waren geworden. En dat is slechts het topje van de ijsberg. Bovendien worden portefeuilles ook vaak afgedekt met producten op dezelfde indices. Beleggen in een index is alleen zinvol in efficiënte, transparante en liquide markten. Nu zijn markten vaak efficiënt, maar mensen niet. Dat is ook de reden dat voor veel beleggers indexbeleggingen uitermate geschikt zijn. Men hoeft niet zelf actief individuele aandelen of obligaties te selecteren, maar men koopt simpel de markt. Nooit meer zorgen over verkeerde beleggingsbeslissingen. Laat dat maar aan de actieve beleggers.

Het rendement van een indexbelegging is in veel gevallen vrijwel gelijk aan de markt. Bij de reclame voor indexproducten maakt men ook dankbaar gebruik van onderzoek dat het merendeel van de actieve fondsen op langere termijn de index niet verslaat. Men gaat even voorbij aan het feit dat geen enkele indexbelegging, als gevolg van de kosten hoe

laag dan ook, de index verslaat. Maar dit terzijde. Net als bij actieve fondsen zit er ook bij indexbeleggingen nog wel wat kaf onder het koren. Sommige indexbeleggen die inspelen op een koersdaling of werken met een hefboom zijn vaak complexe gestructureerde producten die niet doen wat men er van zou verwachten. Ook zijn indexbeleggingen veelal synthetische beleggingen door middel van een contract met een bepaalde financiële instelling, inclusief het bijbehorende tegenpartijrisico. Door hun omvang gaan ze ook meer invloed uitoefenen op marktcorrecties, bijvoorbeeld bij de flash crash in mei van dit jaar. Een steeds grotere groep die via de index belegt, zorgt er voor dat aandelen gelijk op en neer bewegen en dat uitslagen naar boven en beneden worden versterkt. Dat is slecht nieuws voor actieve beleggers op korte termijn.

Indexbeleggers profiteren van actieve beleggers. Ze maken gebruik van

Indexbeleggers bepalen de markt en dat maakt deze minder efficiënt

het free-rider-effect. Iemand anders in de groep, de actieve belegger, moet het probleem maar oplossen. Niet iedereen kan een free rider zijn, maar met de sterke groei van indexbeleggingen begint het daar wel op te lijken. Bovendien neemt de aantal actieve beleggers af nu de handel voor eigen rekening bij banken sterk is teruggebracht en het aantal hedgefondsen is gehalveerd.

Door de groei van het indexbeleg-

gen profiteert men niet alleen van de efficiënte markt, maar gaat men de markt ook bepalen. Deze wordt daarmee minder efficiënt: indexbeleggers selecteren aandelen van bedrijven uitsluitend op basis van marktkapitalisatie, het aantal uitstaande aandelen maal de koers. Men kijkt niet naar de vooruitzichten van het bedrijf en naar de waardering van het aandeel. Dure bedrijven blijven daardoor duur en goedkope bedrijven goedkoop.

Daarmee is er sprake van een risico dat er niet langer sprake is van een vrije markt, een essentieel onderdeel van het kapitalistische systeem, waardoor middelen niet meer optimaal worden gealloceerd. Nu past dit wellicht in het huidige tijdsgewricht waarin afscheid wordt genomen van het neoliberalisme en het vrije marktdenken, maar het gevolg is wel een lagere productiviteitsgroei en daardoor een lagere economische groei.

En zelfs tekorten, een kenmerk van centraal geleide economieën, zijn mogelijk met als gevolg oplopende inflatie. En als alle middelen in de index worden belegd, gaat er niets naar innovatieve jonge bedrijven die voor een deel van de toekomstige groei moeten zorgen. Innovatieve bedrijven zijn immers klein, maar zitten vaak niet in de index. Zij moeten met lede ogen toezien hoe steeds meer kapitaal gealloceerd wordt naar bedrijven in de index.

Grote indexbedrijven kunnen dan wel de kleinere innovatieve spelers overnemen, maar het is maar de vraag of groei door acquisities wel zo succesvol is als autonome groei. Hoewel de markt dus altijd wel een oplossing zal vinden is dit geen toonbeeld van efficiëntie. ■

HAN DIEPERINK IS CHIEF INVESTMENT OFFICER VAN RABOBANK PRIVATE BANKING.

CONTRA

Indexbeleggers betekenen niet het einde, maar juist een stimulering van het kapitalisme: ze dagen actieve beleggers uit het beter te doen dan het marktgemiddelde, stelt Leen Meijaard, managing director bij BlackRock.

TEKST: LEEN MEIJAARD

HAN DIEPERINK is een scherpe en originele denker. Toen ik deze stelling zag, dacht ik ook meteen: dat is typisch voor Dieperink. Hij schroomt niet te chargeeren om een goede discussie uit te lokken want dat de stelling "trackers betekenen het einde van het kapitalisme" gechargeerd is, behoeft mijns inziens geen bevestiging.

Indexbeleggers wordt verweten dat zij geen actieve beleggers zijn. Ze kijken niet naar de vooruitzichten van een bedrijf en ook niet naar de waardering van aandelen. Han Dieperink signaleert dat daarmee geld niet optimaal wordt gealloceerd, het risico bestaat dat er niet langer sprake is van een vrije markt en dat zou het einde van het kapitalisme kunnen inluiden.

Misschien is het goed om eerst eens naar de cijfers te kijken om deze stelling in perspectief te plaatsen. Op dit moment hebben ETF's wereldwijd meer dan 1000 miljard dollar onder beheer. Op de totale waarde van het wereldwijd in beursgenoteerde aandelen en obligaties belegde vermogen van 66.000 is dat echter slechts een fractie, namelijk 1,6 procent. Zo bezien valt het met de gesuggereerde nadelen van ETF's voor een goed functioneren van beurzen en de vrije markteconomie reuze mee. Ook indien naast het vermogen in ETF's het door institutionele beleggers in indexfondsen belegde vermogen wordt meegenomen, gaat het slechts om een klein deel van de totale handel op de beurs.

Er is nog ruimte voor een flinke groei van ETF's zonder dat gevreesd hoeft te worden voor een dominante positie van hen op de financiële markten. Zo werd de flashcrash van 6 mei in de VS

ook niet veroorzaakt door ETF's, maar een enorme verkooporder van 4,2 miljard dollar in de S&P 500 minifutures.

Daarnaast vervullen ETF's net als indexfutures wel een geheel eigen rol bij het zorgen van liquiditeit op de financiële markten en een efficiënte allocatie van middelen. Doordat zij in alle aandelen van een index beleggen, zorgen zij voor handel in illiquide kleine aandelen waar door actieve beleggers anders vaak niet of nauwelijks in gehandeld kan worden.

Verder bestaan er talloze ETF's voor verschillende indices inclusief small cap en microcap indices en indices die bedrijven selecteren op basis van bepaalde kenmerken (bijvoorbeeld groei of waarde). Voorzover jonge veelbelovende bedrijven beursgenoteerd zijn en in deze indices zijn opgenomen wordt door ETF's ook in hen belegd. Tot slot is het niet zo dat ETF's in het geheel geen

Indexbeleggers zorgen juist voor handel in illiquide, kleine aandelen

invloed op hun ondernemingsbeleid kunnen uitoefenen. Han Dieperink signaleert terecht dat er bij ETF's nogal wat kaf onder het koren zit: gestructureerde producten of fondsen met vele verborgen risico's. Maar indien ETF's simpelweg de index repliceren door fysiek in de onderliggende aandelen te beleggen zoals bij bijna alle door BlackRock aangeboden iShares gebeurt, kunnen zij via hun stembeleid hun invloed doen gelden. Zo

wordt door BlackRock als grootste aanbieder van trackers (iShares) jaarlijks op 14.000 aandeelhoudersvergaderingen gestemd en waren wij in de eerste helft van dit jaar in discussie met ruim 1000 ondernemingen over het door hen gevoerde beleid.

Naast grootste aanbieder van indexfondsen en trackers heeft BlackRock ook een reeks van goed presterende actieve fondsen. Wij denken dat er voor beiden plaats is in een beleggingsportefeuille. Indien er voor beleggingscategorieën goede actieve fondsen voorhanden zijn, verdient actief beleggen uiteraard de voorkeur, simpelweg omdat met goed presterende actieve fondsen een hoger rendement kan worden behaald. Niet iedereen wil echter de moeite doen op zoek te gaan naar goede actieve beleggingsfondsen en voor bepaalde beleggingscategorieën of voor bepaalde marktomstandigheden zijn deze ook moeilijk te vinden. In dat geval zijn trackers een ideale belegging. Omdat het bestaan van ETF's iedere actieve manager uitdaagt het na kosten beter te doen dan het marktgemiddelde, zou ik bijna zeggen "trackers betekenen niet het einde, maar stimuleren het kapitalisme juist". Maar misschien is dat ook weer enigszins gechargeerd. ■

LEEN MEIJAARD IS MANAGING DIRECTOR BIJ BLACKROCK EN COUNTRYMANAGER BENELUX.



Ich habe sehr viel Respekt vor Rose Ouahba. Die Frauen, die ich berate, wissen es ganz besonders zu schätzen, daß eine Fondsmanagerin wie sie auch das Ruder stets fest in den Händen hält, mitunter in den schlimmsten Stürmen. Das Team von Carmignac Gestion hat durch seinen beeindruckenden Erfolg nicht den Sinn für die Realität verloren.

Ute Regina Voß, vermogensbeheerder, Duitsland
Mail ontvangen op 5 oktober 2010

Ik heb veel respect voor Rose Ouahba. De vrouwen die ik o.a. adviseer waarderen het vooral dat een beheerder als zij op deze manier aan het roer staat, soms in de zwaarste stormen. Ondanks het indrukwekkende succes van Carmignac Gestion houdt het team de beide benen op de grond.

Ute

Señor Carmignac, soy un pensionista que fui mecánico, y gracias a usted soy un poco más feliz porque mi pensión es baja y he invertido mis ahorros en sus fondos. Gracias a usted mi esposa y yo esperamos tener un futuro mejor. Mientras viva le estaré agradecido.

Francisco Guijarro Sánchez, gepensioneerde, Spanje
Mail ontvangen op 7 september 2010

Meneer Carmignac, ik ben een gepensioneerd monteur en dankzij u ben ik gelukkiger. Ik heb een bescheiden pensioen, maar ik heb mijn spaargeld in uw fonds geïnvesteerd. Dankzij u kunnen mijn vrouw en ik een betere toekomst tegemoet zien. Zolang ik leef zal ik u dankbaar zijn.

Francisco



Egregio Signor Carmignac... Come sta? Siamo pieni zeppi di fondi Carmignac e questo ci ha consentito di salvare la faccia e il portafoglio! Per tutti quei clienti che hanno creduto in Lei ci sarebbe la possibilità di avere delle mascotte Carmignac da mettere sul comodino e da accarezzare prima di andare a dormire? L'abbraccio e grazie di esserci per noi!

Mario Compagnucci, vermogensbeheerder, Italië
Mail ontvangen op 15 december 2008

Geachte heer Carmignac... hoe gaat u het? Wij hebben veel geld in Carmignac-fondsen belegd en konden daardoor ons gezicht en onze portefeuille redden! Kunt u aan alle cliënten die in u hebben geloofd een Carmignac-mascotte geven die ze dan op hun nachttafel kunnen zetten en voor het slapengaan eventjes kunnen aaien? Vriendelijke groeten en bedankt dat u er voor ons bent!

Mario

Voor Ute, Francisco, Mario en voor al haar cliënten heeft Carmignac Gestion een gamma van 18 fondsen* ontwikkeld die in 50 financiële centra zijn belegd en vandaag 50 miljard euro beheerde activa vertegenwoordigen.

Carmignac Gestion Luxembourg
65, bd Grande-Duchesse Charlotte
L-1331 Luxembourg

+352 46 70 60 41 / www.carmignac.nl



MULTI-ASSET FONDS NIET WELKOM

ASSET-ALLOCATIE BIJ BANK

Fondshuizen bieden een alternatief voor de asset-allocatie door banken. Maar deze multi-assetfondsen passen niet binnen de eisen die het risicoprofiel aan de bank stelt.

TEKST: JEROEN BOOGAARD

ER WORDT TE VEEL AANDACHT besteed aan de selectie van fondsen en te weinig aan de asset-allocatie, heeft directeur Pim Mol van Rabobank Private Banking ooit eens vermanend gezegd. Grote fondshuizen als BlackRock, Carmignac Gestion en Schroders vinden echter dat zij die asset-allocatie heel goed voor de bank op zich kunnen nemen. Voor die opvatting verwijzen ze naar succesvolle fondsen als het BlackRock Global Allocation Fund en Carmignac Patrimoine. Maar die suggestie vindt bij banken weinig gehoor. Als banken de multi-assetfondsen van deze partijen al aanbieden, dan is dat hooguit bij adviesrelaties en niet in het beheer.

Veel managers van fondsen die zijn ogenomen in de beleggingsportefeuilles van banken ervaren het meegekregen mandaat als een dwangbuis. Ze worden gehouden aan een maximale tracking error, waardoor er sprake is van weinig vrijheid om in te spelen op kansen of bedreigingen. Zo voeren de meeste fondsen in 2008 als olietankers de vuurzee van de crisis in. Hoe anders is dat bij multi-assetfondsen, die trekken zich weinig aan van een benchmark. Ze beleggen op gong van een wereldwijde asset-allocatie. Daarbij staat het beleggingsbeleid in het teken van vermogensbehoud.

Waar klassieke mixfondsen volgens een vrij statische verdeling in aandelen, obligaties en liquiditeiten beleggen, hebben deze fondsen ook alternatieven als vastgoed, grondstoffen en hedgefondsen tot hun beschikking. Bovendien kan met deze verschillende beleggingscategorieën flexibel geschoven worden, wat de mogelijkheid biedt om snel in te spelen op actuele marktontwikkelingen.

Een sprekend voorbeeld van een multi-assetfonds is het Carmignac Patrimoine, dat met een nipt positief resultaat over 2008 aantoonde grote schokken op de financiële markten te kunnen absorberen. Dankzij dergelijke prestaties mogen multi-assetfondsen als van Carmignac zich verheugen in een sterke instroom van nieuw kapitaal. Maar banken en vermogensbeheerders bieden deze producten nog nauwelijks aan.

Risicoprofielen

Dat komt onder meer omdat alle banken in Nederland werken met risicoprofielen conform de eisen van de Autoriteit Financiële Markten. Aangezien de strategische asset-allocatie van multi-assetfondsen voortdurend verandert, is de beoordeling van het risico een hachelijke zaak. Dat levert een probleem op, omdat fondsen vaak de bouwstenen zijn in de asset-allocatie van de bank. 'Ik denk dat meerdere banken hiermee worstelen. Beleggingen moeten binnen een profiel



MULTI-ASSETFONDSEN HEBBEN, ANDERS DAN KLASSIEKE MIXFONDSEN, OOK ALTERNATIEVEN ALS VASTGOED, GRONDSTOFFEN EN HEDGEFONDSEN TOT HUN BESCHIKKING.

FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

passen. En dat is bij dit soort fondsen lastig', zegt San Lie, verantwoordelijk voor het adviesbeleid bij Insinger de Beaufort. 'Vandaag kan het bij wijze van spreken om een obligatiefonds gaan, terwijl morgen het aandelenkarakter overheerst. En zo zou je het dan ook moeten classificeren. Wij zijn er dan ook nog niet uit hoe we met zo'n fonds moeten omgaan.'

Net als bij Theodoor Gilissen is beleggen in multi-assetfondsen bij Insinger de Beaufort om deze reden alleen mogelijk voor adviesklanten. Op het moment dat een klant kiest voor een dergelijk fonds, laat men in feite de asset-allocatie over aan gespecialiseerde fondshuizen. 'Het komt dan vervolgens aan op de juiste fondsselectie, want het ene fondshuis is het andere niet. Als het gaat om multi-assetfondsen bieden wij momen-

'Beleggingen moeten binnen een profiel passen. En dat is bij dit soort fondsen lastig'



Denys Vinson



Overtuigingen worden realiteit naarmate de tijd vordert

Onze klanten schenken ons hun vertrouwen omdat we hun visie op beheer delen. We hebben een lange termijn visie en streven steeds naar het delicate evenwicht tussen prestaties en voorzichtigheid.

Met onze intieme kennis van ondernemingen en de economie bouwen we op onze ervaring en expertise.

De wereld biedt vandaag de dag veel kansen Het is onze missie deze kansen voor U te grijpen.

edram.be



EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

COLUMN

EEN GERICHTE SELECTIE IS HARDE NOODZAAK



TEKST: STEPHANE MONIER

Institutionele beleggers gebruiken doorgaans kapitaalgevoegen indices voor hun beleggingsstrategie en voor de vergelijking van de performance. Meestal gebeurt dat op basis van een geografische of een sectorgerichte allocatie, aan de hand waarvan de risico- en rendementsdoelstellingen werden vastgesteld.

De laatste jaren wordt echter steeds duidelijker dat er te weinig aandacht wordt besteed aan de analyse van de samenstelling en de constructie van de index. Daardoor geeft de allocatie op basis van de benchmark veelal een onjuist beeld van de impact die dat heeft op het risico- en rendementsprofiel van de belegger.

Het is zonder meer waar dat er vanuit een vastrentend perspectief voordelen verbonden zijn aan het gebruik van een marktgekapitaliseerde benadering. Dat geldt zowel voor de beoordeling van de performance van een bepaald universum als voor de zekerstelling van de asset-allocatie naar liquide markten. Maar aan deze voordelen zijn ook nadelen verbonden, namelijk dat men als belegger blootgesteld kan worden aan risico's die verbonden zijn met deze kapitaalgevoegen indices.

Zo zal een wereldwijde obligatieindex de zwaarste weging toekennen aan landen met de grootste schuldenposities, die daardoor ook de grootste emittenten zijn van schuld papier. Kijk je naar het mondiale landenuniversum dan is het geen verrassing dat de Verenigde Staten en Japan nu het grootste gewicht hebben in deze kapitaalgevoegen mondiale benchmarks voor staatschulden. Hierdoor zien beleggers het kredietrisico in hun portefeuilles sterk, en veelal ongemerkt toenemen. Daarnaast zal deze methode resulteren in overgewaardeerde stukken in de

index, die een grotere weging hebben door hun opgestuwde koers, terwijl ondergewaardeerde stukken met soms het grootste potentieel een kleinere weging krijgen.

Om de nadelen van deze marktgevoegen indices te ondervangen, zoeken asset managers naar een alternatieve aanpak. Hierbij wordt de index samengesteld en gewogen op basis van fundamentele factoren, zoals bbp-groei, de totale nettoschuld tegenover de bbp-ratio, de fiscale balans en de lopende rekening balans tegenover de bbp-ratio. Centraal staat daarbij de vraag of landen kunnen voldoen aan hun schuldverplichtingen. Dat is een vitale vraag, omdat er in het Westen sprake is van toenemende schulden en de fiscale effecten van de vergrijzing een groot, maar nog onbekende invloed zullen hebben op de overheidsuitgaven. Voor zowel asset managers als institutionele beleggers is dat een reden om op zoek te gaan naar een alternatieve benadering. Dat alternatief is de zogenaamde fundamenteel gewogen constructiemethode. Hierin wordt de weging in de index vooral afhankelijk gemaakt van economische fundamentals. De fundamenteel gewogen index die van deze aanpak het gevolg is, leidt tot een andere landenallocatie.

'Marktgevoegen obligatieindex kan grote kredietrisico's in zich bergen'

Komt bij de marktgevoegen aanpak bijna 82 procent toe aan de zes grootste weggingen, bij de fundamenteel gewogen benadering is dat 41 procent. De grootste schuldenlanden van de wereld, Japan en VS, zijn bij de marktgevoegen aanpak goed voor 30 procent, bij de fundamentele aanpak is dat 15 procent. Het jaarlijkse rendement komt bij deze nieuwe aanpak uit op meer dan 6 procent, tegen ongeveer 4,9 procent bij de marktgevoegen strategie. De risico gewogen rendementen zijn bij nieuwe aanpak ook significant hoger dan bij een marktweging: 1,32 procent in 2009, tegen 0,15 procent.

STEPHANE MONIER, CIO FIXED INCOME AND CURRENCIES BIJ LOMBARD ODIER IM.

VERVOLG VAN PAGINA 29

uitteel twee fondsen aan: Carmignac Patrimoine en Pictet-Absolute Return Global Diversified.

Kerntaak

In het beheer worden dergelijke fondsen nog helemaal niet ingezet, vertelt Lie. Afgezien van de problematiek ten aanzien van de risicoprofielen wordt asset-allocatie ook gewoon als kerntaak beschouwd. De belangen zijn immers groot: academisch onderzoek bewijst dat het uiteindelijke rendement vooral afhangt van de strategische asset-allocatie. 'Wij nemen onze eigen strategische beslissingen, omdat wij menen dat wij zelf goed zijn in asset-allocatie.'

Insinger de Beaufort staat daar niet alleen in. Bij Van Lanschot wordt de asset-allocatie door dochter Kempen Capital Management verzorgd, zegt woordvoerder Etienne te Brake. Een extern fonds als Carmignac Patrimoine komt er bij de bank dan ook niet in.

'Op basis van vermogensregie zoals wij dat als Van Lanschot toepassen, willen wij onze klanten passende oplossingen bieden en daarbij het asset-allocatieproces in eigen hand houden. Wij geloven in actief beleid door zelf de asset-allocatie toe te passen.' In de praktijk worden portefeuilles ingevuld met vier multi-assetfondsen ('Global Index Funds') van Kempen die geheel in overeenstemming met het persoonlijke risicoprofiel van een klant beleggen. Zo heeft de bank altijd een goed inzicht in de posities van de klant en worden tegenstrijdigheden vermeden.

Een ander geluid komt van Maurice Eeken van T&E effecten. 'Onze kernportefeuilles worden samengesteld uit meerdere absolute return- en garantie-

fondsen met minimale neerwaartse uitslagen.' En omdat de risicoprofielen worden ingevuld aan de hand van een hoge, gematigde en lage beweeglijkheid levert dit geen probleem op. Carmignac Patrimoine heeft volgens hem een gematigde beweeglijkheid.

Geen alternatieven

Toch passen de eigenzinnige multi-assetfondsen lang niet altijd bij de manier waarop vermogensbeheerders willen opereren ten behoeve van hun klanten. Sommige klanten wensen bijvoorbeeld helemaal niet te beleggen in alternatieven als grondstoffen, hedgefondsen en vastgoed. Hetzelfde geldt voor sommige vermogensbeheerders.

'Wij beleggen in aandelen, obligaties en cash. En de enige constructies die wij daarbij gebruiken is een eventuele afdekking van de risico's met optie-strategieën. Als je daar trouw aan wilt blijven, kun je dit soort fondsen niet opnemen in je palet', zegt Steven Faber, managing director van de Nederlandse vestiging van CapitalatWork. 'Wij hebben zelf ook een visie op de wereld die wij tot uiting willen laten komen in ons beleggingsbeleid.'

Bij deelmandaten is dat anders. Als een klant al een contract heeft waarin de asset allocatie wordt bepaald, dan kan CapitalatWork daar bijvoorbeeld een deel van invullen. Multi-assetfondsen worden niet gebruikt. 'Als je een fonds van Carmignac wilt voeren, dat moet je dat bij Carmignac doen. Daardoor krijg je de behandeling die je verdient en worden dubbele kosten vermeden. Dat vind ik ook in het belang van de klant.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



VOOR WIE HET LIEVER OP SAFE SPEELT ZIJN BELEGGINGEN IN CASH EEN GOEDE KEUZE.
FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

'HET DRAAIT OM FOCUS'

OUTPERFORMERS OVER DE KUNST VAN HUN VAK

Fondsmanagers die structureel de index weten te verslaan, zijn doorgaans stock pickers. Ze onderscheiden zich door hun vermogen de verborgen waarde in bedrijven op te sporen en lang – heel lang – op hun gelijk te wachten.

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

'WIE ERVOOR Kiest te beleggen als zijn buurman, verdient ook nooit meer dan zijn buurman. Dat is in een notendop het wezen van outperformance. Het is geen wetenschap, het is een kunst.'

Philip Weintraub was fondsmanager van het Skagen Global Fund, waarmee hij naam verwierf als een succesvolle outperformer. Dat outperformen geen wetenschap is maar een kunst, verklaart Weintraub uit het feit dat het per definitie mensen zijn die tegen de stroom ingaan. Het zijn mensen die zich 'anders gedragen, anders analyseren. Hun focus en discipline overtreft die van anderen. Ik ben ervan overtuigd dat outperformers dezelfde beleggingsfilosofie hebben.'

Volgens Weintraub, die eerder dit jaar de nieuwe fondsboutique Labrusca heeft opgezet, hebben outperformers zonder uitzondering een waardebenadering. 'Ze kunnen ook zonder uitzondering de waarde van aandelen goed beoordelen. Ze kijken niet naar een goed bedrijf dat ze voor een goede prijs kunnen kopen. Ze kijken naar een aantrekkelijk bedrijf dat ze tegen een lage prijs kunnen kopen.'

Weintraub erkent dat het niet reëel is te denken dat outperformers het altijd beter doen dan de markt, maar over een langere tijdsperiode doen ze het wel beter dan de markt, zegt hij.

Volgens onderzoek is de groep die

de index over een langere periode weet te verslaan amper 20 procent van het totaal. Weintraub noemt in dat verband de zeer grote namen, zoals Warren Buffett. 'Outperformers zijn vaak gericht op waardebeleggen. Ze doen aan stock picking, houden geconcentreerde portefeuilles aan en handelen volgens het adagium "blijf zitten waar je zit".'

Focus

Willem Burgers, fondsmanager van het Add Value Fund, herkent zich in de woorden van Weintraub. 'Het draait allemaal om je focus. Je kunt maar in een beperkt universum excelleren. Selectie is dus heel belangrijk.' Het Add Value Fund, opgericht in 2007, is onlangs met vijf sterren opgenomen in de Morningstar-ranking. Burgers: 'We beleggen niet in start ups omdat dat nog geen bewezen businesscases zijn. Onze focus ligt op de periode daarna. Dit is de periode waarin bedrijven snel groeien.' Dat kan autonome groei zijn, of groei ten gevolge van overnames. Bereikt een bedrijf de AEX, dan is het echte groeitraject voorbij en bouwen wij ons belang af.'

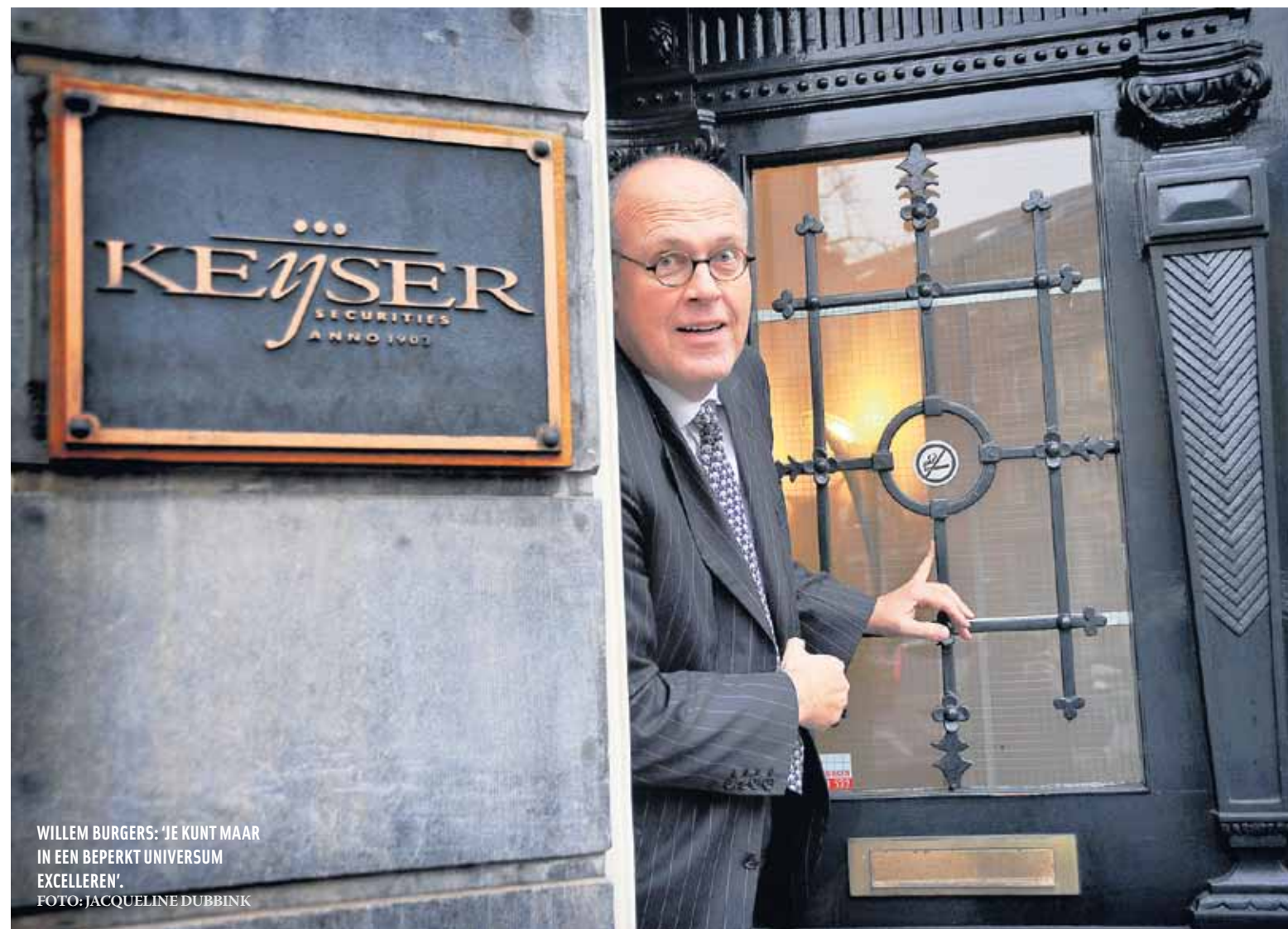
Burgers kreeg in de jaren negen-

'Stuk voor stuk zijn we meesters in de waardebeoordeling van aandelen'

tig de bijnaam Mr Small Cap. Dat was in de periode dat hij leiding gaf aan het Orange Fund van Kempen en stelselmatig outperformance liet zien. Ook met het Add Value Fund blijft hij de index ruimschoots voor. Op de vraag waarom hij zich alleen op Nederlandse bedrijven richt, zegt Burgers: 'Ik heb ervaring met dit stukje van de markt en ben bekend met de businessmodellen. Praktisch is het ook handig als je in Nederland zit je op de Nederlandse bedrijven te richten. Je kunt de bedrijven makkelijk bezoeken en kent de cultuur. Daar komt bij dat we onszelf heel bewust een beperking hebben opgelegd. Je kunt ook Philips en Aegon gaan volgen. Maar dat is veel moeilijker, omdat die bedrijven veel groter zijn. "In der Beschränkung zeigt sich erst der Meister", zei Goethe al. Je kunt je ook toeleggen op de snelle flitshandel en daarmee outperformen, maar wij doen dit.'

Correlatie

Weintraub erkent dat het door computers gedreven zogenoemde 'high volume trading' een grote invloed heeft op de aandelenmarkten. 'Daarbij draait het uitsluitend om volumes en minimale inefficiëntie. Een gevolg ervan is dat de correlatie tussen asset classes en sectoren steeds groter wordt.' Maar dat maakt het werk voor stockpickers niet moeilijker. 'Nee, niet per definitie. De grote koersuitslagen die daarmee gepaard gaan, geven ons juist de mogelijkheid aandelen goedkoop te kopen. Het is voor



OUTPERFORMANCE

DO'S EN DON'TS VAN BELEGGEN

Het begint met een grondige bestudering van de balans van een onderneming, voordat je besluit er een aandeel van te kopen. Essentieel is om bedrijven met veel schulden te mijden.

Dat is de kern van de adviezen die Anthony Bolton geeft in het boek 'Investing against the Tide'. Bolton is een van de meest succesvolle naoorlogse fondsmanagers. Hij beheerde van december 1979

tot december 2007 het Fidelity Special Situation Fund. Met dat fonds behaalde Bolton in die periode een gemiddeld rendement van bijna 20 procent per jaar.

In 'Investing Against the Tide' geeft hij fondsmanagers (in spe) een scala aan praktische tips. Vraag je altijd af: zal dit bedrijf er over tien jaar nog zijn en zal het dan meer waard zijn dan nu? Het is volgens Bolton verrassend hoeveel bedrijven deze test niet doorkomen.

Ook is het belangrijk om na te gaan hoeveel invloed macro-economische factoren als de wisselkoers of de rentevoet op een bedrijf hebben. Hoe minder gevoelig bedrijven hiervoor zijn, hoe beter.

Een eenvoudig businessmodel is

ook een goed teken en of een bedrijf cash genereert.

Bezoek het bedrijf, raadt Bolton verder aan. Heb je eenmaal een afspraak, dan is het slim om aan het einde van het gesprek, of in het begin, als je bijvoorbeeld nog even ergens op moet wachten, terloops een concurrent ter sprake brengt. Niet alle managers praten over andere bedrijven, maar doen ze dit wel, dan kun je hier zowel over de concurrent als over het bedrijf veel informatie uit destilleren.

Andere tips die Bolton zijn lezers geeft zijn om enkel te investeren in een bedrijf met management dat je vertrouwt. Ook moet je als belegger een voorkeur voor goedkope aandelen ontwikkelen. Het

mij de enige manier om iets van 1 euro te kopen tegen 50 eurocent en dan weer tegen 1 euro te verkopen.'

Een fonds dat ook over de langere termijn een trackrecord van gestage outperformance heeft, is het First Eagle Investment Fund. Het Amerikaanse fonds heeft sinds de lancering een gemiddeld jaarlijks rendement van 11,16 procent. 'Wij beleggen volgens de methode van Benjamin Graham, een professor aan Colombian University', zegt Robert Hackney, managing director van First Eagle Investment Fund, dat in Europa geregiereerd is als het Amundi International Sicav-fonds, eveneens met vijf sterren opgenomen in de Morningstar-ranking.

'Graham was een waardebelegger, al noemde hij dat zelf toen nog niet zo,' zegt Hackney. 'Hij was een slimme belegger. Hij zocht naar kansen om aandelen voor significant minder geld te kopen dan hun intrinsieke waarde. Dit konden aandelen van sectoren zijn die het moeilijk hadden of uit de gratie waren of aandelen waar om een andere reden geen oog voor was.'

'Het is de kunst iets van 1 euro te kopen voor 50 eurocent en dan te verkopen voor 1 euro'

Naast de Graham-aandelen, investeert het fonds in Buffett-aandelen. Dat zijn volgens Hackney aandelen van bedrijven waarover iedereen het eens is dat ze een grote intrinsieke waarde hebben. Voorbeelden daarvan zijn Coca-Cola en Microsoft. 'Dit zijn sterke merken met een loyale klantenkring, waarvan de intrinsieke waarde groeit. Ook deze aandelen kopen wij alleen als we een discount van tenminste dertig procent kunnen krijgen.'

Zitvlees

Wat Burgers, Hackney en Weintraub gemeen hebben, is dat ze bij het selecteren van hun aandelen niet uitgaan van een benchmark. 'Benchmarkbeleggen verplicht je om aandelen te kopen die populair zijn en dus hoog gewaardeerd,' zegt Hackney. 'Een indexbelegger koopt bedrijven omdat ze deel uitmaken van een index, zonder naar de kwaliteit te kijken', oordeelt Burgers. 'Ik vind dat niet heel intelligent, omdat je dan heel veel moois laat liggen.'

Wie het als stock picker beter wil doen dan de benchmark, moet zitvlees hebben – daarover zijn ze het zonder uitzondering eens. Zowel Burgers als Hackney start met het lezen van de jaarverslagen van bedrijven. Hackney: 'We beginnen bij de basis, bij de balans, en kijken wat de aandelen waard zouden zijn als ze nieuw zouden worden uitgegeven. We kijken naar alles wat hier invloed op kan hebben en lezen alle voetnoten. Ja, je zult dus echt gewoon hard moeten werken.'

Burgers zegt verder veel analistenrapporten te lezen en vooral ook eigen analyses te maken, 'omdat analisten toch vooral naar de korte termijn kijken'. 'Daarnaast bezoeken we de jaarvergaderingen en roadshows van ceo's en analisten, leggen bedrijfsbezoeken af en gaan een enkele keer ook naar een fabriek.'

De beste stock picker aller tijden, Warren Buffett, heeft in dat verband gezegd dat de echte grote persoonlijke fortuinen in het land niet zijn vergaard met een portefeuille met vijftig bedrijven erin. Zij zijn vergaard door mensen die een prachtig mooi bedrijf hebben ontdekt. Volgens Buffett zou je daarom de moed en het vertrouwen moeten hebben in elke investering die je doet ten minste tien procent van je vermogen te stoppen – een filosofie die Burgers in zijn strategie zegt te volgen. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Op 27 september vond in de Jaarbeurs in Utrecht de derde editie van hét evenement voor beleggingsadviseurs plaats: Het Fondsevent 2010. Een dag vol inspirerende plenaire sessies en masterclasses verzorgd door kopstukken uit de fondsenindustrie.

Sessie 1 Wijk af van de index

Fondsmanagers die met hun fonds te dicht op de index blijven zitten, kunnen beter een ander vak kiezen, was een van de stellingen die geponeerd werd tijdens een van de paneldiscussies op het Fondsevent 2010 die onder meer ging over actief versus passief beleggen. Het is moeilijk uit te leggen waarom beleggers voor

dergelijke fondsen een hoge beheervergoeding moeten betalen, zo werd er gezegd. Ook trackers moesten het ontgelden. Zij zouden het einde van het kapitalistische systeem betekenen. Trackers belonen bedrijven alleen maar op basis van hun grootte in de kapitaalgewogen index, terwijl juist bedrijven die het goed doen, meer geld zouden moeten krijgen.

Sessie 2 Klanten denken vaak niet aan emerging markets

Hoewel emerging markets volgens kenners dé groei-markten zijn waar beleggers van kunnen profiteren, hebben veel beleggers nog weinig interesse in opkomende markten.

De opkomende markten werden op het Fondsevent 2010 aangeduid als de machinekamer van de wereldwijde consumptie. In Nigeria bijvoorbeeld drin-

ken mensen gemiddeld negen liter bier per jaar. In Duitsland 120 liter. Daar zit dus nog veel potentiële groei. Toch lijkt het erop dat veel beleggingsadviseurs in gesprekken met klanten zo ver helemaal niet komen. Uit een peiling onder de aanwezigen bleek dat klanten vaak niet aan emerging markets denken.

Sessie 3 Reageer tijdig op trends

Beleggers die op trends willen inspelen, moeten dat tijdig doen. Als op de voorpagina van de krant heeft gestaan dat iets een trend is, dan is dit al in de koersen verwerkt, gaf een deelnemer aan een van de plenaire sessies op het Fondsevent 2010 aan. Je moet trends dus vroeg identificeren en er dan bijvoorbeeld vijf kiezen. Twee worden het dan niet.

Pech gehad. Heb je het over megatrends dan moet je bijvoorbeeld denken aan demografische ontwikkelingen als vergrijzing en verstedelijking, aan schaarste van voedsel en grondstoffen en een toenemend milieubewustzijn. Fondshuizen spelen in op deze trends door het aanbieden van sector- en themafondsen.

Sessie 4 Steeds meer een coachende rol

Met de komst van standaardportefeuilles is de rol van de beleggingsadviseur niet uitgehold, maar wel veranderd. De tijd dat een adviseur op zondag bedacht wat hij maandag aan zijn klanten ging verkopen, is voorbij. Een adviseur krijgt steeds meer een

coachende rol. Het bouwen van een portefeuille op basis van door de klant gestelde doelen is belangrijker dan het vinden van een goudmijntje. De uitdaging van het vak zit hem volgens de adviseurs vooral in het intensieve contact met klanten.

De Stichting Kennis Beleggingsfondsen
Het Fondsevent wordt jaarlijks georganiseerd door de Stichting Kennis Beleggingsfondsen. Deze stichting is er op gericht om beleggingsadviseurs in Nederland te voorzien van kennis en educatie op het gebied van beleggingsfondsen.

BlackRock, Fidelity Investment Managers, ING Investment Management en J.P. Morgan Asset Management over opkomende markten en de manier waarop zij de resultaten van hun emerging marketsfondsen beoordelen



Dhiren Shah

Co-manager van BlackRock's BGF Emerging Markets Fund

'Opkomende landen zijn de groeimotor van de wereldwijde economie. De jonge schuldenarme bevolking daar is dé arbeidspopulatie van de toekomst. De productiviteit in opkomende landen neemt snel toe. Er ontwikkelen zich nieuwe industrieën en technologieën en de binnenlandse bestedingen stijgen in lijn met de toenemende welvaart van de beroepsbevolking. Demografische en economische veranderingen zullen bepalend zijn voor hoe de wereldeconomie eruit gaat zien. Een superieure en duurzame economische groei zal de komende twintig

jaar leiden tot grotere economische en politieke invloed van opkomende landen. Maakten zij eerst nog geen 2 procent van de MSCI AC World index uit, nu is dat 13 procent en de komende twintig jaar zou dit wel eens meer dan 30 procent kunnen worden. BlackRock zet de resultaten van zijn emerging marketsfondsen af tegen de MSCI Emerging Markets Index. Toch hebben we wel de flexibiliteit ingebouwd om ook te kunnen investeren in bedrijven die niet in de benchmark zijn opgenomen. Dit geeft ons de mogelijkheid om wat breder te kijken en betere resultaten te behalen.'



Nick Price

Fondsbeheerder van het Fidelity Funds Emerging Markets Fund

'Pakweg 80 procent van de wereldbevolking woont op dit moment al in opkomende landen. Het is dus niet zo gek dat inmiddels ook bijna driekwart van de wereldwijde BBP-groei hier vandaan komt. Twintig jaar geleden was de ontwikkelde wereld nog de groeimotor van de wereldwijde economie. Bijna 70 procent van de wereldwijde BBP-groei kwam uit deze landen. Maar ondanks hun grote aandeel in de wereldwijde BBP-groei, zijn de beurzen in de opkomende landen nog maar goed voor 13 procent van de totale waarde van de aandelenmarkten in de wereld.

Wij verwachten dat dit meer in evenwicht zal komen. Dit wil zeggen dat de opkomende landen in de nabije toekomst goed zullen blijven voor een groot aandeel in de wereldwijde groei en op de lange termijn veel dominantier zullen worden dan ze nu zijn. De resultaten van onze beleggingen in opkomende landen zetten wij af tegen een benchmark die representatief is voor de markt waarin geïnvesteerd wordt. Het doel is consistent een betere prestatie neer te zetten dan de benchmark. Maar we geloven ook dat op de lange termijn het absolute rendement van investeren in dit thema er veelbelovend uitziet.'



Rob Drijkoningen

Hoofd Global Emerging Markets Team, ING Investment Managers

'Om de resultaten van emerging marketsfondsen te bekijken heb je niet zoveel aan benchmarks. Neem je de obligatiemarkt als voorbeeld, dan maken de emerging markets maar zo'n 3 tot 5 procent van de wereldwijde obligatiemarkten uit. Maar wil dat zeggen dat je een voorkeur moet hebben voor Italiaanse, Griekse, Portugese, Britse of Amerikaanse obligaties? Dat lijkt mij niet. Emerging markets hebben zich de afgelopen jaren laten gelden als het vliegwielt van de wereldeconomie. En ook in de toekomst zullen zij die rol blijven spelen. Ik

verwacht een constante groei die 4 tot 5 procent hoger is dan in de ontwikkelde landen. De beurzen van Azië ex-Japan zullen de komende 15 tot 20 jaar aanzienlijk groeien ten koste van de Verenigde Staten en de eurolanden. Daar ben ik van overtuigd. Wat tegelijkertijd belangrijk is om op te merken, is dat landen die nu als emerging market worden gekarakteriseerd tegen die tijd tot de ontwikkelde wereld zullen behoren. Duidelijke kandidaten zijn Zuid-Korea, Taiwan, Singapore, Hong Kong (voor zover zelfstandig beoordeeld). In een aantal definities vallen zij al buiten emerging markets aan de aandelenkant en soms ook aan de fixed income kant.'



John Stainsby

Senior Client Portfolio Manager J.P. Morgan Asset Management

'Opkomende landen zullen een steeds dominantere rol in de wereldwijde consumptie gaan spelen. In 2030 zal bijna zestig procent van de wereldbevolking in steden wonen en twee miljard mensen zullen doorstromen van de onder- naar de middenklasse. Dat zal invloed hebben op hun bestedingspatroon. De economieën van opkomende landen zullen sterk blijven groeien. Westerse bedrijven die daar producten afzetten zullen daarvan mee kunnen profiteren. Ook voor beleggers biedt dit kansen.

Wij zetten de resultaten van ons JPMorgan Funds - Global Consumer Trends Fund niet af tegen een benchmark. We managen het fonds op een ongebonden basis, zonder specifiek startpunt om vanuit te gaan. Onze vijver om uit te vissen bestaat simpelweg uit alle aan een beurs genoteerde bedrijven in de wereld die zouden kunnen profiteren van consumententrends. We gebruiken de MSCI World Index wel om de resultaten van ons fonds tegen af te zetten. Daarvoor gebruiken we ook de MSCI World Index Consumer Discretionary/MSCI World Index Staples - Market Cap Weighted.'

Megatrends

BNP Paribas Investment Partners, Delta Lloyd Asset Management en Robeco over megatrends en de manier waarop zij de resultaten van hun megatrends-fondsen beoordelen.

William De Vijlder Chief Investment Officer, Partners en Alternative Investments, BNP Paribas Investment Partners

'Op de middellange termijn liggen twee veranderingen in de wereld min of meer vast. De eerste is vergrijzing, de andere de toenemende economische en politieke macht van opkomende economieën, vooral in Azië. Over 20 jaar heeft China zich ontwikkeld tot een economische en politieke supermacht. Maar ook India, dat veel minder te maken heeft met vergrijzing, zal een enorme ontwikkeling doorgemaakt hebben. Overigens zal de wereldbevolking over 20 jaar aanzienlijk groter zijn dan nu en woont ook een groter deel van die wereldbevolking in (mega)steden.

Een derde megatrend heeft te maken met (schaarse) grondstoffen. De beoordeling van het resultaat is uiteraard afhankelijk van het soort fonds. In onze strategiefondsen is de beoordeling gebonden aan een benchmark, namelijk de MSCI. Dat geldt voor emerging markets niet anders dan voor andere regio's. In het beleggingsbeleid wordt het verschil in risico tussen de regio's uiteraard ook in aanmerking genomen. In absolute return fondsen is - de naam is veelzeggend - het absolute rendement leidend.'



Arnold Gast Senior fondsmanager / Head of Credits, Delta Lloyd Asset Management

'Sir Winston Churchill: "It is always wise to look ahead, but difficult to look further than you can see." Wij kunnen dus niet voorspellen hoe de wereld er over 20 jaar uitziet. Wel kunnen we aan de hand van nu al zichtbare trends over mogelijke scenario's nadenken en daarop inspelen. Voorbeelden van megatrends zijn: vergrijzing, schuldenafbouw en beperkte groei in de Westerse wereld. Daartegenover staan hoge economische groei en consumptie in opkomende markten. Een lange termijnbelegger moet vooruitkijken op basis van eigen onderzoek en gezond verstand. Alleen zo is hij in staat valkuilen te vermijden en kansen te benutten. Dat houdt ook

in dat je moet focussen op absolute rendementen, zonder de risico-karakteristieken van benchmarks uit het oog te verliezen. Beleggen in opkomende markten leent zich niet voor een passieve benadering. Benchmarks zijn slechts een hulpmiddel en niet geschikt als leidraad in sterk veranderende markten. Wij gebruiken benchmarks om het risico-budget te bepalen. Voor vastrentend beleggen betekent dit dat we het rente- en kredietrisico eruit destilleren, maar de samenstelling wat betreft landen, sectoren en uitgevende instellingen graag in eigen hand houden.'



Peter Ferket Chief Investment Officer Equities, Robeco

'Hoe de wereld kan veranderen, zag ik onlangs in Berlijn. Die stad ziet er onvoorstelbaar anders uit dan twintig jaar geleden. Ook China zag er twintig jaar geleden nog heel anders uit. Over twintig jaar zal de hegemonie van de Verenigde Staten minder zijn. Ik denk dat de wereld meer in evenwicht zal zijn, dat er meerdere machtsblokken zullen zijn in plaats van een. Er zal dus een verschuiving zijn van west naar oost. De megatrends die ik zie grijpen hierop in. Ik maak onderscheid tussen demografische veranderingen. Denk aan de

vergrijzing in het westen en de sterke groei van de wereldbevolking in de opkomende landen. De tweede trend die ik zie is schaarste, van grondstoffen, maar ook van voedsel. Een derde megatrend is het toenemend milieubewustzijn. Om de resultaten van onze themafondsen te meten, gaan wij niet uit van een benchmark, maar gebruiken wij wel referentie-indexen. Die gebruiken wij om het behaalde rendement tegen af te zetten.'



Waarop te letten bij beleggen in opkomende markten of megatrends?

Freddy van Mulligen Hoofd Research en mede oprichter Morningstar Benelux

'Beleggen met en in trends kan problematisch zijn. Trends hebben hun gevaren. Allereerst zijn trends modegevoelig terwijl succesvolle beleggingsfondsen een levensduur van 15, 50 of 100 jaar hebben. Een bijkomend probleem is dat de trendfondsen door fondsaanbieders in elkaar worden gestoken omdat er vraag naar is, en niet omdat er ervaring is met beleggen in die trend en er genoeg capaciteit voor aanwezig is. Tenslotte hoeft een goede trend niet altijd een goede belegging te zijn. Is beleggen met behulp van trends dan helemaal waardeloos? Nee, zeker niet. Fondsmanagers moeten alles gebruiken om goede prestaties neer te zetten als deze techniek bij hen past. Het identificeren van trends is een verantwoorde manier om beleggingsideeën op te doen. Als de spreiding

niet wordt vergeten, dan kan trendmatig beleggen tot goede beleggingsfondsen met dito resultaten leiden. Het is dan ook geruststellend om te zien dat de thema-aanpak anno 2010 meestal wordt ingebed in een wereldwijd gespreide portefeuille. Voor het evalueren van prestaties is een wereldwijde index geschikt. Eventueel kan de groeiversie van indices worden gebruikt. Voor opkomende markten geldt hetzelfde als bij trendmatig beleggen: een brede spreiding binnen een fonds is voor de meeste beleggers aanbevelenswaardig. Daarbij kan men de fondsen afzetten tegen de MSCI Emerging Markets Index of tegen elkaar.'



Partners Fondseven 2010:

'DE INDEX HUGGERS MOETEN VAN HET SCHAP'

AFM PLEIT VOOR ADVIESMODEL

Fondsen die te dicht bij de index blijven, mogen niet meer op het schap en het provisiemodel moet vervangen worden door een adviesmodel, stelt AFM-bestuurder Kockelkoren.

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

ZOWEL FONDSDIENSTEN ALS banken moeten beleggingsfondsen niet meer aanbieden die te dicht bij de index blijven, maar waar wel een beheervergoeding voor wordt gerekend alsof het een actief gemanaged fonds is. 'Want deze zogenoemde closet indexers of index huggers horen niet thuis op het schap van de bank.'

Dat zegt Theodor Kockelkoren, bestuurder van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in een gesprek over de toekomst van het fondsbeleggen in Nederland. Hij wijst op wetenschappelijk onderzoek, waaruit blijkt dat fondsen die (te) dicht bij de index blijven en hoge kosten rekenen, slechter presteren dan de index.

Kockelkoren stelt dat closet indexers in de toekomst de 'product goedkeuringsprocedures' van de bank niet meer zouden mogen passeren. 'De verantwoordelijkheid daarvoor ligt in de eerste plaats bij de fondsaanbieders en de distributeurs. Maar wij vinden dat wij de bevoegdheid moeten hebben om achteraf vragen te stellen waarom een dergelijk

product wel door de productscreening is gekomen.'

'Als een partij daarbij niet wil luisteren naar onze suggesties, dan moeten we een aanwijzing kunnen opleggen, of een last onder dwangsom. En als partijen het echt te bont maken, maar dan heb je het over de onderkant van de markt, dan moeten we een vergunning voor een in Nederland geregistreerd beleggingsfonds kunnen intrekken.'

Onder vuur

Closet indexers liggen thans zwaar onder vuur. Indextrackers bieden een goedkoop en transparant alternatief, terwijl voor deze als actief gepresenteerde, maar in de kern passieve beleggingsfondsen forse beheervergoedingen worden gevraagd. Volgens wetenschappelijk onderzoek moet wel 30 procent van de beleggingsfondsen onder deze categorie worden geschaard.

Dat deze fondsen tot dusver op grote schaal zijn aanbevolen aan klanten, komt omdat deze keuze door een bank mede afhangt van de (hoogte van de) provisie, onder meer in de vorm van distributievergoedingen. In de verzekeringssector zijn verzekeraars en adviseurs eerder al



THEODOR KOCKELKOREN
FOTO: ELMER VAN DER MAREL/HH

'Als een partij niet luistert naar onze suggesties, geven we een aanwijzing'

gezamenlijk tot een voorstel gekomen om een wettelijk provisieverbod in te stellen. Minister De Jager van Financiën heeft daar al positief op gereageerd. Kockelkoren zegt dat de AFM graag wil dat de beleggingsmarkt zich bij een dergelijk verbod aansluit.

'Dat past in een Europese trend. Zo gaat het provisieverbod in 2012 in Groot-Brittannië voor adviseurs en vermogensbeheerders in. Italië is er al toe overgegaan. Bovendien verwachten wij

VERVOLG VAN PAGINA 37

dat een dergelijk verbod bijdraagt aan een zuiver marktmodel, waarin de klant aan de voorkant betaalt voor het advies dat hij krijgt.

In de fondside industrie wordt aangevoerd dat een verbod op de distributievergoeding en de invoering van een adviesfee door banken ertoe leidt dat klanten aan de onderkant van de markt van advies kunnen worden uitgesloten, omdat deze te duur wordt. Kockelkoren stelt daar tegenover: 'Klanten betalen het nu ook, zij het via de achterdeur van provisies en bovendien gaat het bij beleggingen niet om mensen met een kleine portemonnee.'

Afdwingen

De AFM kan een provisieverbod voor de beleggingsmarkt niet afdwingen. Dat moet geschieden bij wet. De minister van Financiën heeft al te kennen gegeven dat hij die kant op wil en met voorstellen zal komen. Kockelkoren verwacht van een dergelijk provisieverbod een kwaliteitsverbetering in de adviespraktijk.

In de relatie tussen fondsaanbieders en distributeurs (in casu banken, verzekeraars en vermogensbeheerders) bestaat de praktijk van de kickback – de distributievergoeding die fondshuizen betalen om hun producten bij de bank op het schap te krijgen. Deze distributievergoeding is in de loop der jaren sterk gestegen, zonder een direct aanwijsbare reden. Doordat aanbieders van indexproducten deze distributievergoeding niet aan de bank betalen, is de heersende praktijk dat banken eerder beleggingsfondsen dan indexproducten adviseren.

'Wij stellen als AFM vast dat het opvallend is dat heel weinig passieve fondsen bij banken op het schap liggen en in de gesprekken tussen adviseur en klant geadviseerd worden. Dat roept de vraag op of het klantbelang daarmee wel gediend is.' Kockelkoren bepleit in dat verband dat distributeurs, zoals banken, overgaan tot een volledige open

DEBAT:

DOE MEE AAN DE DISCUSSIE OVER INDEX HUGGERS

WWW.FONDSNIEUWS.NL



'De kickback moet plaatsmaken voor een model dat rust op een adviesfee'

architectuur, waarin producten worden geadviseerd op basis van objectieve kwaliteitscriteria en op basis van het specifieke klantbelang.

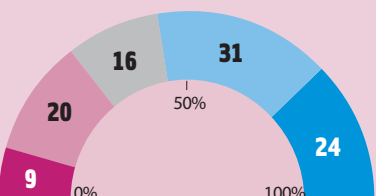
De grootbanken stellen dat een verbod op de distributievergoeding grote implicaties heeft voor het heersende businessmodel. Maar Kockelkoren is ook van dit argument niet onder de indruk. 'Werkt een bank nu voor zijn businessmodel, of voor zijn klanten?'

Nu is het zo dat enkele banken experimenteren met open architectuur, zoals SNS Bank op het terrein van hypotheeken, terwijl Van Lanschot Bankiers de kickback teruggeeft aan de klant en een uniforme adviesfee vraagt. 'Maar het is waar, er is nu geen sprake van een level playing field. Vaak begrijpen klanten ook niet waarom ze zouden moeten betalen voor advisering', zegt Kockelkoren. 'Daarom bepleiten wij dat de markt in zijn geheel die slag gaat maken. Dat betekent dat, na een overgangperiode, de distributievergoeding wordt afgeschaft en dat men allemaal tegelijk overgaat tot het adviesfee model. Wij denken dat dit leidt tot een zuivere marktstructuur, waarin het klantbelang de prioriteit krijgt die het verdient.'

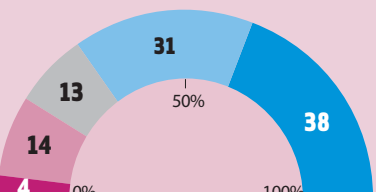
CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

helemaal oneens oneens/niet neutraal eens/wel helemaal eens geen keuze

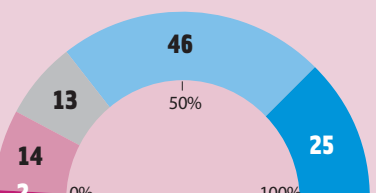
Particuliere beleggers hebben te weinig oog voor het kostenaspect van hun beleggingen op de performance



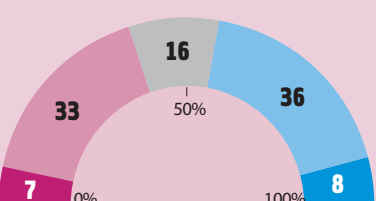
Het is goed als de kick back (distributievergoeding) wordt afgeschaft, zodat er een level playing field komt tussen beleggingsfondsen en indextrackers



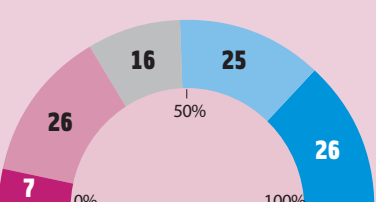
Fondsen die te dicht bij de index blijven, zijn ten dode opgeschreven



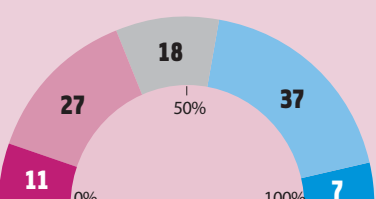
Indextrackers zijn een geschikt beleggingsinstrument in een opgaande markt, maar niet in een uiterst volatiele markt, dan verdient stockpicking de voorkeur



Het benchmark-denken heeft zijn beste tijd gehad: fondsmanagers moeten zich focussen op een positief rendement onder alle marktomstandigheden



Er gaat veel te veel tijd in de keuze van beleggingsproducten zitten, de asset allocatie is het kind van de rekening



ADVISEURSPANEL

Het Fondsnieuws Panel, bestaande uit beleggingsprofessionals die lid zijn van de LinkedIn-netwerkgroep DIMP, richt zijn vizier op de kickback en fondsen die te dicht bij de index blijven.

HET FONDSNIEUWS PANEL deelt in grote meerderheid de voorgelegde stelling dat beleggingsfondsen die te dicht bij de index blijven ten dode opgeschreven zijn. Trackers zijn een goed alternatief, maar dan dienen banken het schap wel voor deze producten open te stellen, zo laten de beleggingsprofessionals weten die lid zijn van de LinkedIn-groep Dutch Investment Management Professionals. Opvallend is dat de notie dat

particuliere beleggers te weinig oog hebben voor de invloed van de kosten op het rendement door niet meer dan de helft van de deelnemende beleggingsprofessionals wordt gedeeld. De discussie over een provisieverbod voor banken en andere distributeurs wordt gevoerd op Fondsnieuws.nl. Beleggingsprofessionals die deel willen nemen aan het Fondsnieuws Panel moeten lid zijn van de LinkedIn-groep DIMP.

CapitalatWork: vermogensbeheer met resultaat.

VERMOGENSBEHEER • VERMOGENSSTRUCTURERING

Sinds 1990 bouwt CapitalatWork met succes aan de waarde van de beleggingsportefeuilles voor haar cliënten. Onze businessfocus is volledig gewijd aan vermogensbeheer en -structurering. Daarbij vormen helderheid en eenvoud de fundamenten. Wilt u weten wat wij voor u kunnen betekenen? Surf naar www.capitalatwork.com of neem contact met ons op :

CapitalatWork

Bijster 16
4817 HX Breda
T. +31(0) 76 523 70 50
s.faber@capitalatwork.com

www.capitalatwork.com

capital **at** work

Wealth Management  Foyer Group



De focus ligt op dividend

Vertrouw op een stabiel inkomen met DWS Top Dividende

- » Onderscheidende aanpak van fondsmanager Dr. Thomas Schuessler
- » Sinds 2005 een indrukwekkende outperformance t.o.v. de benchmark**
- » Een fondsvolume van 4,78 miljard euro (per 30.09.2010)

DE0009848119	DWS Top Dividende
LU0507265923	DWS Invest Top Dividend LC

DWS Top Dividende is door de ING geselecteerd als het Fonds onder de Aandacht van de maand november. U kunt daarom deze hele maand instappen zonder transactiekosten.

» www.DWS.nl



1ST CHOICE FOR YOUR MONEY.



Deutsche Bank Group

* De auteursrechten van de Morningstar Rating berusten bij Morningstar. Voor meer informatie, zie www.morningstar.nl.

** zie www.dws.nl voor de actuele performance, de benchmark is MSCI World High Dividend Yield.

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. Loop geen onnodig risico. Lees het vereenvoudigd prospectus. Deze is te vinden op dws.nl. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.