



ACHMEA IM ZET GROEISPUURT IN 'NIEUWE STRATEGIE KRIJGT TRACTIE'

**EXPERTS ZIEN RUIMTE VOOR
RALLY IN GRONDSTOFFEN**
PAGINA 10-11

**ING: BEHEERKLANT MEER IN
INDIVIDUELE AANDELEN**
PAGINA 14-15

**STERK HERSTEL NEUTRALE
MODELPORTEFEUILLES**
PAGINA 18-21



Active is: Investing sustainably and responsibly

- ✓ SRI investing since 2000
- ✓ UN Principles for Responsible Investment Signatory since 2007
- ✓ EUR 16 billion integrated ESG assets globally
- ✓ EUR 1.7 billion in sustainable solutions for BeNeLx clients

Find out more at
allianzgi.com

Value. Shared.

Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. This is a marketing communication issued by Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, an investment company with limited liability, incorporated in Germany, with its registered office at Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, registered with the local court Frankfurt/M under HRB 9340, authorised by Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de).

Allianz 
Global Investors

VOORWOORD

Daar stond ze, Theresa May, op de stoep van Downing Street 10. Ze was na drie jaar premierschap er niet in geslaagd om de bij een referendum uitgesproken wens van een meerderheid van het Britse volk tot uitvoering te brengen: brexit. De domineesdochter legde met betraande ogen haar vermoeide hoofd in de schoot van het op hol geslagen Lagerhuis. Een moedige vrouw, dat wel, die geprobeerd had het onmogelijke te bereiken, terwijl ze vanaf de eerste dag van haar aantreden, is verraden door haar laffe – overwegend – mannelijke backbenchers, die wel de brand van het referendum hadden gesticht, maar het bluswerk aan haar overlieten.

Als u dit voorwoord leest, dan heeft Groot-Brittannië mogelijk een nieuwe premier. Het zal waarschijnlijk een hardliner uit de Conservatieve partij zijn die brexit zal forceren door zonder deal uit de Europese Unie te stappen. Zo'n besluit zal voor langjarig ongemak zorgen en de cohesie in Europa verzwakken. Het is koren op de molen van de machtsdenkers, de intriganten en de populistische bevolken. De toekomst zal uitwijzen of de tactiek die Brussel, Parijs en Berlijn in de brexitonderhandelingen hebben ingezet, niet als een boemerang terugkomt.

We leven in historische tijden. Grote technologische en maatschappelijke verschuivingen in combinatie met een veranderend machtsevenwicht in de wereld maken de toekomst ongewis. De conjuncturele uitdaging is dat de blessuretijd van deze cyclus in zicht komt. Dat is voor assetallocatiestrategen reden om risico's af te bouwen en de aandelenexposure terug te brengen naar neutraal.

Gezaghebbende waarnemers van de financiële markten, zoals hedgefondsmanager Ray Dalio, waarschuwen dat er ook een structurele uitdaging in het verschiet ligt: zij stellen dat de crisis helemaal nog niet voorbij is, maar dat de finale nog moet komen. Sinds 2008 zijn we van een kredietnaar een landencrisis gegaan en nu stevenen we af op een pensioencrisis. Die is deels het gevolg van de aanpak van de kredietcrisis: kwantitatieve verruiming in combinatie met lage rente veroorzaakt lage rendementen (op 'risicovrije beleggingen' als obligaties). Mede hierdoor zijn er veertig miljoen huishoudens in de VS die geen pensioen hebben opgebouwd. Tegelijkertijd neemt de levensverwachting toe en rijzen de kosten voor de gezondheidszorg de pan uit.

Het medicijn van de centrale banken blijkt erger dan de kwaal: het heeft een assetbubbel veroorzaakt, waardoor er volgens analisten nu sprake is van de grootste vermogenskloof in de wereldgeschiedenis. Volgens Dalio komt de finale van deze sluipende crisis als mensen aanspraak gaan maken op hun pensioen. Een bail-out van de overheid is dan nodig, maar ook een nieuwe architectuur van het complete stelsel, omdat miljoenen Amerikanen voor hun oude dag afhankelijk blijken te zijn van de staat of liefdadigheid – dat u gewaarschuwd bent.

CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR EN MEDEOPRICHTER VAN FONDSNIEUWS. WILT U REAGEREN OP (ARTIKEL EN) DIT MAGAZINE, MAIL DAN NAAR CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Uitgever

Jasper Staring

Vormgeving

Fier.media

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Manno van den Berg, Jeroen Boogaard, Han Dieperink, Stephen Evans, Arnold Gast, Tjibbe Hoekstra, Harm Luttkhedde, Paul Mouwes, Auke Plantinga, Féri Roseboom, Yvonne Schreuder.

Sales

Diederik Klaus (diederik.klaus@fondsnieuws.nl)

YLD! (custom media)

Jorge Groen (jorge.groen@fondsnieuws.nl)

Contact met de redactie

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts €395 (excl. btw) per jaar. Voor een overzicht van alle mogelijkheden ga naar www.fondsnieuws.nl/abbonementen.

FONDSNIEUWS

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

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

Het volgende magazine verschijnt op 2 oktober.

INHOUD



ACHMEA IM ZET GROEISPURT IN

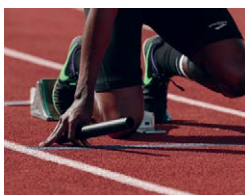
PAGINA 6-9

FOTO: PETER STRELITSKI

PRIVATE BANKS BOUWEN RISICO AF

De neutrale modelportefeuilles van de grootste private banks in Nederland hebben de eerste vier maanden geprofiteerd van de aandelenrally. Deze was voor de meeste wel reden om het risico af te bouwen.

PAGINA 18-21



HAKEN EN OGEN BIJ EEN FUSIE

Een overname van een andere vermogensbeheerder is een zaak van lange adem. Er zijn veel struikelblokken, waaronder de berekening van de overnamesom. Ook moet er toch echt een 'klik' zijn.

PAGINA 32-34



KLIMAAT CRUCIAAL VOOR WINSTEN

Aan de klimaatverandering hangt een fors prijskaartje voor bedrijven. Beleggers moeten daarmee terdege rekening houden. Fondshuizen als Schroders zijn al aan het rekenen geslagen.

PAGINA 44-45



EN VERDER

LUXEMBURG HEEFT DE BAKENS VERZET

Stond Luxemburg vroeger bekend vanwege het bankgeheim, nu biedt het een financiële hub voor superrijken en start-ups.

PAGINA 36-37

ROLF STOUT: 'IK WILDE AL IN 2008 STOPPEN'

Voormalig fondsmanager Stout neemt definitief afscheid bij Obam. Op zijn laatste ava kijkt hij terug op een bewogen periode.

PAGINA 39

MONDIALE SCHULDENBERG VEREIST SLIMME AANPAK

Han Dieperink gaat in op mogelijke oplossingen voor de schuldenlast: afbouw, meer economische groei of extra inflatie.

PAGINA 40-41

NIEUWE CEO BIJ JUPITER ZET IN OP HET COLLECTIEF

In een eerste interview sinds zijn aantreden ontvouwt topman Andrew Formica zijn visie voor Jupiter Asset Management.

PAGINA 48-49

RUBRIEKEN

INFOGRAPHIC HANDELSRISICO'S.....	13
COLUMNS.....	17,31
MORNINGSTAR TOP 5	23
UPDATE FONDSSENTIPS BANKEN	38
INTERVIEW	42-43
BOEKEN	47

P I M C O[®]

Een hogere standaard voor rendement.

Op het gebied van ESG-strategieën geloven wij dat investeerders niet hoeven te kiezen tussen rendement en positieve impact. ESG is een belangrijk onderdeel van ons onafhankelijke research proces, waarbij we waarde creëren voor klanten die zich richten op positieve veranderingen.

Ontdek nieuwe mogelijkheden op nl.pimco.com/esg

Uitsluitend bestemd voor professionele doeleinden. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie of betrouwbaar richtsnoer voor toekomstig rendement. Maatschappelijk verantwoord beleggen is van kwalitatieve en subjectieve aard en er is geen garantie dat de overtuigingen of waarden van een individuele belegger tot uitdrukking komen in de beoordelingen van PIMCO of in de door PIMCO toegepaste criteria. **PIMCO Europe Ltd** (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. ©2019, PIMCO.



BIANCA TETTEROO FOTO: PETER STRELITSKI

NIEUWE KOERS GEEFT ACHMEA IM VLEUGELS

FOCUS OP NEDERLANDSE MARKT TREKT PENSIOENGELD

STRATEGIE

De nieuwe strategie van verzekeraar Achmea krijgt tractie, met een glansrol voor Achmea Investment Management: in drie jaar tijd steeg het beheerd vermogen van € 100 mrd naar € 130 mrd. Een gesprek met de architecten van dat succes: Bianca Tetteroo en Jacob de Wit.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN EN YVONNE SCHREUDER

April dit jaar maakte Pensioenfonds Vervoer bekend het vermogen over te hevelen van Robeco naar Achmea IM. Vanaf 1 januari 2020 zal het beheerd vermogen van Achmea IM met nog eens € 30 mrd toenemen. Continuïteit en de breedte van de propositie gaven de doorslag, stelde Willem Brugman, directeur van Pensioenfonds Vervoer.

‘Voor ons was dat een bevestiging van de strategische koers die we in 2015 in gang hebben gezet en de ingrijpende keuzes die we hebben gemaakt. Hoewel we daar vanaf dag één pal achter hebben gestaan, overtreft het onze verwachtingen dat nieuwe klanten ons alweer zo snel weten te vinden’, zegt Bianca Tetteroo, in de raad van bestuur van Achmea verantwoordelijk voor pensioenen en vermogensbeheer.

Tetteroo, die kan bogen op 25 jaar ervaring, is recent wederom

gekozen tot machtigste vrouw in de verzekeringswereld. Ze voelt zich er zichtbaar ongemakkelijk bij als aan het einde van het gesprek ernaar verwezen wordt. Ze wil er niet veel over kwijt, liever praat ze over de oudedagsvoorzieningsstrategie waar zij sinds haar benoeming in 2015 richting aan mag geven en tot uitvoer mag brengen.

Bij de formulering van de strategie waren er twee uitgangspunten: de coöperatieve achtergrond van Achmea en de toekomstvisie op het Nederlandse pensioenstelsel, legt Tetteroo uit: ‘Met onze coöperatieve achtergrond kwamen we in de eerste plaats tot de conclusie dat pensioen-

**‘WE GELOVEN
STERK IN
EEN MEER
INDIVIDUELE
OPBOUWFASE’**

vermogensopbouw in de breedste zin van het woord gewoon echt bij ons past. Daarnaast voorzien we een beweging in de markt naar meer persoonlijke vermogensopbouw. Vooral in de opbouwfase zal het meer gaan draaien om individuele vrijheid, terwijl de collectieve risicodeling in de uitkeringsfase blijft bestaan. Dit is een stelsel waar wij heel erg in geloven.’

Nadruk op pensioenopbouw

De keuze om de organisatie nadrukkelijker te positioneren op het gebied van pensioenvermogensopbouw had diepe, soms pijnlijke consequenties, waarvan Tetteroo zegt dat ze er in die tijd wel wakker van heeft gelegen. ‘We maakten in 2015 een paar stevige positioneringskeuzes. De herpositionering van Pensioenservices resulteerde in het besluit dat we ons echt alleen nog wilden richten op ondernemings- en beroepspensioenfonds. Achmea Bank moest steviger in de organisatie worden gepositioneerd. En we besloten onze vermogensbeheeractiviteiten te bundelen in Achmea Investment

Management. Alle activiteiten qua intern vermogensbeheer voor de groep, beleggingsfondsen en Syntrus Achmea Vermogensbeheer brachten we samen in een nieuw bedrijfsonderdeel. Het resultaat was een assetmanager met ongeveer €100 mrd onder beheer in 2016', vertelt Tetteroo.

Topman van Achmea IM werd in datzelfde jaar Jacob de Wit, overgenomen van Actiam.

De Wit, met een ruime ervaring in assetmanagement, had van meet af aan een duidelijke visie op de rol van 'zijn' bedrijfsonderdeel in de groepsstrategie: 'Ik heb wel eens gezegd dat we als fiduciair manager eigenlijk stelselonafhankelijk willen opereren. Ondanks dat we een visie hebben op hoe dat stelsel zich ontwikkelt en dat het ook een bepaalde kant opgaat, willen we eigenlijk altijd relevant zijn.'

Toch hadden wet- en regelgeving wel invloed op de besluiten die Tetteroo nam. 'Lage rente, Solvenicy-wetgeving en ook de introductie van het Algemeen Pensioenfonds hebben zeker een rol gespeeld. Het was de katalysator voor de oprichting van het Centraal Beheer APF', vertelt ze. De Wit omschrijft het als een push- en pullbeweging: 'Je hebt een reden vanuit wet- en regelgeving om te stoppen met een dienst en tegelijkertijd ontstaat er een andere mogelijkheid. Het maakte dat we konden stoppen met pensioenverzekeren. Dat doe je natuurlijk niet zomaar als je geen toekomstbestendig alternatief kunt bieden.'

APF-markt tekent zich af

Tetteroo en De Wit beschrijven de aanpassing van de strategie als een puzzel, waarvan de stukken steeds meer op hun plaats vielen. En dat is nog niet voorbij, legt Tetteroo uit: 'De APF-markt begint zich nu ook

daadwerkelijk af te tekenen. Naast een landingsplaats voor onze verzekerde regelingen, kozen we er bewust voor om een werkgeverspropositie op te nemen in het Centraal Beheer APF. Daar waren we redelijk uniek mee. Na ruim twee jaar staan we nu op meer dan €130 mln per jaar en ruim 870 werkgevers in onze boeken.'

Naast wet- en regelgeving speelde er nog een andere externe factor mee: het veranderende concurrentielandschap van het fiduciair management. Hoewel er veel wordt gediscussieerd over een verschromping van dit landschap, ziet De Wit dit niet zo: 'Het aantal fiduciaire spelers neemt inderdaad al een tijd af. Maar er is ook een aantal grote consultants dat met een zogenaamd "implemented consulting model"-actief is. Dat zij in Nederland maar zeer bescheiden succesvol zijn, wil niet zeggen dat er geen concurrentie is.'

Waar Achmea IM wel van profiteert is het terugtrekken van buitenlandse aanbieders van fiduciaire dienstverlening, zoals onder meer Goldman Sachs en Lombard Odier. 'Sterker nog, we dragen ook actief uit dat we een Nederlandse speler zijn met een coöperatieve achtergrond en een focus op langetermijncontinuïteit. Want dat past echt bij de Nederlandse pensioenfondsen', vertelt Tetteroo.

ACHMEA IM PROFITEERT VAN ZIJN NEDERLANDSE WORTELS

De Wit legt uit dat er nog twee zaken zijn waarmee Achmea IM zich positief onderscheidt van de grote internationale beheerders: 'Bij de herijking van Achmea IM hebben we een aantal heel bewuste keuzes gemaakt. We richten ons uitsluitend op Nederlandse klanten en doen dit vanuit een solutions-gedachte. We doen hierbij een heleboel zelf, maar besteden evengoed veel zaken uit.'

Stevige managerselectie

De consequentie is dat Achmea IM externe managers moet kunnen inschakelen en daar is een stevig managerselectieteam voor nodig. 'Daar hebben wij eigenlijk al vanaf het begin in geïnvesteerd. We zijn nu met twintig medewerkers en het team groeit nog steeds. Met onze €80 mrd aan uitbesteed vermogen denk ik niet dat je in Nederland momenteel een gelijkwaardige partij qua omvang in de markt vindt', zegt De Wit zelfverzekerd.

Met de strategieaanpassing in 2016 blijkt Achmea – terugkijkend – een trendsetter in de markt te zijn geweest. Een aantal partijen hebben ook afdelingen en competenties samengevoegd. Toch gaat het niet overal even vlot. Op de vraag of Achmea dan sneller heeft geanticipeerd dan concurrenten, antwoordt Tetteroo: 'Op sommige onderdelen wel. Zeker als je kijkt waar we vandaan komen, denk ik dat we enorme inhaalslag hebben gemaakt en echt weer terug zijn.'

De Wit vult aan: 'Andere partijen hebben in hun domein natuurlijk ook veranderingen en aanpassingen ingezet, maar wij hebben het in ons geval wel over bijzonder stevige keuzes. Dat maakt dat je in de executie de focus houdt en dat zorgt voor snelheid.'

Om ervoor te zorgen dat iedereen in Tetteroo's team die focus



JACOB DE WIT FOTO: PETER STRELITSKI

behoudt, wordt intensief samengewerkt. 'We hebben een strategische roadmap. Eens per zes weken zitten de voorzitters van Achmea Bank, Achmea Pensioenservices, Achmea

Investment Management en Centraal Beheer bij elkaar. We dagen elkaar uit en volgen ook nauwlettend in hoeverre we op schema zitten.' De Wit vertelt dat de verschillende bedrijfsonderdelen zodanig gepositioneerd zijn dat iedereen gefocust met zijn of haar kerntaken aan de slag kan.

Snelle herpositionering

En hoe zit het met voortschrijdend inzicht of gebeurtenissen die zich onderweg voordoen? Tetteroo: 'De hoofdlijn blijft staan. Maar binnen

de strategie maak je inderdaad wel keuzes. Het is niet zo dat de wereld voor vijf jaar hetzelfde blijft. Het besluit om bij Pensioenservices bijvoorbeeld afscheid te nemen van bedrijfstakpensioenfondsen hebben we gaandeweg gemaakt. Toen Achmea Bank weer financieel fit was, deed zich een overnamemogelijkheid voor die we hebben gegrepen, namelijk de overname van een deel van de bancaire activiteiten van ASR Bank.'

De herpositionering van de verschillende bedrijfsonderdelen, ging volgens Tetteroo juist iets sneller dan verwacht. De Wit beaamt dat: 'We kunnen inderdaad wel constateren dat we best wel snel het vertrouwen hebben gekregen van een aantal

grote fondsen. In het vermogensbeheer is het doorgaans de gedachte dat je drie tot vijf jaar in een aangepaste vorm bezig moet zijn, voordat je weer volop meedoet.'

Met een stijging van het beheerde vermogen van €60 mrd in vier jaar tijd, inclusief Pensioenfonds Vervoer, doet Achmea inderdaad weer volop mee. Al is dat niet wat De Wit drijft. 'We dragen bij aan het pensioen van twee miljoen Nederlanders, daar vertel ik thuis vol trots over en daar kunnen mijn kinderen zich goed in verplaatsen, beter dan dat enorme bedrag van €160 mrd aan beheerd vermogen.' ■

CEES VAN LOTRINGEN EN YVONNE SCHREUDER
ZIJN REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

RUIMTE VOOR RALLY IN GRONDSTOFFEN

EXPERTS STELLEN DAT LAGE PRIJZEN ONHOUDBAAR ZIJN

GRONDSTOFFEN

Vanaf de huidige bedrukte niveaus kunnen de grondstofprijzen de komende jaren fors stijgen. Vooral voor olie is er ruimte door krapte aan de aanbodkant. Maar verwacht voor grondstoffen geen nieuwe supercyclus zoals in de periode 2003-2006, stellen experts.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Aandelen, obligaties, kunst, klassieke auto's en goede wijn. De prijzen van alle assets zijn door het dak gegaan, behalve die van grondstoffen. Sinds 2011 is de Bloomberg Commodity Index met 55% gedaald. 'De lage prijzen zijn onhoudbaar', zegt grondstoffenspecialist Mark Lacey van Schroders. In de oliemarkt ziet hij de eerste tekenen van oplopende inflatie. 'De zeven grootste olie- en gasmaatschappijen hebben hun exploratie-investeringen sinds 2014 met 45% teruggeschoefd. Dit brengt de toekomstige productiegroei in gevaar, zij vertegenwoordigen een vijfde van de mondiale olieproductie. Omdat de vraag naar olie blijft toenemen, zal de oliemarkt snel verkrappen.'

Lacey verwacht een herhaling van de periode 2003-2006, toen de olieprijs door te weinig aanbod met 200% steeg. 'Het zou mij niet

verbazen als de olieprijs de komende twaalf tot achttien maanden al met 50% oploopt naar \$90 per vat.' Vooral de olievraag voor autobrandstoffen blijft vanwege de opkomende middenklasse in China en India voorlopig stevig doorgroeien. Pas vanaf 2030 zal de vraag stabiliseren of dalen, als het marktaandeel van elektrische auto's is toegenomen.

Uniek koopmoment

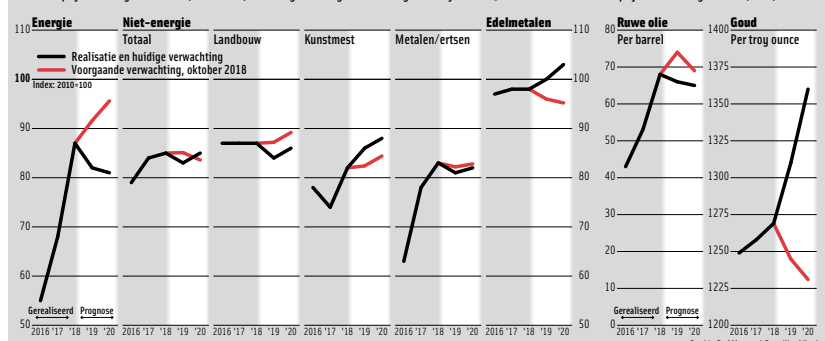
In de markt voor industriële metalen is China nog belangrijker. Waar het land goed is voor 12% van de mondiale olieconsumptie, slokt het de

helft van de koperproductie op. Dat maakt Lacey voorzichtig gestemd; de afkoelende Chinese huizenmarkt zorgt op korte termijn voor tegenwind voor koper. 'Als je twee jaar verder kijkt, ziet het er beter uit. De investeringen zijn flink teruggezakt en dat leidt op termijn tot een lichte daling van het aanbod en zodoende hogere koperprijzen', zegt Lacey.

Voor zink overheersen de neerwaartse risico's. Weliswaar zijn voorraden zink in de afgelopen dertien jaar nog nooit zo laag geweest als nu, in de komende jaren komt er veel aanbod bij, verwacht Lacey. Positie-

Aangepaste verwachtingen

Nominale prijsindex: gerealiseerd (2016-2018) en huidige en vorige verwachting voor de jaren 2019 en 2020



Graphic: Paul Meeuwis | Bron: Wereldbank

ver is hij over aluminium, aangezien het gebruik van dit lichte metaal in nieuwe auto's toeneemt. 'Sommige smelterijen lijden bij de huidige lage prijzen verlies. Dit vormt een uniek koopmoment voor beleggers, want uiteindelijk gaan ze snijden in capaciteit en dit werkt prijsherstel in de hand.'

Met de snel stijgende verkopen van elektrische auto's, neemt niet alleen de vraag naar aluminium toe maar ook naar andere metalen zoals koper, nikkel en lithium. Om hierop in te spelen, moeten mijnbouwers hun investeringen op termijn stevig opvoeren. Een nieuwe supercyclus in de grondstoffensector verwacht Lacey niet. 'De rally in 2004-2008 werd veroorzaakt door een speculatieve beleggersvraag en niet door de fundamentals. Wel zijn grondstofprijzen over het algemeen veel te laag en mogen we een sterke rally verwachten. De Amerikaanse dollar zal verzwakken en daarvoor de trigger zijn.'

Afrikaanse varkenspest

Als het gaat om agrarische grondstoffen verwacht Rabobank geen nieuwe supercyclus, zoals onlangs door Wells Fargo werd voorspeld. Nu inkomens in China stijgen, gaan Chinezen meer en beter eten volgens de Amerikaanse zakenbank. Doordat het land niet zelfvoorzienend is, moet het meer voedingsgrondstoffen importeren.

Agrarische grondstoffen zoals granen, soja, koffie en palmolie kunnen echter steeds opnieuw geproduceerd worden, zegt Vito Martielli, specialist in granen en oliezaden bij de Rabobank. 'Tekorten zullen niet zo snel ontstaan. De vraag stijgt vooral door de groeiende bevolking in met name Afrika. Als boeren een goede winstmarge behalen, kunnen ze het aanbod makkelijk vergroten.



GRONDSTOFFENPRIJZEN KUNNEN OVER EEN BREED FRONT AANTREKKEN. FOTO: UNSPLASH

Er is in de wereld genoeg landbouwgrond.'

Overproductie en een lagere groei van de vraag zorgden voor een vrije val van veel agrarische grondstofprijzen. Zo heeft de S&P AG Commodity Index over de afgelopen tien jaar bijna 50% verloren, waarmee deze deelmarkt het nog slechter deed dan de gehele grondstoffensector. Prijzen van meerdere agricommodity's liggen ondertussen weer op niveaus van 2008. Koffie noteert zelfs op het laagste punt in dertien jaar. 'De wereldbevolking groeit

minder snel en de populariteit van een glutenvrij dieet neemt toe, zegt grondstoffenanalist Michael Magdovitz van Rabobank. 'Dit heeft bijvoorbeeld zijn weerslag op de vraag naar op tarwe gebaseerde voedingsproducten. Ook is er te veel geproduceerd en hebben handelsconflicten weerslag op de prijzen.'

De lage grondstoffenprijzen kunnen tot onderinvesteringen leiden. 'In landen met relatief hoge productiekosten begint het areaal landbouwgrond te dalen. De potentie voor een substantiële afname van landbouwgrond van vooral minder goede kwaliteit is dit jaar aanwezig', zegt Magdovitz. Beleggers anticiperen daarop en hebben de prijzen van onder meer sojabonen en mais hoger gezet. Magdovitz: 'Grote prijsstijgingen zien we niet op korte termijn, maar het opwaarts potentieel is wel groter dan het neerwaartse risico. ■

WELLS FARGO VOORSPELT ALS ENIGE EEN NIEUWE SUPERCYCLUS

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

PASSIEF BELEGGEN, ACTIEF ESG-BELEID

CONTRADICTIE OF LOGICA?



De afgelopen jaren zien we **groeïende aandacht** voor passief beleggen. Een andere trend is aandacht voor ESG-onderwerpen¹ binnen beleggingsportefeuilles. Gaan **deze trends** wel samen?

Binnen ACTIAM denken wij van wel. Onder passief beleggen verstaan wij beleggen om een vergelijkbaar rendement met een index te halen met zo weinig mogelijk transacties. Passief beleggen is daardoor uitstekend verenigbaar met een actief duurzaam beleggingsbeleid. Keuzes op basis van duurzaamheid hebben immers vaak een langetermijnhorizon waardoor ze minder aanleiding geven tot transacties. Met onze duurzame keuzes streven wij naar positieve sociaal-maatschappelijke resultaten. Door de aandacht voor deze resultaten vermijden wij ook diverse financiële risico's (zoals boetes,

rechtszaken of *stranded assets*) gerelateerd aan bedrijven met zwakke duurzame prestaties.

DUURZAME INDEX

Het voordeel van een duurzame index (om passief beheer met ESG te combineren) is dat je door deze index te volgen op een transparante en systematische manier met lage kosten een duurzaam beleid kan implementeren. Een goed duurzaam beleid is echter moeilijk helemaal te vatten in regels en formules. Vaak is er een bredere analyse nodig om tot een goed besluit te komen over een bedrijf. Een duurzame benchmark spitst zich meestal toe op één of een beperkt aantal duurzame karakteristieken: zo

houdt een carbon benchmark bijvoorbeeld geen rekening met controverses of de prestaties van een bedrijf op maatschappelijk of governancegebied.

GROOT UNIVERSUM

Bij passief beheer wil je een rendement vergelijkbaar met de index door in zo veel mogelijk bedrijven uit de benchmark te beleggen, wat leidt tot een groot universum. Het grote universum biedt veel kansen voor het voeren van actief eigenaarschap om het beleid van deze bedrijven te beïnvloeden. Samenwerking met andere vermogensbeheerders en -bezitters in binnen- en buitenland vergroot je invloed. Hierdoor is het mogelijk om een

groot aantal bedrijven aan te spreken, bijvoorbeeld over het aanpakken van plasticvervuiling.

HOGERE KOSTEN

Duurzame keuzes worden gemaakt met langetermijndoelstellingen en zijn dus minder onderhevig aan wijzigingen en (ver)kooptransacties met bijhorende kosten. Hierdoor wordt het lagekostenvoordeel dat zo typerend is voor passieve fondsen behouden.

ACTIEF EIGENAARSCHAP

In de passiefbeheerde ACTIAM-fondsen voeren wij actief aandeelhouderschap via stemmen en engagement, met extra aandacht voor onze focusthema's: klimaat, water en land. Wij stemmen op basis van een duidelijk maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid op de jaarvergadering van alle bedrijven die we in portefeuille hebben. Wat betreft engagement vinden wij de dialoog met het bedrijf erg belangrijk. Pas in laatste instantie - als er geen zicht meer is op verbeteringen en ESG-kwesties die wij via engagement aan de kaak stellen niet passen binnen onze Fundamentele Beleggingsbeginselen - gaan wij over tot uitsluiting.

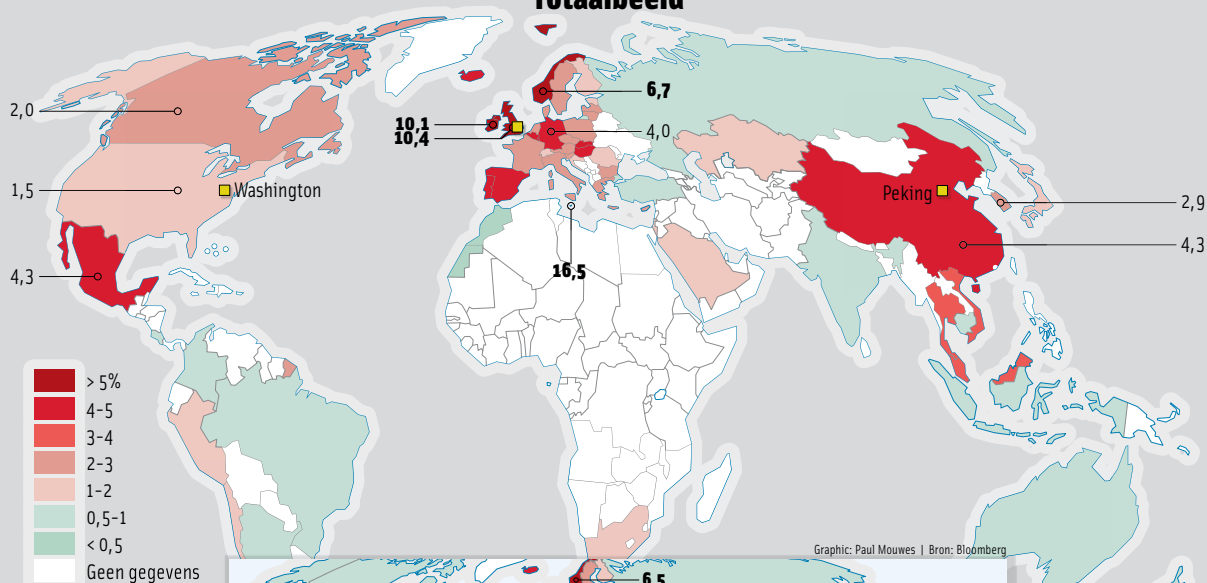
Kortom: passief beheer met een actief ESG-beleid is een logische combinatie! 

¹ (Environmental, Social en Governance, oftewel milieu, maatschappij en goed ondernemingsbestuur)

Wereldhandel in gevaar

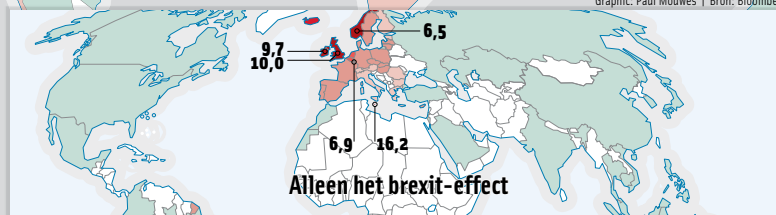
Risico voor economieën als gevolg van het conflict tussen China en de VS, het brexit-effect en Amerikaanse invoerrechten op auto's, in % van het bbp

Totaalbeeld



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Bloomberg

Alleen het brexit-effect



Aandeel van het bbp dat kwetsbaar is voor Amerikaans-Chinese handelsstromen



Aandeel van het bbp dat kwetsbaar is voor Amerikaanse importheffingen op auto's



WERELDHANDEL IS ERG KWETSBAAR

Een dreigende tweet van Donald Trump deed de handelsfricties tussen de VS en China escaleren. In de slipstream bedreigt de scheiding tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie exporten van Europese landen als Noorwegen, Nederland en Malta. Analisten van Bloomberg becijferden dat circa 2,3% van de wereldeconomie is verweven met handelsstromen die op dit

moment kwetsbaar zijn voor oplopend protectionisme; dit betreft circa \$ 2000 mrd aan goederen en diensten. Toch moet het effect niet overdreven worden. Zelfs als Trump de totale Chinese export naar de VS (\$500 mrd) zou onderwerpen aan importheffingen gaat het slechts om 2,4% van het Amerikaanse bbp. Voor China is dat 4%, al leunt dat land sterker op export.

De groei van de wereldeconomie hangt tegenwoordig ook minder af van die van de wereldhandel, becijferde het CPB. Beleggers moeten zich realiseren waar bedrijven omzet behalen en of zij onderwerp zijn van importheffingen. Zo loopt Apple veel risico. Het bedrijf produceert veel hardware in China, dat ook nog eens goed is voor circa een zesde van de totale bedrijfsomzet.

INDIVIDUELE AANDELEN VERDRINGEN FONDSSEN

VERMOGENSBEHEER MET AANDELEN DRUKT DE KOSTEN

PORTEFEUILLECONSTRUCTIE

Private banking-klienten van ING Beleggen kiezen vaker voor individuele titels in plaats van beleggingsfondsen. Ze maken die keuze vooral vanwege de lagere kosten.

TEKST TIJBBE HOEKSTRA

Sinds 2008 biedt ING zijn private banking-klienten de optie om bij aandelen in ontwikkelde markten en Europese staats- en bedrijfsobligaties niet alleen in beleggingsfondsen, maar deels ook in individuele aandelen en obligaties te beleggen. De laatste paar jaar is deze optie volgens Bob Homan, directeur ING Investment Office flink populairder geworden.

Voor elk beleggingsprofiel biedt ING zijn private banking-klienten de optie te beleggen in een portefeuille die volledig bestaat uit fondsen, of in een mengvorm van fondsen en individuele titels. Homan: 'De individuele titelstrategie is afgelopen anderhalf jaar 5 procentpunt sneller gegroeid dan de fondsenstrategie.' Vanwege 'concurrentiegevoeligheid' wil Homan hier verder geen concrete cijfers over geven.

Volgens Homan komt dat vooral door Mifid II, en het daaraan verbonden verbod op retrocessies dat

in 2014 van kracht werd. Daardoor is het voor eindbeleggers duidelijker geworden welk prijskaartje er aan het beleggen in beleggingsfondsen hangt.

'De onderliggende kosten worden lager door in individuele titels te beleggen, omdat je de extra kosten voor beleggingsfondsen zo niet maakt', legt Homan uit. 'Wij rekenen namelijk geen extra servicekosten voor de portefeuilles met individuele titels, omdat we de aandelenanalisten toch al in huis hebben. In totaal zijn klanten daardoor 30 tot 40 basispunten goedkoper uit.' Beleggen in individuele titels is daardoor zelfs goedkoper dan het kopen van een etf. Volgens Homan worden klanten steeds kos-

IBS CAPITAL EN ING BIEDEN KLANTEN INDIVIDUELE TITELS AAN

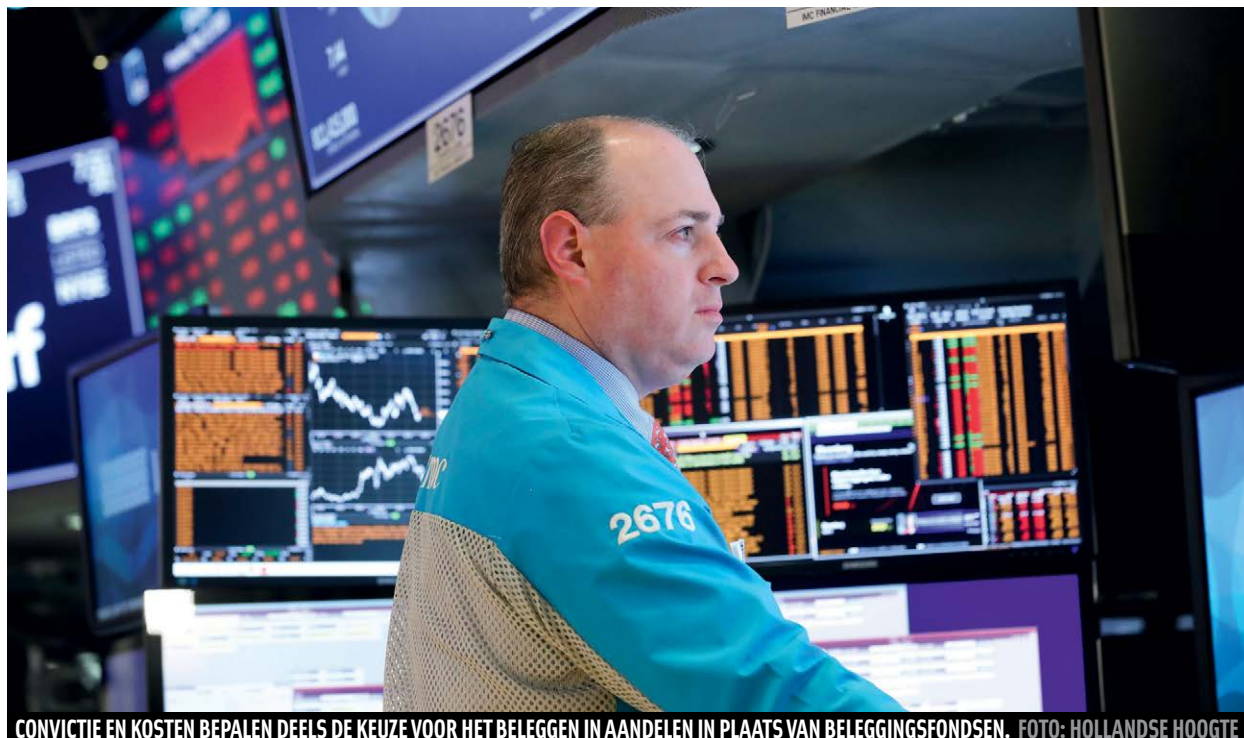
tenbewuster, niet alleen door de veranderde regelgeving maar ook door de opkomst van passief beleggen.

Forse besparing

Die grotere nadruk op kosten was ook voor IBS Capital Allies een reden om in 2015 volledig over te stappen van beleggen in fondsen naar beleggen in individuele titels. Dat betekende toentertijd een besparing van 60 tot 80 basispunten voor klanten. 'De marges van vermogensbeheerders in Nederland staan onder druk, want er zit een steeds lagere grens aan de beheerfees die je kunt vragen', vertelt cio Hans Betlem.

In de nieuwe strategie belegt IBS in twee geconcentreerde aandelenportefeuilles (één met kwaliteitsaandelen en één met waarde aandelen) met elk 20 aandelen, die voor de lange termijn zijn gekocht.

'We hebben weinig turn-over. In de kwaliteitsportefeuille hebben we bijvoorbeeld nog geen enkel aandeel verkocht sinds 2017. Dat betekent dat klanten die portefeuille zonder extra kosten kunnen aanhouden', vertelt Reinder Wietsma, portfolio-manager bij IBS.



CONVICHTIE EN KOSTEN BEPALEN DEELS DE KEUZE VOOR HET BELEGGEN IN AANDELEN IN PLAATS VAN BELEGINGSFONDSEN. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

De analisten van ING volgen 300 aandelen, waarvan er 30 tot 35 worden geselecteerd. Die worden vervolgens aangevuld met smallcap-fondsen en emerging markets- en Japan-fondsen. Ook wordt, net als in de portefeuille die geheel uit fondsen bestaat, een deel passief belegd.

Meer herkenbaar

ING's strategie met individuele aandelen doet het over vijf jaar in bijna alle beleggingsprofielen beter dan de fondsportefeuille. Volgens Homan komt dat vooral door het kostenvoordeel. Maar de individuele strategie heeft meer voordelen. 'Het vergroot de betrokkenheid van klanten. Het spreekt meer aan om aandelen Apple en Facebook te hebben in plaats van een technologiefonds van een of andere assetmanager. Kortom, het helpt ons met de storytelling rond beleggen.'

IBS belegt zelfs vrijwel uitsluitend in individuele titels. Eigenlijk is dat

uit principe, vertelt cio Betlem. 'Wat ons bij etf's tegen de borst stuit, is dat we zo gedwongen worden ook te beleggen in aandelen waarvan we weten dat je daar geld mee gaat verliezen. Dat wilden we niet meer.'

Maar in actief beheerde beleggingsfondsen hebben ze bij IBS ook weinig vertrouwen. Het gebrek aan convictie van veel van die fondsen maakt het volgens Wietsma schier onmogelijk na kosten de benchmark te verslaan.

Volgens Morningstar versloeg in 2018 inderdaad maar 35% van alle aandelenfondsen zijn benchmark. Sterker nog, maar een kwart van de fondsen is daar over een periode van 10 jaar in geslaagd.

Trend of niet?

Indextrackers pakken al jarenlang gestaag marktaandeel af van actieve fondsen. Valt nu te verwachten dat er ook vanuit een andere hoek concurrentie komt? Voor IBS heeft de

overstap naar individuele titels goed uitgepakt, hoewel het trackrecord van deze beleggingsaanpak nog kort is. Toch verwacht cio Betlem niet dat veel vermogensbeheerders zijn voorbeeld gaan volgen. 'De trend is toch richting trackers. Dat is de weg van de minste weerstand. Iedereen leest immers de research dat het onmogelijk is de benchmark te verslaan. Wat is er nu gemakkelijker dan dit te slikken en een stelletje trackers te selecteren?'

Homan van ING benadrukt dat de meeste private banking-klanten nog steeds alleen in fondsen beleggen. Maar hij verwacht dat meer klanten voor de strategie met individuele titels zullen blijven kiezen. 'We zijn ook bezig te kijken naar mogelijkheden om het ook voor retailklanten mogelijk te maken om in individuele titels te beleggen.' ■

TJIBBE HOEKSTRA IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

FINANCE RUN '19

Vrijdag 6 september | Grand Café de Bosbaan | financerun.nl

Schrijf je nu in voor het sportieve en informele netwerkevent.

Finance Run



LOPEN MET
LEF

x Gemeente
x Amsterdam

open
now

am:



DELA
voor elkaar

florius
hypotheek die meebewegen

**VAN DIEPEN
VAN DER KROEF**
ADVOCATEN

Een deukje in een pakje boter

IS DE BEWEGING VAN IMPACT INVESTING HET SYMPTOOM VAN EEN FALENDE POLITIEK?

COLUMN

Het is denk ik niemand in de financiële sector ontgaan dat er op dit moment een grote trendbreuk gaande is, waarin op vele fronten afscheid genomen wordt van aloude economische waarheden uit de tweede helft van de twintigste eeuw: vrije handel was goed, ondernemingen richtten zich op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, en de politiek bemoeide zich zo weinig mogelijk met het bedrijfsleven.

Het Westen en Rusland hebben over en weer handelsbeperkingen ingesteld, en het meest in het oog lopende voorbeeld is uiteraard de wijze waarop Donald Trump met invoertarieven, boycots en blacklisting tekeergaat tegenover vriend en vijand. Politiek en economie pruttelen in één kookpotje gaar.

Impact investing past ook in deze trend. Impact investors willen dat bedrijven bepaalde politieke doelen nastreven die via het reguliere systeem van politieke besluitvorming niet te bereiken zijn. Denk aan de belegger die geen aandeel wil in ondernemingen die gebruikmaken van kinderarbeid. Deze ondernemingen zijn meestal actief in landen die kinderarbeid toestaan. Impactbeleggers proberen daarmee via het beleggingsbeleid de politiek te corrigeren.

De grote vraag is of dit wel werkt. Je zou kunnen stellen dat de beweging van impact investing een symptoom is van een falend politiek systeem, of in ieder geval een gebrek aan vertrouwen in de geloofwaardigheid van het politiek systeem.

Wanneer een politiek systeem voorziet in een redelijke belangenafweging, moet je je dan niet gewoon neerleggen bij de uitkomst van het systeem? Met andere woorden, moet je de plaatselijke bakker gaan boycotten omdat hij tegen abortus is en jijzelf voor?



KLIMAAT IS VOORAL TAAK VOOR OVERHEDEN. FOTO: UNSPLASH

Impact investing kun je uiteraard rechtvaardigen als een politiek systeem — zoals bij een dictatuur — flagrante schendingen tolereert van redelijke belangenafwegingen. Denk aan het voorbeeld van kinderarbeid of het opsluiten van politieke tegenstanders. Impact Investing suggereert het grotere gelijk van de belegger.

Maar ook bij een probleem dat de reikwijdte van (supra) nationale politiek overstijgt, zoals het klimaatvraagstuk, is impact investing een optie. Individuele bedrijven kunnen door activistische beleggers gemotiveerd worden om ook met het klimaat rekening te houden, en dat is mooi meegenomen. Er zijn ook bedrijven die doen alsof, maar de facto weinig rekening houden met het klimaat. En dan zijn er nog bedrijven die zich sowieso niets van het klimaat aan

zullen trekken, omdat ze bijvoorbeeld in private handen zijn of in landen zijn gevestigd waar de economie volledig afhankelijk is van het ontginnen en verwerken van fossiele brandstoffen.

Denkend aan het klimaatprobleem, is regelgeving door nationale en supranationale overheden het enige wat effectief zal zijn in de strijd tegen de uitstoot van klimaatgassen. De impact investor kan zich dus beter richten op nationale overheden met een gebrekkige regelgeving. Ook bij vele andere ESG-doelen (arbeidsvoorwaarden, diversiteit, governance, en dergelijke) kunnen nationale overheden en/of regelgevers een veel effectievere rol spelen bij het veranderen van de wereld. Bij gebrek aan adequate regelgeving is ESG een goed alternatief voor de ideële belegger. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



MODELPORTEFEUILLES BANKEN MAKEN EEN STERKE START

AANDELENRALLY WAS WEL REDEN VOOR AFBOUW RISICO

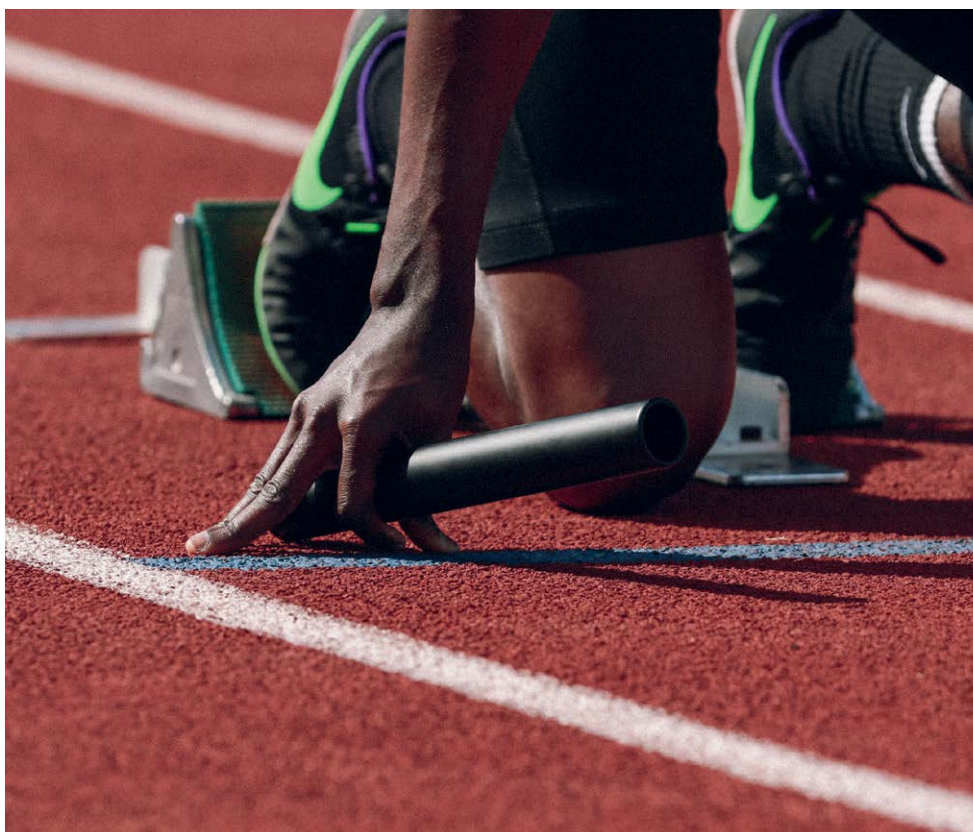
ASSETALLOCATIE

De grootste private banks hebben in de eerste vier maanden van dit jaar de verliezen uit 2018 binnen de neutrale beleggingsportefeuille meer dan goed weten te maken. Markten herstelden zich van zware klappen in 2018.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De banken wisten met de gemaakte allocatiebeslissingen en geselecteerde beleggingsfondsen bovendien de markt goed bij te houden, of in het geval van Rabobank en ABN Amro zelfs te verslaan. De aandelenrally was voor alle banken, op ING na, aanleiding om het risico in de portefeuille af te bouwen. Van Lanschot zit inmiddels zelfs onderwogen in aandelen.

Dit zijn de belangrijkste uitkomsten van het periodieke onderzoek naar de neutrale beheerportefeuilles van de vijf grootste private banks: ABN Amro, ING, Rabobank, Van Lanschot en InsingerGilissen. Deze neutrale portefeuilles zijn (zoveel mogelijk) opgebouwd met actieve beleggingsfondsen. Het gaat hierbij om portefeuilles met een omvang van zo'n €1,5 mln.



PRIVATE BANKS KWAMEN DIT JAAR STERK UIT DE STARTBLOKKEN. FOTO: UNSPLASH

De getoonde nettorendementen in dit artikel zijn inclusief alle kosten, dus ook die de bank in rekening brengt. Omdat de prestaties over een korte periode gaan, zeggen ze weinig over de langetermijnprestaties. Zo werden de achterblijvende resultaten in 2018 voorafgegaan door een jaar waarin de banken wel elk hun benchmark versloegen.

In de eerste vier maanden van 2019 herstelden de financiële markten van de zware klappen in het laatste kwartaal van vorig jaar. De MSCI AC World Index steeg tot en met april met 18%. Wederom was het de Amerikaanse aandelenbeurs die het best presteerde, geholpen door het grote belang van de technologiesector die 31% in waarde steeg.

Ook de obligatiemarkten pres-

terden goed doordat de rentes en risicopremies daalden. De Duitse tienjaarsrente dook daarbij weer onder de 0%. Beursgenoteerd vastgoed profiteerde eveneens van de lagere rentes.

Outperformance Rabobank

Deze marktomgeving maakte het voor banken mogelijk om dubbelcijferige rendementen te behalen. Het hoogste absolute rendement werd behaald door de Beheerd Beleggen Actief-portefeuille van Rabobank, die tevens de sterkste relatieve performance realiseerde.

De outperformance was vooral te danken aan de overwogen positie in aandelen. Op fondsniveau werd de positieve bijdrage van het core- en satellietdeel tenietgedaan door het factordeel.

In april werd de weging van aandelen voor het eerst in lange tijd aangepast. 'Hoewel we voorzichtig positief blijven over de rendementsvooruitzichten van aandelen, zien we niet langer een rechtvaardiging om aandelen maximaal te overwegen en verschuiven we een klein percentage naar hoger renderende obligaties', schreef de bank in een maandvisie die mede is opgesteld door beleggingsstrateg Taoufik Boussebaa.

In het satellietgedeelte werd het accent op Franse largecaps ongedaan gemaakt, vanwege het afgenomen vertrouwen van het beleggingsteam in president Macron. Aandelen uit Japan, Azië en frontier markets, Europese financials en robotica-aandelen bieden volgens Rabobank nog wel extra opwaarts potentieel.

ABN Amro naar neutraal

Waar Rabobank overwogen blijft in aandelen, verlaagde ABN Amro de weging in januari al naar neutraal. De bank behield daarbij het vertrouwen in waardestrategieën, ook

al kostte dat in de eerste vier maanden opnieuw rendement. Wel deden verschillende geselecteerde waardebeleggers als Pzena en Amundi het beter dan hun eigen stijindex.

Een manager die in de regio opkomende markten achterbleef, was Numeric. 'Numeric is een kwantitatieve belegger en selecteert aandelen op basis van een model. Daarin hebben zij een voorkeur voor aandelen die aantrekkelijk gewaardeerd zijn, van goede kwaliteit én waarvan het koersmomentum positief is. Deze risicopremies bleven gemiddeld achter bij de markt als geheel', licht Martin Stolker, hoofd managerselectie bij ABN Amro Investment Solutions, toe.

Andere tactische beleggingsbeslissingen bij ABN Amro waren onder meer de verkoop van het belang in grondstoffen (stapsgewijs) en beursgenoteerd vastgoed. Eind maart werd een positie in goud genomen.

Met ingang van 2019 maken alternatieve beleggingen overigens niet langer deel uit van de strategische allocatie van het ABN Amro Multi-Manager Mandate (MMM), Risico Profiel 4. Stolker: 'We kunnen nog wel tactisch beleggen in hedgefondsen of in grondstoffen als wij het verwachte rendement aantrekkelijk vinden of vanuit het oogpunt van spreiding. Daarnaast is de benchmark van de vastrentende

**OP ING NA
BOUWEN
PRIVATE
BANKS HET
RISICO AF**





TAOUFIK BOUSSEBAA
(RABOBANK)



MARTIN STOLKER
(ABN AMRO)



MAARTEN KNEEPKENS
(VAN LANSCHOT)



HENRY VAN HEIJSTER
(ING)



CHRIS DUINDAM
(INSINGERGILISSEN)

portefeuille gewijzigd. We gebruiken niet langer een index bestaande uit louter overheidsobligaties, maar een breder gespreide index.'

Van Lanschot

Van Lanschot ging onlangs als eerste van de private banks onderwogen in aandelen.

Senior vermogensbeheerder Maarten Kneepkens: 'Het voorzichtige economische herstel ligt meer onder vuur. Economische cijfers uit de Verenigde Staten en China over april laten een verzwakking zien. Een extra reden is de escalatie van de handelsvete tussen de VS en China. Economen en beleggers rekenen feitelijk al op een deal, maar die lijkt nu opeens ver weg.'

Begin februari nam Van Lanschot al winst op een door sentiment gedreven aankoop van aandelen eind vorig jaar. 'Van de opbrengst kochten we Europese staatsobligaties. Geen cash deze keer, want onze rentevisie is aangepast: we voorzien geen tot weinig rentestijging in de komende twaalf maanden. We halen daarom de hogere couponrente op staatsobligaties binnen die we op cash al een tijd niet meer krijgen.'

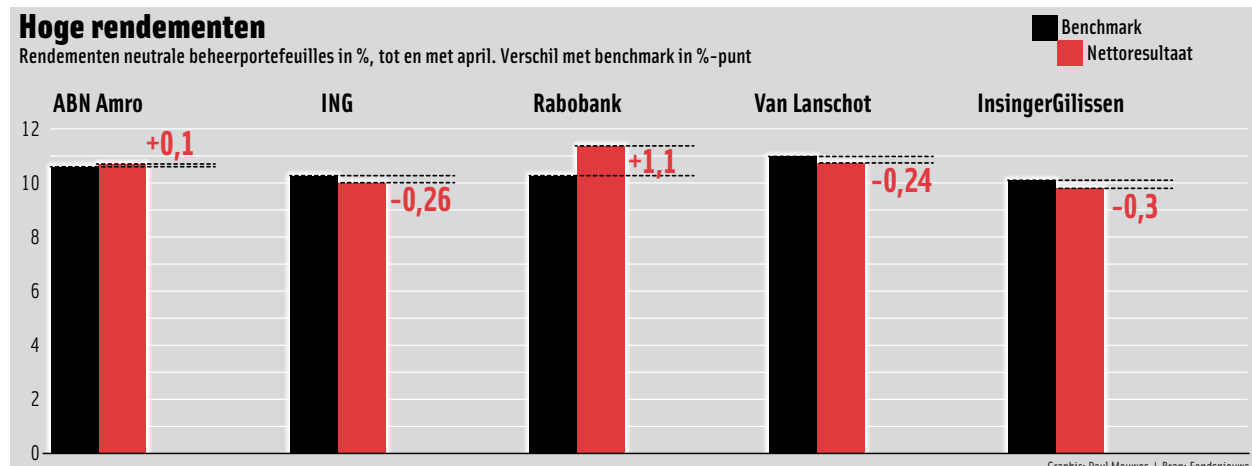
Ook werden rond die tijd binnen de neutrale Van het huis-portefeuille (zonder hedgefondsen) extra bedrijfsobligaties gekocht, vanwege de aantrekkelijk credit-spread. 'Dit betekent dat in het eerste kwartaal behoorlijk wat liquiditeiten aan het werk zijn gezet.'

Overigens wijzigde Van Lanschot de regio-indeling in de categorie aandelen. De 'oude' regio VS werd vervangen door Noord-Amerika om Canada toe te voegen, en Azië ex Japan is nu 'Pacific', zodat Australië en Nieuw-Zeeland voortaan inbegrepen zijn.

Rentetegenvaller bij ING

De neutrale beheerportefeuilles van ING en InsingerGilissen bleven in de eerste vier maanden licht achter bij de markt.

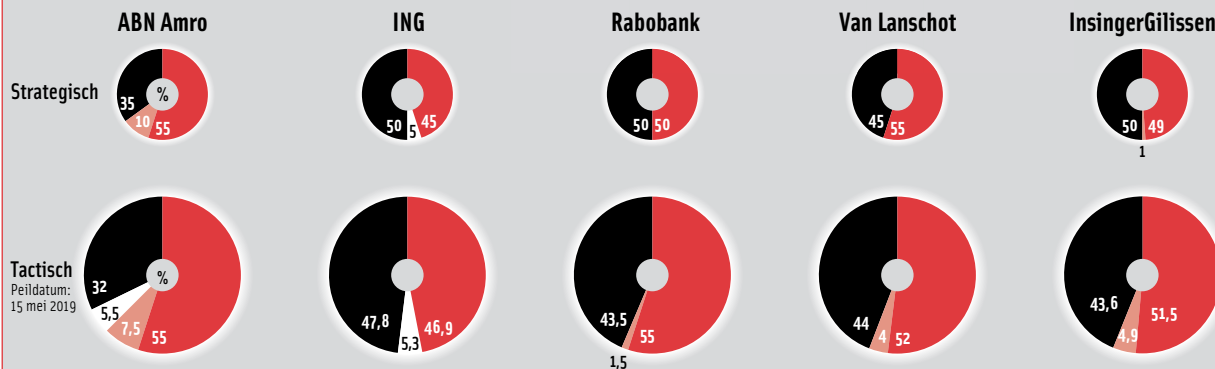
Bij ING was dat in belangrijke mate toe te schrijven aan de verkorte duratie van zijn Europese staatsobligatiefondsen, waarmee de bank in wilde spelen op een verwachte rentestijging. Het omgekeerde ge-



Zoek de verschillen

Strategische en tactische assetallocatie, neutrale profielen, verdeling in %

■ Aandelen ■ Cash ■ Alternatieven ■ Obligaties



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Fondsnieuws

De grootste private banks van Nederland hebben, op ING na, dit jaar het risico in de beheerportefeuilles afgebouwd, sommige zelfs in meerdere stappen. Maar waar de een nog overwogen zit, heeft de ander al een onderwogen positie ingenomen. Rabobank verliet in april de maximale weging voor aandelen, maar blijft voorsnog overwogen. Van Lanschot ging daarentegen recent als eerste van de vijf grote private banks onderwogen in aandelen. ABN Amro verlaagde de weging van aandelen al aan het begin van 2019, naar neutraal. Ook InsingerGilissen heeft de portefeuille defensiever gemaakt, ook nog een keer na de peildatum van 15 mei. Volgens de bank duiden de economische indicatoren al enige tijd op een

afzwakking van het groeimomentum en zorgen handelsfricties voor meer onzekerheid.

Waarderingen van aandelen zijn dit jaar bovendien stevig opgelopen, wat beurzen 'kwetsbaar' maakt voor tegenvallend nieuws, zo meent InsingerGilissen. 'Daarom hebben wij besloten om de weging in aandelen wat te verlagen. De verkoopopbrengst wordt herbelegd in liquide beleggingen die een bufferfunctie kunnen vervullen in portefeuilles. Hiertoe kopen wij kortlopende Amerikaanse en Japanse staatsobligaties. De rente daarop is beduidend hoger dan die van vergelijkbare Nederlandse of Duitse staatsobligaties. Ook fungeren de yen en de dollar als veilige haven in onzekere tijden.'

schiedde echter, waardoor de beheerportefeuilles uiteindelijk rendement misliepen.

De beleggingen in aandelen en vastgoed deden het binnen de Actueel Neutraal Fondsenportefeuille van ING wel beter dan de markt. Ditmaal onderscheidden de geselecteerde managers zich in positieve zin, vertelt investment manager Henry van Heijster. Onder meer het in de beheerportefeuille opgenomen Robeco Global Consumer Trends Equities fonds versloeg ruimschoots de eigen benchmark.

De regio- en sectorallocatie leverde per saldo weinig extra rendement op. De in april doorgevoerde gewichtsverhoging van de sector energie en de verlaging van financië-

le waarden pakte daarbij voorsnog niet goed uit. ING handhaafde een neutrale weging voor aandelen.

InsingerGilissen

Chris Duindam, lid van het investment team van InsingerGilissen, spreekt over een 'stevig rendement' sinds de start van het jaar. 'Met name aandelen hebben een positieve bijdrage geleverd. Het InsingerGilissen European Midcap-fonds, het vorig jaar toegevoegde fonds Essential Portfolio Selection US en het groeifonds Alliance Bernstein US American Growth zijn de sterkste performers dit jaar, dankzij goede stockpicks en een beleggingsstijl die goed aansluit bij de huidige omgeving', aldus Duindam.

Ook InsingerGilissen heeft de portefeuille defensiever gemaakt. Duindam: 'Ten eerste is het aandelenbelang in twee stappen teruggebracht naar een meer neutrale positionering. Daarbij hebben we de exposure naar small- en midcaps en waarde aandelen gereduceerd. Het DNCA Value Europe-fonds, met een meer cyclische portefeuille, is vervangen door het defensievere Robeco Europe Conservative-fonds. De opbrengsten zijn deels aan de cashpositie toegevoegd en deels belegd in Europese bedrijfsobligaties, opkomende markten en obligaties met onderpand.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

fondsNIEUWS

FONDSEVENT

KAPITALISME IN CRISIS

30 SEPTEMBER 2019 PRODENTFABRIEK AMERSFOORT

Het marktkapitalisme ligt onder vuur. De vruchten van globalisering en vrije handel veroorzaken volgens de critici in veel Westerse landen toenemende kans- en inkomensongelijkheid. Ze voeden maatschappelijke spanningen en populisme en dat heeft ook zijn weerslag op de markten.

In deze 12e editie van Fondsevent staat de vraag centraal met welke risico's én kansen deze transitie voor beleggers gepaard gaat. Hoe kunnen beleggingsprofessionals op deze veranderingen inspelen?

Fondsevent: het grootste event voor beleggingsprofessionals

Fondsevent is het grootste, jaarlijks terugkerende kennis- en netwerk-event voor private bankers, vermogensbeheerders en beleggingsprofessionals in Nederland. Topbeleggers, trendwatchers en andere eminente sprekers zorgen voor een dag vol kennis, inspiratie en interactie. Het volledige programma kunt u vinden op fondsevent.nl. Ook kunt u zich aanmelden via deze site.

FONDSEVENT.NL



Rens de Jong
Dagvoorzitter



Geert Noels
-econoom en schrijver
Gigantisme



Dirk Schoenmaker
Hoogleraar finance
Erasmus Universiteit



Marleen Stikker
Directeur van de Waag
Society



Robert Went
Econoom en specialist
globalisering WRR



En vele anderen



TOP 5 MEEST VERVUILENDE BELEGGENGSFONDSEN

BELEGGENGSFONDSEN

Met de transitie naar een 'low carbon'-economie, vormen beleggingen in vervuilende bedrijven volgens de één een risico, volgens de ander een kans.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Veel beleggers zijn zich bewust van klimaatverandering en de invloed van CO₂-uitstoot daarop. Echter, lang niet alle fondsmangers verlagen de carbon footprint van hun portefeuille. Aanpassingen worden vaak vermeden vanwege de gevolgen voor de risico-rendementskarakteristieken. Andere beleggers kiezen er bewust voor om in vervuilende bedrijven te beleggen, vooral waarde- of contraire beleggers. Doordat aandelen van CO₂-intensieve bedrijven massaal worden verkocht, zien zij vanuit waarderingsoogpunt kansen ontstaan.

Om beleggers te helpen bij het inschatten van het energietransitierisico van een fonds, heeft Morningstar in 2018 de Carbon Risk Score ontwikkeld. Hierbij wordt gebruikgemaakt van data van Sustainability, die verder gaan dan alleen emissiecijfers.

Duurzame energie

Deze top 5 van wereldwijde (large cap) aandelenfondsen die het grootste risico lopen bij de over-

Gevoelig voor CO₂

Top 5 wereldwijde large cap aandelenfondsen met grootste energietransitierisico, mei 2019

	Carbon Risk Score	*MS Rating	**Total return
EDFR Global value	17,01	Below average	8,32
Vanguard Global Value			
Factor UCITS ETF	16,45	Low	10,57
Invesco Global			
Opportunities Fund	16,30	Low	8,70
Dierickx Leys			
Fund I Systematic	16,04	Average	8,87
Think Morningstar®			
High Dividend ETF	15,49	Average	-

*Morningstar Sustainability | **3-jaar geannualiseerd, in €
Graphic: Paul Mouwes | Bron: Morningstar

gang van fossiele naar duurzame energie, wordt aangevoerd door het Edmond de Rothschild Global Value-fonds.

Dit aandelenfonds, dat wordt beheerd door het duo Christophe Foliot en Valérie Guelfi, hanteert een waardestrategie. De energiesector heeft een weging van ruim 22%, waarmee het de op een na belangrijkste sector in de portefeuille is, na financiële waarden. Binnen de energiesector kiezen de fondsmangers voor menig Amerikaans oliebedrijf waaronder Chevron, Apache, Anadarko en Marathon Oil.

De Vanguard Global Value Factor ETF staat op plek 2. Hoewel het een etf betreft, gaat het onderliggend wel om een actieve strategie op basis van een kwantitatief model dat aandelen selecteert met lagere koersen in verhouding tot hun fundamentele waardemaatstaven. De portefeuille, die bestaat uit bijna 1300 posities, kent daardoor bijna vanzelfsprekend een overweging naar de sectoren grondstoffen en energie.

Focus op hoog dividend

Op de vijfde plek staat Think Morningstar High Dividend ETF, een etf die zo nauwkeurig mogelijk de Morningstar Developed Markets Large Cap Dividend Leaders Index volgt. Deze index houdt honderd posities aan in ondernemingen die zijn geselecteerd op basis van de hoogte van het dividendrendement. De focus op een hoog dividend leidt tot een waardekarakter van de portefeuille en tot overwegingen in de CO₂-intensieve sectoren grondstoffen en energie.

Binnen de eerstgenoemde sector zijn de grootste posities weggelegd voor mijnbouwbedrijven BHP en Rio Tinto. Tussen de energienamen staan onder andere ExxonMobil, Royal Dutch Shell, BP en Total. ■

MASTERCLASS KAPITAALVEREIS

TOEZICHTHOUDER DNB SIGNALEERT NAAST TEKORTEN OOK RAPPOR

VERMOGENSBEHEER

In 2018 zijn onder onafhankelijke vermogensbeheerders 31 tekorten gerapporteerd bij De Nederlandsche Bank. In circa de helft van de gevallen was er daadwerkelijk een tekort, in de overige gevallen ging het om een rapportagefout.

TEKST LENNEKE ARTS

'Soms weten vermogensbeheerders niet eens dat ze een tekort hebben gerapporteerd.' Dat zei DNB-toezichthouder Sjoerd Osinga tijdens een masterclass voor vermogensbeheerders van

Fondsnieuws, georganiseerd door de Investment Members Club. De vraag is volgens hem of het gerapporteerde vermogen wel als eigen vermogen gekwalificeerd mag worden.

Daadwerkelijke tekorten ontstaan bijvoorbeeld door een overname, waarbij de overnemende partij in eens behalve zijn eigen vastekosteneis, ook die van de overgenomen onderneming moet meenemen.

Bovendien kunnen er problemen ontstaan door de financiering van een overname en de balanssimplicaties daarvan. Zo moeten deelnemingen en goodwill, voor het toetsingsvermogen juist in mindering worden gebracht. 'Van een gezonde balans, zou je door een overname zomaar op een tekort kunnen stuiten', concludeert Osinga.

Vastekosteneis

Rapportagefouten ontstaan vaak bij de berekening van de vastekosteneis. De vastekosteneis bedraagt 25% van de vaste kosten: de totale jaarkosten minus de volledig discretionaire uitkeringen, eenmalige kosten uit niet-reguliere activiteiten en provisie voor verbonden agenten.

In constructies met verbonden agenten, ziet Osinga het weleens misgaan. 'Je ziet vaak dat vermogensbeheerders de volledige provisie aftrekken, terwijl dat ingeperkt is tot maximaal 65%.' Daarnaast wijst hij op de aftrekpost 'niet-reguliere activiteiten', waarbij vermogensbeheerders geneigd zijn om zaken als marketing op te voeren. 'Logischerwijs besteed je daar vaker geld aan dan een enkele keer, dus dat is geen niet-reguliere activiteit en daarmee geen aftrekpost.'



DNB-TOEZICHTHOUDER SJOERD OSINGA AAN HET WOORD FOTO: SANDER NIEUWENHUYIS

TEN VERMOGENSBEHEERDERS TAGEFOUTEN

Voor nieuwe spelers in het veld die nog geen – volledige – vergunning hebben, moet de vastekosteneis berekend worden op basis van de geraamde vaste kosten die een vermogensbeheerder bij zijn vergunningsaanvraag heeft gemeld. 'Na een jaar bepaal je je vastekosteneis weer opnieuw', adviseert Osinga aan recent begonnen beheerders.

Bij de aanpalende aanpassing van een vastekosteneis gaat het er vooral om met hoeveel geld én hoeveel procent de kosten stijgen. In het geval van een onderneming die €400.000 aan kosten maakt, is de vastekosteneis €100.000. Besluit de ondernemer iemand in te huren voor de uitbreiding van zijn zaak voor €50.000 per jaar, dan gaan zijn kosten volgend jaar naar €450.000, waardoor de vastekosteneis op €125.000 uitkomt, en de kosten met iets meer dan 11% stijgen.

Omdat de stijging minder dan 100% is en de geraamde vastekosteneis onder de €150.000 blijft, hoeft de vastekosteneis dit jaar nog niet aangepast te worden, maar volgend jaar wel.

Toetsingsvermogen

Ook voor wat betreft de berekening van het toetsingsvermogen, benadrukt Osinga dat vermogensbeheerders de aftrekposten niet op een juiste manier op het eigen vermogen toepassen.

'Goodwill, immateriële activa en latente belasting dienen te worden afgetrokken', aldus de toezichhouder. In het voorbeeld uit de prak-



EEN DRUKBEZOCHTE MASTERCLASS FOTO: SANDER NIEUWENHUIS

tijk dat Osinga vervolgens aanhaalt, scheelde dat zomaar €125.000 op het toetsingsvermogen.

Ten slotte vraagt de toezichhouder vermogensbeheerders of ze wel zeker weten of het eigen vermogen gekwalificeerd mag worden als CET1-kapitaal. 'Ik zie de laatste tijd balansen waarbij onderdelen aan het eigen vermogen worden toegeschreven, die daar helemaal niet bij horen', aldus Osinga.

Hij haalt het praktijkvoorbeeld aan van een vermogensbeheerder die haar eigen, eigen vermogen heeft gefinancierd. De ondernemer richtte een dochter op, zette het eigen vermogen op de balans van dat dochterbedrijf, en vervolgens weer op de eigen balans. Maar Osinga, en afdelingshoofd Marloes Foudraine, zien

ook volop andere 'innovatieve manieren' om kapitaal te creëren, aldus de twee tijdens de masterclass.

Eerder kondigde De Nederlandse Bank al aan in 2019 uitgebreid onderzoek te gaan doen onder vermogensbeheerders. Volgens DNB is er weinig tot geen aandacht voor regelgeving omtrent de criteria waaraan kapitaal dient te voldoen, waardoor vermogensbeheerders zich moeten afvragen of het kapitaal meegeteld mag worden als eigen vermogen. CET1-kapitaal is bedoeld als kapitaal waarmee vermogensbeheerders risico kunnen opvangen en dient dus 100% verliesabsorberend te zijn. ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

DRIE PROBLEMEN VOOR ASSET ALLOCATIE

De heersende opvatting is dat de wereldeconomie het einde van de cyclus nadert en reële rentes over hun hoogtepunt heen zijn. Over de vraag wanneer de neergang zal beginnen, zijn de meningen verdeeld. Dit stelt **asset allocatie commissies** voor de opgave om **hun portefeuille** zodanig te **positioneren** dat deze opgewassen is tegen een eventuele neergaande markt, maar bij eventuele marktstijgingen niet volledig achter het net vist.

Wat hun taak extra moeilijk maakt, is dat sommige aannames over asset allocatie minder betrouwbaar zijn dan vroeger. Het is vaak verleidelijk om terug te vallen op beproefde methoden. Om de portefeuille te positioneren voor wat er komen gaat, doen beleggers er waarschijnlijk goed aan om gevestigde aannames te heroverwegen. We bespreken drie redenen waarom de traditionele asset allocatie benadering aan een herziening toe is.

1. Gemiddelde correlaties zeggen weinig

Vaak gebruiken asset allocators historische gemiddelde correlatiecijfers om te voorspellen hoe portefeuillecomponenten onderling zullen renderen. Alles wijst er echter op dat correlaties in de linker- en rechterstaart van een verdeling – ofwel als aandelenmarkten het zeer goed of slecht doen – aanzienlijk veranderen. De vuistregel lijkt te zijn: als het nuttig zou zijn dat correlaties positief zijn (als aandelen het zeer goed doen), zijn ze juist negatief en andersom. Met deze wetenschap is gemakkelijk te zien waarom het gebruik van gemiddelde correlatiecijfers niet altijd werkt. Beleg-

gers kunnen waarschijnlijk beter onderzoeken hoe correlaties in de loop van de tijd verschuiven, vooral bij staatrisico's. Dit geldt vooral voor beleggers die hun vermogen verdelen over een brede waaier aan beleggingscate-

gorieën. Zo'n genuanceerdere benadering, waarin rekening wordt gehouden met staatrisico's, is ingewikkelder dan het gebruik van simpele gemiddelde correlatiecijfers, maar is op lange termijn waarschijnlijk lonend.

2. Het nadeel van portefeuilles op basis van etiketten (in plaats van drivers)

Traditioneel spreiden multi-assetbeleggers vermogen over aandelen, obligaties en alterna-





tives. Binnen deze hoofdcategorieën zijn in de loop der jaren extra 'etiketten' ontstaan: in aandelen bijvoorbeeld etiketten voor regio's; obligaties werden onderverdeeld in staat, investment grade, high yield en opkomende markten en alternatieve beleggingen werden gesplitst in hedgefondsen en vastgoed. Enkele nieuwe obligatiecategorieën – zoals high yield en emerging market debt – zijn echter sterker gecorreleerd met aandelen dan met staatsobligaties. Dit creëert problemen, want als obligaties

zich meer als aandelen gedragen, trekt dit het totale rendement scheef. Dit kan mogelijk worden voorkomen door de traditionele etiketten aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen vervangen door omschrijvingen die het gedrag aangeven, zoals 'groei', 'defensief' of 'ongecorreleerd'.

3. Obligaties zijn niet altijd wat ze lijken te zijn

Het derde probleem voor asset allocators is dat zelfs traditionele vastrentende instrumenten zoals staatsobligaties zich niet meer

gedragen zoals voorheen. Historisch gezien worden staatsobligaties uit ontwikkelde markten gekenmerkt door relatief lage totaalrendementen bij een lage duratie (rentegevoeligheid voor renteveranderingen), wat betekent dat ze veel minder volatiel zijn dan aandelen. Recent echter zijn de rendementen gekelderd, terwijl de duratie is toegenomen. Als de performance van staatsobligaties in de afgelopen dertig jaar moet worden behaald bij de huidige rendementen en duratie, zou de categorie 30-40% volatië-

ler zijn. Kortom: staatsobligaties zijn riskanter dan in het verleden, maar dit komt niet tot uiting in simpele modellen die geen rekening houden met de veel hogere duratie van nu.

EEN GENUANCEERDERE BENADERING

Beheerders die de asset allocatie willen afstemmen op een mogelijke neergaande wereldeconomie, doen er wellicht goed aan enkele klassieke aannames te vervullen voor een benadering die is gebaseerd op duratie-management en een actieve landen- en sectorspreiding. Deze huidige periode waarin landen over de hele wereld zich in verschillende stadia van hun rentecyclus bevinden, biedt goede kansen om portefeuilles op te bouwen die gespreid zijn over landen en markten, en die beleggingscategorieën bevatten met lage onderlinge correlaties. Dit is volgens ons de effectiefste manier om zich te wapenen tegen de volatiliteit, die ons mogelijk te wachten staat. 📈



Nick Samouilhan, solutions strategist multi asset, T. Rowe Price

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatiedoeleinden. Dit materiaal vormt of verstrekt geen advies van welke aard dan ook, met inbegrip van fiduciair beleggingsadvies, en potentiële beleggers wordt aangeraden om onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies in te winnen voordat zij enig beleggingsbesluit nemen. De ondernemingen van de T. Rowe Price-groep, met inbegrip van T. Rowe Price Associates, Inc. en/of gelieerde ondernemingen, ontvangen inkomsten uit de beleggingsproducten en -diensten van T. Rowe Price. Prestaties uit het verleden vormen geen betrouwbare indicatie voor prestaties in de toekomst. De waarde van een belegging en eventuele inkomsten daaruit kunnen zowel stijgen als dalen. Beleggers krijgen mogelijk minder terug dan zij oorspronkelijk hadden beoogd.

Het materiaal vormt geen verspreiding, aanbod, uitnodiging, persoonlijke of algemene aanbeveling of uitnodiging tot het kopen of verkopen van effecten in enige jurisdictie of tot het uitvoeren van enige specifieke beleggingsactiviteit. Het materiaal is niet beoordeeld door enige toezichthoudende autoriteit in enige jurisdictie.

De informatie en meningen hierin zijn verkregen of afgeleid van bronnen die betrouwbaar en actueel worden geacht, wij kunnen echter geen garanties geven ten aanzien van de juistheid of volledigheid van de bronnen. Er wordt geen garantie gegeven dat eventuele voorspellingen uitkomen. De visies in dit document gelden op de datum van schrijven en kunnen zonder enige aankondiging wijzigen; deze visies kunnen verschillen van die van andere ondernemingen in de T. Rowe Price-groep en/of gelieerde ondernemingen. Het is in geen geval toegestaan het materiaal geheel of gedeeltelijk te kopiëren of verder te verspreiden zonder toestemming van T. Rowe Price.

Het materiaal is niet bestemd voor gebruik door personen in jurisdicties die de distributie van het materiaal verbieden of beperken, en in bepaalde landen wordt het materiaal op specifiek verzoek beschikbaar gesteld. Het is niet bestemd voor distributie aan particuliere beleggers in welke jurisdictie dan ook.

EER ex-VK — Tenzij anders wordt vermeld, wordt dit materiaal uitgegeven en is het goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Luxembourg, dat een vergunning heeft en onder toezicht staat van de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Uitsluitend voor professionele klanten.

© 2019 T. Rowe Price. Alle rechten voorbehouden. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het Bighorn Sheep-logo zijn, gezamenlijk en/of afzonderlijk, handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc.

NEDERLANDSE HYPOTHEEK GAAT GRENS OVER

HUIZENKOPER MET ENERGIELABEL A KAN KORTING KRIJGEN

ASSETALLOCATIE

Nu de vraag naar woninghypotheken bij Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars begint af te vlakken, zoeken assetmanagers hun heil buiten de landsgrenzen. Duurzaamheid gaat een grotere rol spelen in hypotheekportefeuilles.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De afgelopen jaren hebben institutionele beleggers massaal staatsobligaties ingeruild voor Nederlandse woninghypotheken. Zo'n 20% van de uitstaande hypotheekschuld van circa €700 mrd staat op de balansen van deze beleggers. Van de nieuwe productie gaat een derde naar deze partijen. Hypotheken leveren 140 tot 200 basispunten meer op dan de meest veilige staatsleningen en het risico is niet veel groter. Nederlandse woningbezitters zijn – ook in crisisjaren – hondstrouwe betalers.

Hoewel veel pensioenfondsen aan hun maximum van zo'n 10% zitten, is de vraag niet opgedroogd. 'Sommige verhogen de blootstelling uit tactische overwegingen', zegt Frank Meijer van Aegon AM. 'Ook zijn er fondsen die een teen in het water hebben gestoken en nu willen doorgroeien naar 10%. Daarnaast heb je vervangingsvraag voor hypotheken die worden afgelost.'



NEDERLANDSE HUIZENBEZITTER IS TROUWE HYPOTHEEKBETALER. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Aanbieders zoals NNIP, Dynamic Credit en Aegon AM proberen hun hypotheken ook buiten Nederland te slijten. 'Ik kom net uit Azië', zegt Meijer. 'Daar gebruiken we die hypotheken als breekijzer. Aegon AM is in Azië nog geen grote naam. Dan helpt het als je een uniek product hebt om in gesprek te komen met beleggers.'

Aziatische beleggers hebben nog niet toegehaapt, diverse Europese investeerders wel. 'We plukken de vruchten van jarenlang uitleg geven over de Nederlandse hypotheekmarkt', zegt Bart Bakx van NNIP. 'Buitenlandse partijen moesten wennen aan de hoge loan to value (ltv) in Nederland.'

Volgens Meijer is de verbreding van de groep beleggers goed voor Nederlandse klanten van het eerste uur. 'De kans dat iedereen op hetzelfde moment wil verkopen, wordt kleiner bij meer spreiding onder de klanten. Dat is goed voor liquiditeit.'

Woninghypotheken

Grote beleggers kunnen grofweg op twee manieren geld steken in woninghypotheken. Ze kunnen meeliften met een fonds dat een verzekeraar heeft opgezet om zelf in hypotheken te beleggen. 'Zo'n fonds is geënt op hypotheken met een lange rentevaste periode. Dat sluit goed aan bij de verplichtingen van een pensioenfonds', zegt Meijer.

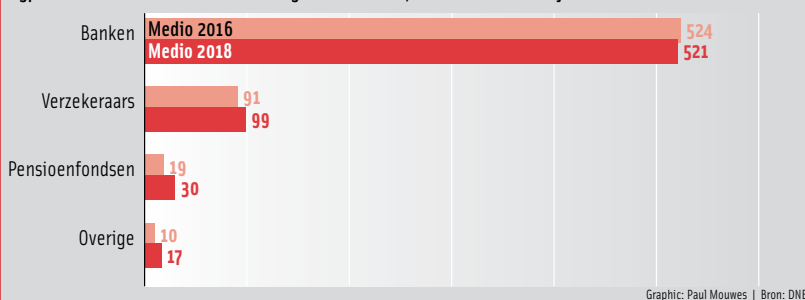
De andere vorm is een mandaat waarbij de belegger kan kiezen voor een bepaalde mix van hypotheken. Denk aan looptijden, ltv en percentage NHG. Bij zo'n pakket moet de belegger om goede diversificatie te krijgen minstens €100 mln meebrengen. Wie minder wil beleggen, is aangewezen op een fonds. Sinds kort geeft Dynamic Credit hypotheekobligaties uit op portefeuilles van hypotheken. Die zijn los verhandelbaar, zodat beleggers ook met kleinere bedragen kunnen spreiden.

De aanbieders van fondsen roemen de grote diversiteit van hun producten. 'We hebben het niet alleen over verschillende looptijden en ltv's, maar ook jaarlagen. Het percentage wanbetalers per jaarlaag kan verschillen', aldus Bakx.

Met de hypotheekencrisis in 2008 in het achterhoofd is liquiditeit een heikel onderwerp. Een paar jaar geleden moesten pensioenfondsen kritische vragen van DNB beantwoorden over dit thema. Onder normale omstandigheden is de liquiditeit van fondsen en mandaten geen probleem. Het gaat erom hoe ze zich houden als iedereen zijn hypotheken kwijt wil.

Hoeveel staat er eigenlijk uit?

Hypothecair krediet in Nederland naar geldverstrekker, 2016 en 2018 in miljarden euro



Of een fonds of mandaat de meeste liquiditeit biedt onder die omstandigheden is geen uitgemaakte zaak. Een crisis heeft zich nog niet voorgedaan sinds deze beleggingsvormen groot zijn geworden.

Duurzaamheid

Om te weten wat leeft bij klanten organiseren Aegon AM en NN IP jaarlijks een bijeenkomst. Duurzaamheid kwam tijdens de laatste vergaderingen prominent op de agenda. 'In het NN-fonds zitten nu geen hypotheken met een ltv boven de 100%', zegt Bakx. 'Sinds een paar jaar mag je lenen tot 106% als je bijvoorbeeld isoleert. De vraag is of we die hypotheken ook moeten opnemen.'

Ook bij Vista, een Rabo-dochter die hypotheken verstrekt, staat duurzaamheid hoog in het vaandel. De Vista-hypotheken komen niet op de balans van een bank, maar gaan naar partijen als APG die heeft toegezegd €1 mrd aan hypotheken op te nemen.

'Wij werken samen met Vista omdat we bij hypotheken ook aandacht willen geven aan duurzaamheid', zegt Kay Mennens, portfoliomanager bij APG.

'Vista onderscheidt zich door 10 basispunten korting te geven op het gangbare tarief als een woning energielabel A heeft. De helft van de huizen in de portefeuille heeft een A-label. Woningen met een lager label kunnen nog klimmen naar A. Als huiseigenaren hun woning verduurzamen, komen ze ook in aanmerking voor de korting', aldus Mennens.

Aegon AM pakt het anders aan. 'Als je alleen woningen met een A-label financiert, of A-labels korting geeft, verandert dat weinig aan de wereld. Wij financieren iedereen, maar stimuleren huiseigenaren hun woning te verduurzamen. Dat heeft meer impact.'

Duurzaamheid heeft niet alleen betrekking op vloerisolatie, maar ook op de wijze waarop hypotheekverstrekkers omspringen met klanten. Soms staat het klantbelang op gespannen voet met dat van de belegger. 'Bij Vista gaat de hypotheekrente automatisch omlaag als de ltv daalt als gevolg van de verplichte aflossing. Dat is goed voor de huizenbezitter, maar minder goed voor het rendement', zegt Mennens. ■

AZIATISCHE BELEGGER HEBBEN NOG NIET TOEGEHAPT

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

SDG'S ONTOEREIKEND VOOR DUURZAME BELEGGER



Bijna alle asset managers houden zich tegenwoordig wel op een of andere manier bezig met duurzaam beleggen. Vaak nemen ze daarbij de **duurzame ontwikkelingsdoelen** (SDG's) van de Verenigde Naties als uitgangspunt.

De VN stelde de SDG's in 2016 op met als overkoepelend doel de wereld duurzamer te maken en armoede terug te dringen. Het zijn stuk voor stuk noblele doelen, maar ze hebben weinig focus en zijn niet per se bedacht voor beleggers. Daarom kunnen ze makkelijk misbruikt worden, waarschuwt Marc-Olivier Buffle, senior product specialist thema beleggen bij Pictet Asset Management en lid van de Pictet Sustainability Board. 'Door de manier waarop ze zijn vormgegeven, bestaat het gevaar van

greenwashing. Daarmee bedoel ik dat beleggers hun bestaande beleggingen gaan projecteren op de sdg's. Dan wordt het een invloedloze oefening zonder dat de portefeuille ook echt duurzamer wordt.' De sdg's alleen geven dus geen garantie dat beleggingen ook écht bijdragen aan een betere wereld. Daarvoor moet de concrete impact die bedrijven op de planeet hebben ook worden meegenomen.

PLANETARY BOUNDARIES

Het Pictet Global Environmental Opportunities fonds gebruikt

hiervoor het zogeheten Planetary Boundaries Framework, opgesteld door het Stockholm Resilience Centre: dat bevat de maximale ecologische belasting voor de negen belangrijkste bedreigingen van het milieu. Buffle: 'Het Planetary Boundaries Framework is een aanvulling op de sdg's. We sluiten alle bedrijven uit die op één of meer van deze negen dimensies de maximale ecologische belasting overschrijden. Dan moet je niet alleen denken aan olie- en gasbedrijven, maar bijvoorbeeld ook aan producenten van kunstmest. Meststoffen die niet door planten worden opgenomen, komen in het grondwater terecht of belanden via rivieren in de oceanen. Dat leidt in kustgebieden tot algengroei waardoor daar verder geen leven meer mogelijk is.'

EXTRA SCREENING

Maar als een bedrijf binnen al die ecologische grenzen blijft, is het nog niet direct geschikt om in te beleggen. 'Daarvoor moet een bedrijf minimaal 20% van zijn omzet of winst halen uit producten of diensten die actief bijdragen aan het oplossen van milieuproblemen.' Na die extra screening blijven er wereldwijd zo'n 400 bedrijven over om in te beleggen. 'Daarvan selecteren we er rond de 50, afhankelijk van factoren zoals

de waardering, de concurrentiepositie van het bedrijf en verschillende ESG-criteria. Het milieuaspect is daarbij natuurlijk heel belangrijk, maar we kijken ook naar de kwaliteit van het management (Governance) en naar sociale criteria, zoals de behandeling van het personeel door een bedrijf. Als je niet goed met je personeel omgaat, is het moeilijk om talent te behouden. Dat heeft uiteindelijk zijn weerslag op de bedrijfsresultaten.' Maar een slechte score op een bepaald ESG-aspect leidt niet direct tot uitsluiting. Buffle: 'Het belangrijkste verschil maken we in de initiële screeningfase, waardoor we alleen de bedrijven overhouden die echt impact hebben. In de fase van aandelenselectie is ESG vervolgens één van de criteria die we gebruiken.'



Marc-Olivier Buffle, senior product specialist thema beleggen bij Pictet Asset Management.

Obligate obligaties

ARNOLD GAST: USE OF PROCEEDS MOET TEGENOVER ELKE GROTE LENING STAAN

COLUMN

'Risk is not knowing what you're doing', prentte docent Michael Damm ons als studenten van de VBA-opleiding al in 2000 in. Weten wat je doet, is nog steeds de basis. Maar de mens verliest zich in groepsverband nog wel eens in procedures en rituelen, waardoor de kennis van de kern versnipperd en uit beeld raakt. Wetgeving en techniek hebben de flitsende verhandelbaarheid van vermogenstitels in de vorm van aandelen en obligaties mogelijk gemaakt. Dit heeft echter wel geleid tot vervreemding van wat er nu daadwerkelijk gebeurt.

Toen ik in 2003 de overstap van aandelen naar bedrijfsobligaties maakte, had ik hoge verwachtingen van het kritisch vermogen van obligatiebeleggers. Op mijn eerste werkdag kwam General Motors met een 30-jarige ongedekte obligatie. Om deze grote plaatsing te kunnen beoordelen, vroeg ik de plaatsende bank om het prospectus. Lachend om zoveel onervarenheid werd mij verteld dat deze pas enkele maanden na de uitgifte beschikbaar zou komen. De bestemming van het geleende geld was uiteraard de standaard gehanteerde term 'General Corporate Purposes'. De grote uitgifte kreeg een zware weging in de benchmark, dus iedereen deed mee.

Met de uitgifte van de eerste Nederlandse 'green bond' bevestigt de Nederlandse Staat een gezonde trend terug naar de basis: beleggers willen weer weten waarin hun geld wordt geïnvesteerd en krijgen daarover transparant gerapporteerd. Dat deze trend is ingezet door de grote behoefte aan duurzame beleggingen is natuurlijk mooi, maar eigenlijk zou tegenover elke grote lening een strak omschreven 'use of proceeds' en heldere rapportagevereisten moeten staan. Een obligatie is immers niets anders dan een verhandelbare lening. En juist waar een directe verbinding tussen geldlener en geldgever ontbreekt, zou ik strakkere voorwaarden verwachten.



GREEN BONDS LEIDEN TREND NAAR MEER TRANSPARANTIE. FOTO: UNSPLASH

Green bonds maken helaas nog maar slechts een fractie uit van de totale obligatiemarkt. Dat is logisch gezien de beperkte omvang aan beschikbare groene projecten. Niets zou beleggers echter in de weg moeten staan om bij elke obligatie-uitgifte te vragen waar het geleende geld in geïnvesteerd zal worden en dat de resultaten daarvan periodiek gepubliceerd worden.

De realiteit is echter dat obligatiebeleggers het in de afgelopen twintig jaar slechts een enkele keer voor het zeggen hebben gehad.

Dankzij ingrijpen van de centrale banken is die situatie weer snel ten faveure van de geldleners gedraaid.

Reële economie

In een recente paper getiteld 'Credit where it's due: A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the 20th century' onderbouwen professor Dirk Bezemer en zijn collega's dat naast financiële stabiliteit de sturing van kredietverlening weer ten dienste van de productieve sectoren in de reële economie zou moeten staan. De liberalisatie van financiële markten blijkt namelijk sinds 1973 tot een kleiner gedeelte aan financiering voor niet-financiële bedrijven te hebben geleid. Financiële stabiliteit is een belangrijke randvoorwaarde, maar het is nog belangrijker dat geld terechtkomt in de financiering van echte economische uitdagingen zoals de energietransitie. Geld is immers een middel en geen doel. Of willen we liever toch niet weten wat we doen? ■

ARNOLD GAST SCHRIJFT ZIJN COLUMNS OP PERSOONLIJKE TITEL. HIJ IS EEN PROFESSIONEEL BELEGGER MET EEN LANGE STAAT VAN DIENST, ONDER MEER BIJ ACTIAM, DELTA LLOYD ASSET MANAGEMENT EN THEODOOR GILISSEN BANKIERS.



VEEL BEREN OP DE WEG BIJ CONSOLIDEREN

VERKOOPPROCES IN VERMOGENSBEHEER BLIJKT LASTIG

CONSOLIDATIE

Het overgrote deel van de overnamepogingen in het vermogensbeheer strandt. De 'klik' is er simpelweg niet, de verkopende partij gaat met een ander in zee of besluit toch niet te willen verkopen.

TEKST LENNEKE ARTS

An verkennende gesprekken ontbreekt het niet in het zelfstandige vermogensbeheer, maar verkoopprocessen blijken moeizaam en langdurig. Bovendien wordt een stuk minder betaald voor een kantoor dan een paar jaar terug. Dat blijkt uit gesprekken van Fondsnieuws met diverse vermogensbeheerders en adviseurs die de afgelopen tien jaar bij een overname- of fusieproces betrokken zijn geweest. De bronnen zijn gesproken op voorwaarde van anonimiteit.

Maar er is meer. Gesprekken lopen ook op niets uit omdat uit boekenonderzoek onregelmatigheden naar voren komen, beleggingsstrategieën niet in elkaar te vlechten zijn of omdat partijen het niet eens worden over de koopsom. Gebrek aan eenduidigheid over de berekening van de som is daarbij een van de moeilijkheden. Dat de verkoopprijzen de laatste jaren flink zijn gedaald, helpt ook niet.

Bij de berekening van de koopsom wordt gekozen voor ofwel een percentage van 0,8 tot 1,2 van het beheerd vermogen, ofwel een factor van 2 tot 3 keer de winst. De heersende opvatting is dat een percentage van het beheerd vermogen een goede eerste inschatting geeft van de te betalen som, maar dat deze ook een vertekend beeld kan geven. Een factor maal de winst zou beter aansluiten op dat wat de kopende partij er mee wint.

'Wil een vermogensbeheerder echt verkopen, dan doet hij het wel voor 2 keer de winst, en dat is voor een kopende partij ook een goede deal', zegt een van de bronnen. 'Vraagt een verkoper in plaats

daarvan de jackpot – 3 tot 4 keer de winst – dan snijd je jezelf in de vingers.'

Toch was die 'jackpot' in het verleden heel gangbaar. Een jaar geleden sprak KPMG nog van een percentage van 1 tot 1,5 van de AuM, en een van de bronnen herinnert zich een verkoop van 5 keer de winst jaren terug. Een ander weet nog een koopsom van 10 keer de winst.

Prijzdaling

Een reden voor de prijsdaling wordt gezocht in de toegenomen regelgeving, die de winsten onder druk zet. Als gevolg van het provisieverbod, wordt er minder verdiend aan transacties en moeten vermogensbeheerders meer tijd en geld besteden aan administratie.

Maar ook interne factoren kunnen de verkoopprijs positief of negatief beïnvloeden. De kwaliteit van de beleggingsportefeuille bijvoorbeeld. Belegt een vermogensbeheerder in individuele namen, waarvoor veel aanvullende research gedaan wordt, of enkel in trackers? En is dat te rijmen met het beleid van de kopende partij?

BEREKENING VAN DE KOOPSOM LEIDT VAAK TOT DISCUSSIE



ILLUSTRATIE: CAROLIEN FELDBRUGGE

Een volgende vraag is hoe de klantgroep is samengesteld. In verkennende gesprekken komt dat al snel aan bod. Vermogensbeheerders willen vooral weten over hoeveel klanten het vermogen is verdeeld en of individuele vermogens dicht bij elkaar liggen. Een kleine hoeveelheid klanten of een grote onevenwichtigheid is vaak een groter risico.

Ook willen ze weten op welke manier het klantcontact is ontstaan. Gaat het om persoonlijke relaties van de vermogensbeheerder, dan kan het zomaar zo zijn dat diegene vertrekt als de oud-eigenaar het bedrijf verlaat.

Een van de bronnen stelt op basis van wat hij nu weet over de klanten, achteraf een te hoge prijs te hebben betaald. Het risico van het overgenomen bedrijf blijkt veel groter dan

gedacht, vanwege een hoge concentratie in het klantenbestand.

Earn-outregeling

Om die reden werken partijen vaak met een earn-outregeling, waarbij de koopsom in delen wordt opgeknipt. Het eerste deel wordt bij de koop betaald, het volgende deel na bijvoorbeeld twee jaar. Zijn in die periode klanten vertrokken, wordt het resterende deel verminderd met een vooraf afgesproken factor.

Deze constructie spoort de oud-eigenaar aan om klanten binnenboord te houden. Daarnaast maakt het de overgangsfase voor klanten prettiger en het risico op overstappende cliënten kleiner.

Sowieso biedt het voordelen om een oud-eigenaar betrokken te houden, merken de ervaringsdeskundigen. Ondernemers zijn

in die situatie minder geneigd er een zwaar onderhandelingspel van te maken. Belangrijker vinden ze het om een goed onderkomen voor hun klanten te vinden en een ondernemer die hun product kan verbeteren.

Salarissen

Mocht een (van de) oud-eigen(a)ar(en) bij het bedrijf betrokken blijven, dan heeft dat natuurlijk wel invloed op de verkoopprijs, aangezien diegene een salaris zal willen ontvangen. Die invloed is er eveneens in het geval van over te nemen personeel. Al kan tegenover die extra kosten, mogelijk nieuwe kennis staan. Wel bestaat het risico dat de mensen niet passen bij de koper en zijn cultuur.

Wil een ondernemer goedkoop uit zijn, dan stuurt hij aan op een

overname zonder personeel, en neemt hij alleen de activa en de klantenportefeuille over. Uiteindelijk, zo stelt een van de gesproken vermogensbeheerders, gaat het erom dat je een investering binnen enkele jaren kunt terugverdienen.

Ze moeten immers niet alleen de portemonnee trekken, er wacht hen ook een moeizaam en langdurig proces, zo schetsen betrokkenen. Fase 1, de kennismaking en onder-tekening van een non-disclosure document; fase 2, de letter of intent en fase 3, de share purchasing agreement: de koopovereenkomst.

Intussen is dan al een tiental gesprekken gevoerd tussen de kopende en verkopende partij, heeft de koper uitgebreid boekenonderzoek gedaan en zijn benodigde documenten verzameld.

Ongewenste verrassingen

Daarbij komt het geregeld voor dat een vermogensbeheerder al een maand heeft besteed aan uit-zoekwerk en de koop in fase 2 of 3 strandt, vanwege ongewenste verrassingen zoals onvolledige documentatie, personele verschillen of ingewikkelde klantrelaties. 'Wat dat betreft is het zaak om vooraf goed te overwegen of je het wel écht wil

en of je de tijd en financiële midde-len daadwerkelijk hebt', aldus een van de beheerders.

Een juridisch adviseur in de arm nemen is volgens allen een vereiste, liefst een die past bij de aard van de transactie. In sommige gevallen wordt daarnaast de samenwerking gezocht met een consultant, vooral wanneer de vermogensbeheerder niet voldoende tijd beschikbaar heeft om de due dilligence zelf te doen.

Toezichthouders

Buiten de processen die tussen de kopende en verkopende partij plaatsvinden, is er nog een belangrijke rol weggelegd voor de toezichthouders. Een fusie of overname moet zo vroeg mogelijk gemeld worden bij zowel de AFM als DNB, stellen deze in een reactie.

Hoewel er geen wettelijke plicht geldt, wordt DNB liefst in het plan-nenstadium al betrokken. 'Een fusie of overname heeft effect op de balans van zowel de over te nemen als de overnemende partij', verantwoordt een woordvoerder. 'In het verleden hebben we gevallen gezien waarbij de overnemende partij bij de eerste rapportageplicht al een kapitaaltekort liet zien, omdat be-

paalde posten op de balans niet golden als kapitaal.'

DNB kan een overname tegenhouden, door geen verklaring van geen bezwaar (vvgb) te verlenen aan de overnemende partij als de kopende of verkopende partij niet financieel solide is. Dit is enkel mogelijk als een vermogensbeheerder een 'gekwalificeerde deelneming' verwerft in een beleggingsonderneming of beheerder van een instelling voor collectieve belegging in effect (ICBE). Een AIFMD-instelling valt buiten deze regeling.

De toezichthouder adviseert overnemende partijen of vermogensbeheerders die een overname willen doen om door te rekenen hoe de nieuwe balans of balansen eruit komen te zien na de overname. Voldoen beide instellingen ook dan aan de voor hen geldende prudentiële eisen? 'Zowel het toetsingsvermogen als de eisen rondom eigen vermogen en solvabiliteit kunnen door een overname wijzigen', aldus de DNB-woordvoerder.

Waar DNB toeziet op de solvabiliteit van ondernemingen, kijkt de AFM naar het gedrag van bedrijven en naar de gevolgen voor klanten. De AFM stelt in een reactie dan ook geen specifieke eisen te stellen aan een overname of fusie, maar afhankelijk van de wijzigingen die daardoor ontstaan, wel de impact op de cliënten van de over te nemen beleggingsonderneming te toetsen aan de vereisten van de Wft.

Ook verwacht de AFM dat de over te nemen vermogensbeheerder ervoor zorgt dat cliënten ruim de tijd krijgen om een alternatieve vermogensbeheerder te vinden als ze niet mee willen naar de overnemende vermogensbeheerder. ■

PRIJSKAARTJE VERMogensBEHEERDER

UITGANGSPUNT AANKOOPPRIJS:

- 0,8% tot 1,2% van het beheerd vermogen of;
- Ongeveer 2 keer de winst

PRIJSVERLAGENDE FACTOREN:

- Hoge concentratie binnen het belegd vermogen van de over te nemen partij, met veel vermogen afkomstig van één klant
- Veel persoonlijke relaties van de oud-

eigenaar als klant

- Overname personeel als vereiste
- Overname kantoorpand als vereiste

PRIJSVERHOGENDE FACTOREN:

- Goede aansluiting van de beleggingsstrategie en cultuur
- Sterke eigen research van de over te nemen partij
- Grote betrokkenheid van de oud-eigenaar in een periode na de overname

DE SMALL-CAP BELEGGER MAAKT BIJ ESG HET VERSCHIL

ESG is volledig geïntegreerd in het beleggingsproces van de small-cap strategieën van Kempen Capital Management. Dat proces heeft drie pijlers. De eerste is het uitsluiten van de meest controversiële bedrijven, zoals wapen- en tabaksproducenten. De blootstelling aan controversiële sectoren is daardoor bijna nihil. De tweede is het toekennen van ESG-scores aan bedrijven op basis van interne en externe data. De derde, en mogelijk meest belangrijke, is engagement met bedrijven met verbeterpotentieel op het gebied van duurzaamheid.

“Engagement wordt altijd beoefend door de portfoliomanager zelf”, licht Jan Willem Berghuis toe. Hij is hoofd van het global small-capteam bij Kempen, dat wereldwijd belegt in small-caps. “Op het gebied van engagement kan een smallcapbelegger aantoonbaar het verschil maken. Zo kunnen wij regelmatig rechtstreeks praten met de top van bedrijven waarin wij beleggen. Voor veel largecapbeleggers blijft die deur gesloten.”

DUURZAME VERBETERINGEN

Ieder kwartaal overlegt het beleggingsteam van Berghuis met twee of drie bedrijven in de portefeuille over duurzame verbeteringen. In 2018 ging het gros van deze gesprekken over governance, maar ook milieu en sociaal kwamen aan bod. Bij de



Op het gebied van engagement kan een **small-capbelegger** aantoonbaar het verschil maken. Jan Willem Berghuis, hoofd van de Kempen small-cap strategieën, heeft voorbeelden te over.

Amerikaanse producent Kaiser Aluminum werd bijvoorbeeld met succes aangedrongen op meer transparantie over het energiegebruik. “Mede op basis van onze suggesties over doelen stellen voor en het meten van CO2-emmissies, heeft het bedrijf het eerste duurzame jaarverslag gepubliceerd. Op de website is nu een aparte sectie opgenomen over ESG-management”, zegt Berghuis.

GLOBAL SMALL-CAP-STRATEGIE

De duurzaamheidsrapportages van bedrijven waarin de global small-cap-strategie belegt, zijn

vaak minder uitvoerig dan bij multinationals. Hoewel circa 90% van de small-caps inmiddels een goed onderbouwde rating heeft bij Sustainalytics of MSCI ESG Research, slaan de scores de plank soms mis. Berghuis geeft als voorbeeld de Britse verzekeraar Beazley, specialist in polissen tegen cybercrime. “Beazley heeft een lage ESG-score bij MSCI, omdat het te weinig aandacht zou hebben voor de eigen cybersecurity. Het bedrijf vliegt echter experts in om bij klanten de IT veilig te stellen als die zijn getroffen door cybercriminaliteit. Je kunt ervan uitgaan dat zij dat onderdeel goed

voor elkaar hebben. Ik ben in gesprek met hun CFO om meer hierover te laten vermelden in het jaarverslag. Ook heeft Beazley het beleggingsbeleid verduurzaamd. Waarschijnlijk krijgt het bedrijf door deze veranderingen nu een hogere rating.” Berghuis: “Wij nemen als actieve belegger verantwoordelijkheid, door met behulp van engagement ook minder duurzame bedrijven duurzamer te maken. Het doel van onze inspanningen is om positieve verandering te bewerkstelligen bij deze bedrijven, en zo bij te dragen aan een steeds omvangrijker duurzaam beleggingsuniversum. Duurzaam gaat niet alleen over een bedrijf als First Solar, maar ook over een aluminiumproducent als Kaiser Aluminum”.



Jan Willem Berghuis, hoofd van de Kempen small-cap strategieën



Meer lezen over de bedrijven waarmee we de dialoog aangaan op het gebied van ESG? Zie ons Jaarverslag verantwoord beleggen.

LUXEMBURG WERKT AAN NIEUW IMAGO

ECOSYSTEEM SUPERRIJKEN WORDT CONTINU VERRIJKT

INDUSTRIE

Verscholen in de uitlopers van de Ardennen ligt een hertogdom dat met vereende krachten bezig is om een hubpositie te bouwen in de wereld van wealth management, private banking en assetmanagement.

TEKST STEPHEN EVANS

De afgelopen tien jaar waren uitdagend voor Luxemburg: de financiële crisis maakte een einde aan zijn fiscale geheimen; kostbare wet- en regelgeving volgde en het businessmodel van het groothertogdom werd uitgedaagd. Anno 2019 blijkt dat de financiële sector zijn kracht heeft bewezen: Luxemburg heeft meer te bieden dan een bankgeheim. Het greep de aangescherpte Europese toezichtregels aan om zich juist af te keren van de paar honderdduizend klanten – archetype ‘Belgische tandarts’ die zwart geld probeerde te verdoezelen – en over te stappen naar een substantieel rijkere clientèle die meer hoogwaardige diensten vraagt.

Nieuwe klanten

Zij vragen om planning, zowel voor hun investeringen als voor hun (erf) opvolging. Deze klanten leven in een wereld van bedrijven in meer-

dere landen, van in het buitenland studerende kinderen, van meerdere vakantiehuizen en een jacht dat afgemeerd is in de Middellandse Zee. Het zijn veelsoortige belangen die intelligent management verlangen omwille van maximale efficiëntie en minimale belastingdruk.

Luxemburg kent een uniek grensoverschrijdend ecosysteem, gebaseerd op een veeltalige beroepsbevolking en zakelijke en financiële dienstverlening die de wereldbol omspant. Het groothertogdom gaf het bankgeheim op, maar de niet-belasting gerelateerde geheimen worden nog altijd met fluwelen handschoenen bewaard.

Het resultaat is dat Luxemburg een van de leidende centra voor wealth management in de wereld is. In de private banking-sector werken 6300 mensen – een vijfde van de totale financiële industrie. Door de opheffing van het bankgeheim is het beheerde vermogen in de drie jaar tot 2017 fractioneel gestegen, tot €363 mrd, maar volgens cijfers van de Luxembourg Bankers Association Private Banking Group werkt

de focus op (Ultra) High Net Worth Individuals goed: sinds 2017 wordt de helft van alle assets beheerd voor klanten die meer dan €20 mln aan vermogen hebben.

Alternatieve beleggingen

Zelfstandige vermogensbeheerders kunnen erover meepraten: een vergunning aanvragen in het kader van de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), is een uitdaging. Veel aanbieders van alternatieve beleggingen registreren zich nu in Duitsland, Frankrijk en Nederland, maar Luxemburg stoomt als nummer 4 op. Toen AIFMD in 2013 werd gelanceerd, was

PROACTIEF LUXEMBURG IS VERLIES BANKGEHEIM TE BOVEN



GROOTHERTOGDOM LUXEMBURG MIKT OP FINTECHS. FOTO: HOLLANSE HOOGTE

het groothertogdom de spreekwoordelijke dwerg in dat krachtenveld; nu is het de vestigingsplaats van alternatieve fondsen met ruim €700 mrd aan beheerd vermogen. Voor Ucits-geregistreerde fondsen is het, na de VS, de grootste vestigingsplaats ter wereld met een beheerd vermogen van €4350 mrd eind maart. Het groothertogdom is bezig zich te specialiseren in private equity, vastgoed en private debt. Driekwart van alle private-equitypartijen is geregistreerd of actief in Luxemburg.

In 2016, toen de sector klaagde over de traagheid waarmee vergunningen werden verstrekt, reageerde Luxemburg met het Reserved Alternative Investment Fund (RAIF), dat voor een snellere afhandeling van de vergunningsaanvraag zorgt. Deze

maatregel was een succes: het aantal RAIF's verdubbelde in een jaar van bijna 248 tot 575.

Tegelijkertijd is er een structurele uitdaging: er is te weinig aanwezigheid van het frontoffice, zoals portfoliomanagers en beleggingsstrategen. Daarentegen floreren de activiteiten van back- en midoffice, zoals risicomangement. De aanwezigheid hiervan zorgt schoorvoetend voor toenemende belangstelling van frontofficeactiviteiten. Met een groeiverwachting voor alternatieve fondsen van 50% in de komende vijf jaar wordt verwacht dat Luxemburg daarvan een substantieel deel voor zijn rekening neemt.

Naast private banking, family offices en alternatives heeft Luxemburg fintech-start-ups tot een speer-

punt benoemd. De analyse is gemaakt dat blockchain, robo-advies en het gebruik van kunstmatige intelligentie een antwoord zijn op de veranderende levensstijl en gedrag van klanten. Toch denkt men in het wealth management dat rijke klanten meer gericht zijn op persoonlijk contact. Daarin kan technologie een vitale rol spelen, bijvoorbeeld met op maat gesneden informatie.

Jonge ondernemers

Luxemburgse beleidsmakers en financiële experts denken dat de efficiëncywinst die met technologische innovatie gepaard gaat, vooral het belang van de back- en midoffice zichtbaar maken. De nationale strategie van het groothertogdom is er daarom op gericht om jonge entrepreneurs te ondersteunen met incubators, gemeenschappelijke werkruimtes en andere hulpprogramma's.

Opvallend bij de strategie voor start-ups is de rol van de toezichthouder in het ecosysteem van Luxemburg. Die handelt proactief om ervoor te zorgen dat nieuwe oplossingen tot nieuwe producten kunnen leiden en door te zorgen dat ze tijdig zijn ingebed in de wet- en regelgeving.

De belangrijkste toezichthouder van het land, CSSF, volgt een beleid van 'autoriseren en reguleren'. De toezichthouder was de eerste die een officieel standpunt innam over virtuele munten. Het effect daarvan is dat CSSF wordt gezien als een pionier onder de toezichthouders – een imago waarvan Luxemburg als vestigingsplaats sterk profiteert. ■

STEPHEN EVANS IS JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT IN LUXEMBURG. OP VERZOEK VAN FONDSNIEUWS SCHREEF HIJ EEN DRIELIJK OVER LUXEMBURG ALS HUB VOOR DE FINANCIËLE SECTOR.

FONDSTIPS: VEEL OUTPERFORMERS

TUSSENSTAND VAN EIND VORIG JAAR GETIPT BELEGGENSFONDSEN

RENDEMENT

Veel van de beleggingsfondsen die door gatekeepers werden getipt voor 2019 versloegen in de eerste vier maanden van dit jaar de benchmark.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Acht van de tien getipte, actieve beleggingsfondsen presteren dit jaar beter dan hun benchmark. Van de twee etf's kan dat per definitie niet verwacht worden. Deze werden uitgelicht om andere redenen.

Ralph Engelchor van Van Lanschot Kempen behaalt een maximale 'score' van drie uit drie. Het Harris Global Equities fonds kent volgens hem een krachtig herstel in de eerste maanden van 2019 nadat de portefeuille in het vierde kwartaal 'wat klappen' kreeg. Dit had alles te maken met de cyclische positionering van de portefeuille in onder meer autonomen en financials.

Het Concentrated US Equities fonds van Alliance Bernstein blijft onverminderd sterk presteren. 'Drie namen in de portefeuille, Celgene en Ulta Beauty en FB, vallen extra op met rendementen van respectievelijk +50%, +40% en +45% in de eerste vier maanden van 2019.'

Ook de derde tip van Engelchor, een opkomendemarktenaandelenfonds van T. Rowe Price, behaalt een duidelijke outperformance.

Martin Stolker van ABN Amro tipt twee aandelenfondsen, omdat 'aandelenrendementen in de regel aantrekkelijk blijven in de gevorder-

Tussenstand fondstips 2019

Rendement tot en met april

		In %	
Van Lanschot	Harris Global Equity	23,6	
	AB Concentrated US Equities	29,0	
	T. Rowe Price Global Emerging Markets	18,9	
ING	NN Emerging Markets Debt Opportunities fund	5,4	
	iShares China Large Cap UCITS	14,8	
	JPMorgan Funds - US Value Fund	18,0	
ABN Amro	Janus Henderson Global Sustainable Equity	26,1	
	UBS ETF MSCI USA Socially Responsible	18,8	
	Neuberger Berman Emerging Markets - HC	6,1	
InsingerGilissen	Robeco US Large Cap	16,6	
	Stewart Investors Asia Pacific Leaders Fund	6,7	
	Aegon European ABS Fund	0,7	

Graphic: Paul Mouwes

de fase van de economische cyclus waarin wij ons bevinden'. Zijn Janus Henderson Global Sustainable Equity fonds staat na vier maanden op +26,1% tegen 18,8% voor de MSCI World wat voor ongeveer de helft te danken is aan de sectorallocatie. 'Dit komt vooral door de sector technologie, waarin de beheerder een positie van bijna 38% heeft.'

Het JPMorgan US Value Fund van Simon Wiersma van ING behaalt een outperformance van ruim een procentpunt. Dat stemt hem tevreden, al blijft het fonds dit jaar nog wel achter bij de bredere Amerikaanse aandelenmarkt.

De twee actieve beheerde aandelenfondsen van InsingerGilissen's Paul Linssen weten de markt dit jaar vooralsnog niet te verslaan. Wat betreft het waardeandelenfonds van

Robeco scheelt dat niet veel. 'Het fonds heeft onder meer tegenwind van zijn beleggingen in Amerikaanse zorgverleners waarvan de koersen onder druk staan als gevolg van het voorstel van senator Bernie Sanders voor een publieke ziektekostenverzekering in de VS en het voorstel van het Witte Huis om iets te doen aan hoge geneesmiddelenprijzen', aldus Linssen.

De achterstand die het Stewart Investors Asia Pacific Leaders Fund heeft opgelopen ten opzichte van de benchmark is een stuk groter: 6,73% tegen 15,9%. Dit fonds, dat belegt in grote en middelgrote ondernemingen, wist vorig jaar de schade juist nog flink te beperken. Wie toen al in het fonds participeerde, is volgens Linssen per saldo nog steeds beter af. ■

ROLF STOUT: 'EIGENLIJK HAD IK IN 2008 WILLEN STOPPEN'

BELEGGINGSFONDSEN

Na dertig jaar scheiden de wegen van beleggingsfonds Obam en Rolf Stout zich definitief. De voormalige alphananager neemt afscheid, als rvc-lid, op zijn laatste aandeelhoudersvergadering bij Obam.

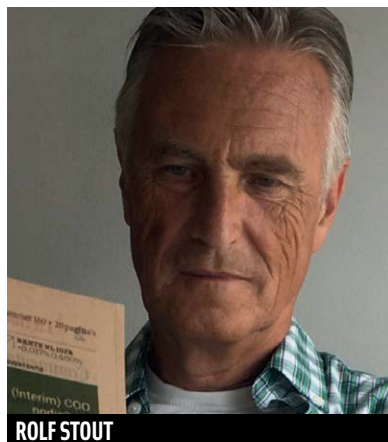
TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Ik had me altijd voorgenomen om te stoppen op mijn zestigste, om dan meer tijd met mijn gezin door te brengen en de dingen te doen waar ik nooit aan toekwam. Maar toen stortte de boel in elkaar', vertelt Stout aan Fondsnieuws. Hij verwijst naar de beurscrash in 2008. 'Op zo'n moment kun je niet opstappen, zo steek ik niet in elkaar. Je bent dag en nacht bezig met het fonds en het ging om veel geld.'

Als fondsmanager had hij bovendien al verscheidene crashes meemaakt, waar Obam telkens sterker uit was gekomen. Maar niet deze keer. Zijn wereldaandelenfonds liep dermate zware averij op, dat het nog vele jaren zou duren om daar helemaal van te herstellen.

Die tijd gunde hij zichzelf niet. Hoewel zijn werkgever BNP Paribas Asset Management vertrouwen in hem hield, nam hij zelf het besluit om er een punt achter te zetten, toen het stof in 2010 enigszins neergedaald was.

Dat besluit viel hem zwaar, zegt hij, ook omdat zijn reputatie als superbelegger was geknakt. 'Maar het



was mooi geweest. Laat ik stoppen voordat er een nieuwe storm opsteekt.'

Beheerd vermogen van € 6 mrd

Stout nam in 1989 het beheer over Obam over. Mede dankzij een consistente outperformance groeide de omvang van het fonds van 330 miljoen gulden naar – op het hoogtepunt – bijna €6 mrd. Daarna ging het bergafwaarts. 'Als alles meezit, is fondsmanager het mooiste beroep dat er is. Gaat het slecht, dan is het het ergste', zo vat hij kort samen.

Na zijn vertrek als fondsmanager volgt een 'afkoelingsperiode' van een jaar, waarna Stout terugkeert in de raad van commissarissen van Obam. In die rol houdt hij genoeg

tijd over voor leuke dingen, zoals onlangs nog het maken van fietstocht door Oostenrijk met zijn vrouw – op een e-bike welteverstaan.

Beleggen bleef een passie

De meeste tijd gaat echter op aan beleggen, ook nu nog, zegt hij na afloop van de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van Obam. 'Het was voor mij een way of life.' Hij zegt een portefeuille te bezitten met groei- en dividend aandelen uit ontwikkelde én opkomende markten, soms met een kleinere marktkapitalisatie omdat hij zich dat rustig kan veroorloven.

'Dat is een van de dingen die Obam nu goed doet, door alleen te beleggen in zeer liquide aandelen', hintend op een van de redenen waarom de performance van Obam in 2008 achterbleef bij de gekozen benchmark.

Na twee termijnen als commissaris heeft Stout zich niet meer beschikbaar gesteld voor herbenoeming. Na dertig jaar is het nu dus echt voorbij. President-commissaris Rijnhard van Tets bedankte hem tijdens de aandeelhoudersvergadering voor zijn inzet, waarna alle aanwezigen applausseerden. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE OPLOSSINGEN VOOR DE MONDIALE SCHULDENBERG

AFBOUW, MEER ECONOMISCHE GROEI OF EXTRA INFLATIE

ESSAY

Na twee eerdere essays over het ontstaan en de gevolgen van de schuldenberg, gaat Han Dieperink nu in op de mogelijke oplossingen.

TEKST HAN DIEPERINK

Als er een eenvoudige oplossing bestond voor de schuldenberg was die er al geweest. De totale omvang van de schuld is slechts een getal, het gaat om de schuld ten opzichte van de omvang van de economie. Meer schuld leidt tot een bepaald niveau tot meer groei. Uiteindelijk wordt de last onhoudbaar. Vanaf dat punt zijn er drie opties: de schuld omlaag brengen, meer economische groei of meer inflatie.

Schuldreductie

Als de schuld te hoog is in verhouding tot het inkomen, zullen financiële markten die niet meer financieren. Dat punt is niet te bepalen. In een stabiele omgeving is meer schuld geen probleem. Een klein incident kan echter grote gevolgen hebben. Er zijn parallellen te trekken met de chaostheorie. Een klein incident kan al leiden tot turbulentie en chaos, kenmerkend voor de overgang naar een volgende fase. Grafisch wordt zo'n overgang fraai weergegeven door de fractals van Benoit Mandelbrot. Stabiliteit

leidt tot instabiliteit of zoals Hyman Minsky stelt: robuustheid leidt tot fragiliteit.

Menselijk gedrag versterkt de effecten. Waar mensen eerst overdreven risico's nemen, durft men geen risico meer te nemen. Zodra de schuld te hoog is, stopt de financiering acuut. Een schulden crisis is eigenlijk een liquiditeitscrisis. Niet de schuld zelf, maar problemen rond de herfinanciering zorgen voor de crisis. Schuldreductie door een faillissement blijft de voorkeursoplossing voor de financiële markten. Politiek blijkt dit keer op keer onhaalbaar. Door een beleid van pappen en nathouden (extend en pretend) ontstaat een neerwaartse spiraal, waar rente en aflossing de economische groei drukken. Schulden groeien harder dan de economie.

EEN KLEIN INCIDENT KAN LEIDEN TOT TURBULENTIE EN CHAOS

Huishoudens en bedrijven stellen hun consumptie en investeringen uit. Deflatie is het gevolg. Het probleem wordt dan alleen maar groter. Door deflatie stijgt de reële rente, maar de schuld moet nominaal worden afgelost. Zelfs met de rente op nul kan er sprake zijn van een positieve reële rente, wat in Japan zorgde voor twee verloren decennia.

Reflatie en economische groei

Als schulden afboeken geen optie is en een schulden-deflatiespiraal voorkomen moet worden, is reflatie een beproefd middel. Dit is een fenomeen waar de korte en lange rente structureel onder de nominale groeivoet liggen van de economie. De economie groeit dan sterker dan de schulden. Dit wordt ook wel financiële repressie genoemd, omdat de eigenaren van kapitaal opdraaien voor de hoge schulden van anderen. Het is een beproefd middel dat ten koste gaat van obligatiehouders en spaarders. Tussen 1900 en 1920 verloor een Amerikaanse belegger in treasuries zo de helft van zijn koopkracht, tussen 1945 en begin jaren tachtig zelfs twee derde.

Reflatie is al wat langer het beleid in de VS, en door de lage economische groei pas enkele jaren in de eu-

rozone en Japan. Gelet op de omvang van de schuld zijn er nog vele jaren reflatie nodig om tot een acceptabel schuldenniveau te komen. Dat hangt ook af van het groeipotentieel. Na de Tweede Wereldoorlog was het dankzij het Wirtschaftswunder mogelijk om de economie sterk te laten groeien. Nu lijkt er minder potentieel, al kan de productiviteit juist tegen het einde van de IT-revolutie meevallen.

Bezuinigen en fiscaal beleid

Voordat het reflatiebeleid in Europa werd ingevoerd, probeerden overheden de schulden crisis op te lossen met bezuinigingen en belastingmaatregelen. In theorie is dat mogelijk, maar dergelijke maatregelen hebben een negatief effect op de economie. In de eurozone was Duitsland erop gebrand dat iedereen voldeed aan het verdrag van Maastricht. Duitsland heeft in de jaren twintig van de vorige

eeuw ervaren hoe een schuldenprobleem uit de hand kan lopen. Deze maatregelen legden een essentieel cultuurverschil binnen de Europese Unie bloot. Waar noordelingen leven om te werken, werken de mensen in het zuiden om te leven.

Hyperinflatie

De verleiding is nog steeds groot om de inflatie harder op te laten lopen om schulden beheersbaar te houden. Het is eigenlijk vreemd dat het streven naar prijsstabiliteit uitmondt in een doelstelling van 2% inflatie in plaats van 0%. Een niveau van 2% wordt gezien als smeermiddel voor de economie. Iedereen is blij met 2% meer loon, maar met 2% inflatie is dat een koekje van eigen deeg.

Toch blijkt het door de IT-revolutie en globalisering lastig om zelfs het niveau van 2% te halen. Mede daardoor groeit de laatste tijd in de VS in

Democratische kringen de populariteit van de Moderne Monetaire Theorie (MMT).

In de kern kan de overheid volgens deze theorie zoveel uitgeven als ze doelen heeft. Er is geen onafhankelijke centrale bank. Monetair beleid wordt fiscaal beleid. Gelet op de lange lijst met politieke wensen wordt de geldkraan fors opengezet.

Na het onconventionele monetaire beleid lijkt dat niet meer dan een volgende stap. Als de inflatie te hoog oploopt, kan dat volgens MMT worden beheerst met meer belastingen. Na de Song-dynastie, de Weimarrepubliek, het Zimbabwe van Robert Mugabe en de ontwikkelingen in Venezuela hoopt men dat de Amerikaanse overheid wel over voldoende discipline beschikt. ■

HAN DIEPERINK IS VOORMALIG CIO VAN DE RABOBANK EN ONAFHANKELIJK BELEGGER.



CENTRALE BANKIERS ZOALS MARIO DRAGHI HEBBEN EEN STEEDS GROTERE INVLOED OP FINANCIËLE MARKTEN GEKREGEN. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

AEGON AM VERNIEUWT MET INVESTMENT SOLUTIONS TE KRACHTENBUNDELING ASSETMANAGEMENT EN FUDICIAIRE TAK

SCHAALVERGROTING

Aegon Asset Management heeft een Client Investment Solutions-team opgericht. Doel is de krachten van het assetmanagement en de fiduciaire tak te bundelen voor alle vraagstukken op gebied van assetallocatie.

TEKST YVONNE SCHREUDER

Dit zegt Gerard Moerman, Chief Investment Solutions Officer bij Aegon Asset Management. 'We hebben alle mensen met een "investment solutions"-achtergrond in één team samengebracht. Dit nieuwe team is gericht op kennisdeling en onafhankelijk advies aan pensioenfondsen, verzekeraars en charitatieve instellingen.'

Hiermee sluit Aegon AM aan bij een brede trend van integratie en schaalvergroting waarvan op dit moment in de assetmanagementwereld sprake is. Eerder gingen ook Achmea, Van Lanschot Kempen en BlackRock tot dergelijke stappen over, met het doel de slagkracht van hun organisatie te versterken.

Europees team

Het nieuwe team wordt gevormd door het Investment Solutions Center van Aegon AM in Den Haag, Investment Strategy van TKP Investments (TKPI) en twee nieuw aan



NIEUWE TEAM RICHTZICH OP ADVIES AAN ONDER MEER PENSIOENFONDSEN.

te trekken medewerkers bij Kames Capital in Edinburgh. Sinds dit jaar vallen de drie locaties onder één Europese board. Op volle sterkte telt het team van Moerman twintig beleggingsconsultants: twaalf in Groningen, vijf in Den Haag en twee in Edinburgh.

De vraag of de samenvoeging van de teams iets zegt over de toekomst van de labels van Aegon AM, laat Moerman onbeantwoord: 'Iedereen weet dat Aegon AM, TKPI en Kames sinds 2019 onder dezelfde juridische

entiteit vallen. In dat licht is het ook logisch dat er op verschillende vlakken efficiëntie gezocht wordt.'

Alternatieven voor lage rente

Een van de onderscheidende kenmerken van Aegon AM is volgens Moerman de expertise op het gebied van alternative fixed income: 'Dit is de belangrijkste trend die ik nu zie. In de lagerenteomgeving die nu al ruim vier jaar duurt, is deze beleggingscategorie erg relevant. En de markt bevestigt dit, want het wordt een steeds

ONAFHANKELIJK CLIENT AM PAST IN SECTORTREND NAAR INTEGRATIE

groter onderdeel van de strategische assetallocatie van institutionele beleggers.'

De combinatie van marktkennis en de expertise van een assetmanager maakt volgens Moerman het verschil: 'Zodra zich een assetallocatievraagstuk aandient, komen wij aan tafel als onafhankelijk adviseur. We belichten een beleggingsoplossing dan vanuit verschillende perspectieven. Hoe ga je om met illiquide beleggingen en wat kun je verwachten in termen van risico-rendementsprofiel?'

Groeiambities

Een van de groeiambities waar het nieuwe team deze expertise voor in wil zetten is de Europese verzekeringsmarkt. Volgens Moerman zijn ze dat ook aan hun stand verplicht: 'Wilten wij ons team naar een Europees niveau tillen, dan moeten we onze verzekeringsoplossingen uitbouwen. Het zit in ons DNA en vanuit onze ervaring met de "general account" (de aanduiding voor alle Aegon-bedrijven wereldwijd) weten we hoe een grote verzekeraar denkt en wat die nodig heeft.'

Het is bovendien een markt met veel groeipotentieel. In tegenstelling tot de relatief kleine Nederlandse verzekeringsmarkt, bieden andere Europese landen grote mogelijkheden. Moerman werkte van 2016 tot en met augustus 2018 voor het Franse La

Banque Postale Asset Management, waarin Aegon AM een belang van 25% heeft. Hij legt uit dat verzekeraars hier juist de grotere asset-owners zijn: 'De pensioensector is hier veel kleiner en de structuur is heel anders. Fransen sparen minder via hun pensioen en moeten meer zelf sparen. Dat doen ze vaak via een verzekeraar.'

Fiduciaire dienstverlening

Op Nederlandse bodem wordt de fiduciaire dienstverlening van oudsher vanuit Groningen aangeboden. TKPI beheert ruim €26 mrd (ultimo 2018) en is ontstaan vanuit twee pensioenfondsen: TPG en KPN Pensioen.

Eind vorig jaar werd bekend dat een van de founding fathers – PostNL, voortgekomen uit TPG – voor een andere fiduciair manager heeft



GERARD MOERMAN

AUM PER 31-12-2018
Aegon Investment Management
€ 71,4 mrd

TKP Investments
€ 26,2 mrd

Kames Capital
€ 41,4 mrd

Totaal Aegon Asset Management
Europe
€ 139,1 mrd

gekozen. TKPI ziet hiermee zijn op-een-na-grootste klant met ongeveer €8,5 mrd onder beheer vertrekken naar Kempen.

'Pensioenfondsen PostNL heeft inderdaad een overstap gemaakt. Maar dit is een van onze tien fiduciaire klanten en de fiduciaire markt is volop in beweging. Ik kan niet in detail treden, maar het is wel duidelijk dat een aantal partijen de beweging naar een fiduciaire manager maakt of op zoek is. Wij zien zeker kansen in de markt. Daarnaast zijn we de fiduciair manager van het Algemeen Pensioenfonds Stap, marktleider op de APF-markt en dat willen we verder uitbouwen', vertelt Moerman. ■

YVONNE SCHREUDER IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

KLIMAATRISICO BLIJFT ONDERGESCHOVEN KIND

HELFT WERELDWIJDE BEDRIJFSWINSTEN IS IN GEVAAR

AANDELEN

Actieve beleggers kunnen het klimaatrisico van hun portefeuille verkleinen door rekening te houden met de milieu-impact van bedrijven. Die impact verschilt sterk per sector, en is het grootst in opkomende markten.

TEKST TIJBBE HOEKSTRA

Sommige bedrijven leveren een positieve nettobijdrage aan de maatschappij, maar voor de meeste geldt het omgekeerde. De sociale- en milieu-impact van bedrijven is volgens Andrew Howard, hoofd sustainability research bij Schroders, nog nauwelijks ingeprijsd door de financiële markten.

Schroders heeft een model ontwikkeld om die impact te berekenen. Howard: 'We vermenigvuldigen het aantal ton CO₂-uitstoot waarvoor een bedrijf verantwoordelijk is met \$80, volgens wetenschappers de sociale- en milieukosten van een ton CO₂-uitstoot (veel meer dan nu gemiddeld wordt betaald voor CO₂-certificaten). Zo kom je op een bedrag uit voor de negatieve sociale- en milieu-impact van een bedrijf.'

Social benefits

Aan de andere kant van de berekening staan de 'social benefits' die een bedrijf levert. 'Dan moet je denken

aan belastingen en salarissen, en aan het nut dat een bedrijf voor de maatschappij heeft.'

In die laatste categorie scoren vooral water- en farmaceutische bedrijven hoog, wat de hoge 'social impact'-score van de twee sectoren verklaart. Howard geeft een voorbeeld: 'Bayer heeft goed geld verdiend aan de ontwikkeling van paracetamol, maar het nut voor de maatschappij van dat medicijn is, in geld uitgedrukt, nog eens meer dan twee keer zo groot.'

Negatieve impact

In totaal is de sociale- en milieu-impact van wereldwijde beursgenoteerde bedrijven volgens de berekeningen van Schroders negatief. Howard: 'Gemiddeld komt de netto-impact uit op 6% van de omzet. Een gemiddeld bedrijf heeft een winstmarge van iets meer dan 10%. Dat betekent dat ruim de helft van de wereldwijde bedrijfswinsten in gevaar komt als bedrijven zelf moeten gaan betalen voor de sociale- en milieuschade die ze veroorzaken.'

De aandelenmarkten hebben dit scenario volgens Howard verre van

ingeprijsd. 'In een scenario van twee graden opwarming kunnen aandelen wereldwijd hierdoor zo'n 15% dalen', schat hij.

Dat risico is niet gelijkelijk verdeeld over de wereld, stelt Howard. 'Bedrijven die actief zijn in landen waar verantwoordelijk gedrag min of meer de norm is, zijn het best voorbereid op de toekomst.'

Ontwikkelde aandelenmarkten als Zwitserland, met al zijn farmaceutische bedrijven, en de VS springen er het gunstigst uit, terwijl beleggers in opkomende economieën met veel vervuilende bedrijven die er lage sociale- en milieustandaarden op nahouden, zoals Rusland, Indonesië en Brazilië, het meeste

SCENARIO-ANALYSE WORDT VERPLICHT HUISWERK

risico lopen. Howard: 'Een onderneming met een negatieve sociale- en milieu-impact kan te maken krijgen met een toezichthouder die je onder het vergrootglas legt, met druk om salarissen te verhogen of met consumenten die je producten niet meer kopen.'

Systeemrisico

Door zich blind te staren op individuele aandelenrisico's houden beleggers onvoldoende rekening met systeemrisico's die het gevolg zijn van klimaatverandering, vindt Willemin Verdegaal, co-head Climate & ESG Solutions bij investment consultant Ortec Finance.

'Uiteindelijk wordt 80% van het rendement van beleggers bepaald door strategische keuzes. Op implementatie kun je maar beperkt risi-

co's managen. Een passieve belegger interesseert het geen klap of bedrijf B sterker wordt getroffen door klimaatverandering dan bedrijf A', aldus Verdegaal.

Daarom is het belangrijk dat beleggers hun tijd besteden aan het maken van scenarioanalyses. Verdegaal: 'Als er een ordelijke energietransitie komt, waarbij de opwarming van de aarde beperkt blijft tot 1,5-2 graden is de netto-impact positief op de economie, omdat er veel extra geïnvesteerd wordt in klimaatmaatregelen. Dat stimuleert de vraag en de werkgelegenheid.' In zo'n scenario verliezen vooral exporteurs van fossiele brandstoffen, die getroffen worden door een dalende vraag naar hun producten en hogere kosten door bijvoorbeeld CO₂-heffingen.

Dat netto-positieve beeld verandert als er sprake is van een wanordelijke transitie waarbij de doelstellingen uit het klimaatakkoord niet worden gehaald. Verdegaal: 'De kans daarop neemt elke dag toe doordat er in de meeste landen onvoldoende klimaatmaatregelen worden getroffen.'

Volgens Verdegaal krijgen we in een scenario van een wanordelijke transitie op een gegeven moment te maken met verlies van vertrouwen. 'Dan gaat iedereen in paniek aandelen verkopen en dalen beurzen wereldwijd. Uit oogpunt van klimaatrisicomanagement is het goed te beseffen dat aandelen doorgaans het heftigst reageren op systeemshokken.' ■

TJIBBE HOEKSTRA IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



VERVUILENDE BEDRIJVEN LIGGEN STEEDS MEER ONDER EEN VERGROOTGLAS BIJ BELEGGER, MAAR IS HET GENOEG? FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

HET GEHEIM VAN SUCCESVOL ENGAGEMENT



Hoe zorg je er nu voor dat duurzame beleggingen ook echt impact hebben? En hoe **meet je die impact** dan?

Engagement is volgens Vicki Bakhshi, ESG specialist bij BMO Global Asset Management, het belangrijkste instrument voor een actieve belegger om duurzamer beleid af te dwingen. Succesvol engagement met een bedrijf moet aan vier voorwaarden voldoen, betoogt ze.

1. Laat zien dat het werkt:

'Je moet kunnen aantonen op welke manier duurzamer beleid op lange termijn de prestaties van het bedrijf verbetert. Focus daarbij op één of twee van de meest relevante ESG issues voor dat bedrijf. Dat is volgens ons effectiever dan alles tegelijk willen aanpakken.'

2. Weet wie je moet bellen:

'Toegang tot de juiste mensen is heel belangrijk. Dan heb ik het niet alleen over de raad van bestuur met wie je strategische vraagstukken bespreekt, maar ook over personeel op de werkvloer waarmee je het kunt hebben over de operationele details.



Vicki Bakhshi, ESG specialist bij BMO Global Asset Management

3. Wees duidelijk:

Geef helder aan wat je van een bedrijf verwacht. Het kan daarbij helpen om voorbeelden te geven van dingen die vergelijkbare bedrijven hebben gedaan om duurzamer te worden. We wilden bijvoorbeeld dat de Indonesische bank Mandiri, die palmolieplantages financiert, meer zou doen om palmolieproductie duurzamer te maken. We hebben ze toen onder andere heel concreet gevraagd een zero-tolerance beleid voor ontbossing in te voeren.

4. Wees bereid tot actie:

Geef duidelijk aan dat het consequenties heeft als een bedrijf onvoldoende actiebereidheid toont, en wees

niet bang samen te werken met andere beleggers om je doel te bereiken.

KOPPELING MET SDG'S

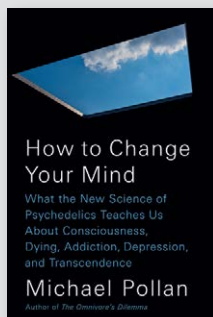
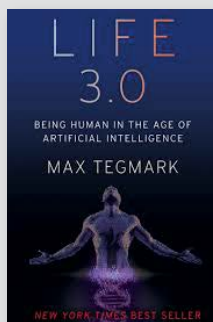
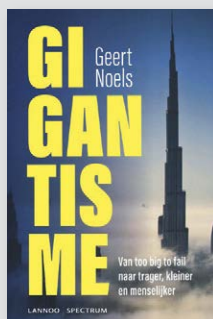
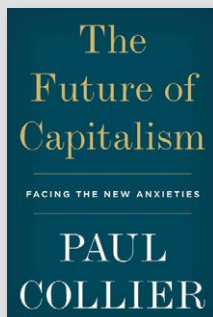
Maar hoe meet je vervolgens de duurzaamheidsimpact van engagement? 'We proberen dat op een systematische manier te doen met behulp van de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de Verenigde Naties. Dat zijn 17 doelen om de wereld duurzamer en eerlijker te maken, opgesplitst in 169 sub-doelen. Voor elk engagement dat we aangaan met een bedrijf, kijken we of we dat aan één of meer van die doelen kunnen koppelen. Vervolgens slaan we die informatie op in een database', legt Bakhshi uit. 'Die methodologie staat ook aan de basis van ons nieuwste ESG-fonds: het BMO SDG Engagement Global Equity Fund. Dit fonds belegt in 40-60 bedrijven die via intensief engagement een grotere bijdrage aan de sdg's kunnen leveren.' Voor zijn ESG-fondsen is BMO GAM ook bezig een verband te leggen tussen de omzet van een bedrijf en de sdg's. 'Zo krijgen we een heat map waarop we kunnen zien op welke doelen onze beleggingen de meeste impact hebben. Op dit moment hebben we zulke heat maps alleen nog voor ons wereldwijde ESG-fonds en voor ons duurzame EM-fonds, maar we zijn van plan dit breder uit te rollen. 📊'

Boeken voor het Fondsevent

BOEKEN

Het is een van de beste boeken die Bill Gates dit jaar gelezen heeft: *The Future of Capitalism: Facing the New Anxieties* van Paul Collier. Gates, bekend als oprichter van Microsoft en weldoener, is een verwoed lezer. Over *The Future of Capitalism* schrijft hij dat als je naar de groei van het bbp kijkt of de levensverwachting dat het de mensheid goed gaat. Toch is het systeem in crisis. Je ziet dat op het niveau van grote steden versus kleine, worstelende gemeenschappen, van sociale klassen en landen die goed boeren, tegenover groepen en landen die uit elkaar vallen. Oorzaak: het kapitalisme is niet meer inclusief. Het kent winnaars, maar vooral verliezers. Collier pleit daarom voor wederkerige verplichtingen en ziet daarvoor ingangen op het niveau van de wereldgemeenschap, de natiestaat, het bedrijf en de familie. Inspelend op deze actualiteit is 'De toekomst van het kapitalisme' het thema van de 12de editie van het Fondsevent, dat op 30 september plaatsvindt. Er is sprake van groeiend populisme, geëtaleerd door brexit, Trump, en de uitslag van de Europese verkiezingen. Ze onderstrepen de woede over de toenemende kans- en inkomensongelijkheid, over de negatieve bijeffecten van het centralebankbeleid en het machtsmisbruik door leden van de bestuurselite. Het Fondsevent zal in het plenair programma deze stelselcrisis belichten.

In de break-outs van de negen deelnemende assetmanagers wordt vooral ingegaan op de kansen en de risico's die deze crisis beleggers bieden. Het spits wordt afgebeten door de Belgische econoom Geert Noels, die in zijn boek *Gigantisme* stelt dat het kapitalisme zich niet aan zijn eigen regels houdt, waardoor zowel bedrijven als overheden te groot zijn geworden. Noels houdt een pleidooi voor een betere



wereld, waarvan volgens hem sprake zou zijn als veel dingen kleiner zouden zijn: kleinschaligheid zorgt voor meer weerbaarheid.

Dirk Schoenmaker, professor Banking & Finance aan de Erasmus Universiteit, pleit voor een nieuwe visie op waarde. 'De moderne portfoliomethode verliest zich in diversificatie en maakt louter een financiële afweging tussen rendement en risico. Beide hinderen ons echt duurzaam te beleggen', zegt Schoenmaker. Hij pleit voor een herbezinning op de beleggingsuitgangspunten. 'We bieden een nieuwe manier van denken: een die teruggrijpt naar de reële economie, waar we als beleggers vreemd van zijn geraakt.' Mogelijk leesvoer ter voorbereiding: *The Value of Everything* van Mariana Mazzucato.

Dan volgt een debat over de vraag of kunstmatige intelligentie een zegen of een vloek is voor het kapitalisme. Leidt die tot een inclusieve of exclusieve samenleving? Robert Went van de WRR en technologie-expert Marleen Stikker kruisen de degen. Vitaminen voor de geest: *Life 3.0, Being Human in the Age of Artificial Intelligence* van Max Tegmark, een favoriet boek van Barack Obama.

Ook gaan we in op het brein. Hoe werkt het en hoe houd je als menselijke tred met het feit dat we van een 'tijdperk van veranderingen naar een verandering van tijdperk' gaan. Dat doen we met filosoof en cabaretier Paul Smit. Leestip: *How to Change your Mind* van Michael Pollan.

Tot slot, de keynote waarmee we het Fondsevent in de middag afsluiten houdt u van ons tegoed. Maar u mag op vuurwerk rekenen. Schrijf u daarom in voor het Fondsevent, het grootste kennis- en netwerkvent van de sector — ook zonder lezing van al die opgelepelde boeken bent u natuurlijk van harte welkom! ■

'OOK VOOR EEN ACTIEF HUIS GAAT HET COLLECTIEF ALTIJD BOVEN HET INDIVIDU'

ACTIEF MANAGEMENT

Jupiter Asset Management, sinds kort actief in Nederland, kende een roerige tijd. Nu Andrew Formica de leiding heeft, heeft het de wind in de zeilen. Hij zorgde voor stermanagers en een focus op de bedrijfscultuur.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

De man die binnenkomt straalt energie uit. Snel le passen, klein van stuk, open gezicht. Maar als je naar hem luistert, dan kom je tot de conclusie dat het klopt wat media over hem schrijven: Andrew Formica legt zijn kaarten pas op tafel als het moment daar is.

Sinds kort zwaait de 48-jarige, als obligatiebelegger begonnen Australiër de scepter bij Jupiter AM. Zijn komst naar deze in Londen gevestigde actieve manager is een signaal op zich. Hij staat namelijk te boek als een dealmaker. De kredietcrisis van 2007-2008 greep hij aan om met een agressieve acquisitiestrategie het beheerde vermogen van Henderson, waaraan hij op dat moment leiding gaf, te verdubbelen tot £100 mrd.

De vraag is dan ook gerechtvaardigd of Jupiter AM te koop staat. 'Nee, wij zijn een onafhankelijke, actieve manager en hopen dat ook te blijven', zegt Formica. 'Tegelijkertijd

zijn we een beursgenoteerd bedrijf, dus als iemand een openbaar bod doet, dan is dat zo. Maar wij zijn vooral gefocust op de klanten die ons hun geld hebben toevertrouwd ten behoeve van een veilige financiële toekomst.'

Opvolger van Slendebroek

Formica is Maarten Slendebroek opgevolgd, die eerder mede aan de basis stond van het succes van BlackRock in Nederland, namelijk toen hij het Philips Pensioenfonds als klant binnenhaalde. Slendebroek was stevig op weg om dat huzarenstukje bij Jupiter AM te herhalen. Hij vergrootte het speelveld van Jupiter van de

Britse retailmarkt naar continentaal Europa met de opzet van salesnetwerken in onder meer Duitsland en Italië. In 2018 opende ook een kantoor in Nederland onder leiding van de ervaren Paul van Olst.

Maar Slendebroek kreeg in 2018 een akelig jaar voor de kiezen, toen de beursnotering van Jupiter AM vanaf het all-time high in de lente van 2017 onderuitging, zelfs tot -50% vanaf de top. Reden: enkele belangrijke strategieën bleven achter bij hun peers. Dat raakte vooral de unconstrained obligatiestrategie, waarvan het beschikbare Dynamic Bond Fund onderdeel is. Deze strategie was op het hoogtepunt goed voor een beheerd vermogen van ruim €10 mrd.

Maar rond de zomer van 2018 werd het fonds gestraft voor zijn behoedzame strategie in vergelijking met zijn peers. Fondsbeheerder Ariel Bezael verklaarde in het najaar van 2018 nog nooit zo 'bearish' te zijn geweest over de markten, waarmee hij anticipeerde op de verwachting dat de rente zou gaan stijgen. Daarop trokken klanten hun geld terug en werd het huis door de forse

JUPITER AM KREEG IN 2018 EEN AKELIG JAAR VOOR DE KIEZEN

koersdaling op de korrel genomen door hedgefondsen. Toen Formica na zijn vertrek bij Janus Henderson beschikbaar kwam voor een nieuwe topfunctie, moest Slendebroek het veld ruimen.

Uitbouw distributienetwerk

Formica markeerde zijn komst met de aankoop van £800.000 aan aandelen in Jupiter AM, wat aangeeft dat hij ondubbelzinnig in de toekomst van de actieve manager gelooft. In zijn eerste interview sinds zijn aantreden zegt hij zich te concentreren op de uitbouw van het distributienetwerk in Europa en daarbuiten, en op de kerncompetenties van het huis, zoals Europese aandelen, obligaties en duurzaamheid. Op dat laatste onderwerp heeft Jupiter AM met Abbie Llewelyn-Waters een alphananager in huis. Een backtesting van haar wereldwijde duurzame aandelenportefeuille liet een uitzonderlijk goede outperformance zien.

De resultaten wil zij om compliance-redenen echter niet delen.

Formica laat er geen gras over groeien. In recordtijd heeft hij de samenstelling van zijn eerste elftal veranderd: de chief financial officer werd vervangen, evenals het hoofd wereldwijde distributie. Tegelijkertijd haalde hij bij de concurrentie stermanagers weg: Mark Nichols komt over van Columbia Threadneedle om de leiding te nemen over de in totaal bijna £8 mrd grote fondsen Jupiter European en Jupiter European Growth. Daarmee wordt verzekerd dat de fondsen, die tot dan beheerd werden door veteraan Alexander Darwall, in goede handen blijven.

Tevens verleide Formica Mark Heslop, die het Threadneedle European Smaller Companies Fund leidde en het in die rol substantieel beter heeft gedaan dan de Europese benchmark. Dit najaar brengt Jupiter AM zijn smallcap- en midcap-

BIO

Andrew Formica werd in maart 2019 benoemd als ceo van Jupiter AM. Hij heeft meer dan 25 jaar ervaring in de assetmanagementindustrie. Zijn vorige functie was co-ceo van Janus Henderson. Daarvoor was hij ceo van Henderson Global Investors en werkte hij bij Henderson onder meer als fondsmanager en hoofd aandelen.

fonds met een Sicav-registratie naar de markt. Andrej Brodnik, hoofd distributie Europa, zegt dat Heslop veel fans heeft. Hij verwacht veel instroom als Jupiter het fonds van Heslop gelanceerd heeft.

Cultuur

Formica wil zich bij Jupiter AM richten op de cultuur en de waarden van de onderneming. Hij streeft naar een cultuur waarin integriteit, openheid en een sterke gerichtheid op het klantbelang centraal staan. Daarbij heeft hij de overtuiging dat actief beleggen aan het begin van een renaissance staat, gedreven door technologische veranderingen en veranderend consumentengedrag, alsook door toenemende volatiliteit die vooral passieve producten kunnen raken.

‘Cultuur zonder strategie leidt nergens toe. Je hebt beide nodig. Maar als ik moet kiezen, dan is cultuur belangrijker dan strategie. Succes hangt namelijk altijd af van de mensen die je hebt, van diversiteit in meningen en van de bereidheid om samen te werken, net zoals in een voetbalteam’, zegt de topman. ‘Kortom, succes kent vele vaders. Daarom gaat het collectief altijd boven het individu.’ ■



ANDREW FORMICA, CEO VAN JUPITER ASSET MANAGEMENT

TRANSFERS

STORM NIEUWE CEO BIJ WERELDHAVE

Matthijs Storm is door Wereldhave genomineerd als de nieuwe managing director van het winkelvastgoedfonds. Storm (40) is op dit moment nog chief investment officer Real Estate & Head of Real Estate Investments bij Kempen Capital Management. De nominatie van de raad van toezicht van Wereldhave wordt op 9 juli in stemming gebracht op een buitengewone vergadering voor aandeelhouders. Storm volgt hiermee Dirk Anbeek op, die sinds 2012 ceo van Wereldhave is. Als de aandeelhouders akkoord gaan, dan gaat de benoeming in per 1 augustus dit jaar.

BAS NIEUWEME AAN HET ROER BIJ AEGON AM

Bas Nieuweme, een voormalige hockeyinternational, volgt Sarah Russell op als ceo van Aegon Asset Management. Nieuweme komt van PGIM, de assetmanagementtak van de Amerikaanse levensverzekeringsmaatschappij Prudential Financial. Hij was daar global head institutionele relaties. Aegon AM heeft €315 mrd onder beheer en 1200 medewerkers.

Nieuweme begon zijn loopbaan bij ING Nederland. Bij de assetmanager, ING Investment Management, werkte hij ruim acht jaar waar hij het uiteinde-

lijk tot senior vicepresident - sales & relationship management bracht. Daarna stapte hij over naar Voya Investment Management waar hij achtereenvolgens leiding gaf aan de institutionele sales en van 2013 tot 2016 global head of institutioneel distribution was.

VLUIJMANS LEIDT INVESTMENT OFFICER

Jurgen Vluijmans is benoemd tot editorial manager van Investment Officer, het tweetalige platform voor beleggingsprofessionals in België, dat in 2018 is opgericht door de initiatiefnemers van Fondsnieuws. Vluijmans komt over van Degroof Petercam Asset Management, waar hij de afgelopen vijf jaar actief was als hoofd communicatie. Daarvoor was hij gedurende drie jaar werkzaam voor Petercam Institutional Asset Management in de functie van hoofd RFP en communicatie.

KEMPEN VERWELKOMT NIEUWE SRI-ADVISEUR

Kempen heeft **Eszter Vitorino Fuleky** benoemd tot senior responsible investment advisor. Binnen het responsible investment team zal ze zich voornamelijk richten op corporate governance. Fuleky werkte sinds 2010 voor het Global Reporting Initiative (GRI), een internationale organisatie die richtlijnen voor duurzaamheidsverslaggeving

opstelt voor organisaties en overheden.

VAN VANGUARD NAAR BNY MELLON

Na acht jaar bij Vanguard, waarvan de laatste twee jaar in Londen, heeft **Koen**

Hoogenhout de overstap gemaakt naar BNY Mellon. Hij is door zijn nieuwe werkgever benoemd tot director business development. Eind 2016 vertrok Hoogenhout naar Londen om daar als senior business development manager aan de slag te gaan bij Vanguard UK.

BARKER SALES DIRECTOR BIJ INSINGERGILISSEN

Douglas Barker gaat bij InsingerGilissen aan de slag als institutional sales director. Hij gaat zich richten op de distributie van de 'investment capabilities' van InsingerGilissen Asset Management, waaronder de duurzame indexfondsen. Hiervoor was hij sinds 2013 werkzaam bij Janus Henderson Investors als senior salesmanager met de Nederlandse markt als aandachtsgebied.

PARTNER DENEKE VERLAAT COMGEST

Rob Deneke heeft Comgest verlaten om zich weer toe te leggen op zijn oude liefde. Hij wordt fondsbeheerder bij Juno Investment Partners. Na een opleiding aan het Henley Ma-

agement College sloot Deneke zich als partner aan bij de Franse fondsbelegger die zijn strategie graag vergelijkt met die van Warren Buffett. Sinds eind 2006 is hij medeoprichter en managing director van Comgest Benelux.

KELLERMANN GAAT BESTUUR PFZW LEIDEN

Joanne Kellermann treedt per 1 juni 2019 aan als nieuwe bestuursvoorzitter van Pensioenfondsen Zorg en Welzijn (PFZW). Bij het op een na grootste pensioenfonds van Nederland volgt zij Carla Moonen op, die op 1 november 2018 de functie neerlegde. Kellermann was van 2007 tot 2014 directielid van DNB. Ze was daar onder andere verantwoordelijk voor het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars. Daarna was ze enkele jaren bestuurder bij de Europese Banken Resolutie Autoriteit (SRB) in Brussel.

VAN MEERVELD STAPT OVER NAAR UBS AM

UBS Asset Management heeft **Peter van Meerveld** benoemd tot institutional business development manager voor de Benelux en Denemarken. Van Meerveld zal zich bezighouden met sales en relatiebeheer voor klanten in deze regio, met name in de Benelux. Hij was de afgelopen twaalf jaar werkzaam in diverse functies bij Allianz Global Investors. ■



**SAMEN BOUWEN
AAN VERTROUWEN.
EEN STANDAARD
ZETTEN VOOR DE
BELEGGINGSINDUSTRIE.
SAMEN HET
VERSCHIL MAKEN.**

Join. Connect. Advance.



Volgens mijn kinderen heb ik nog veel te leren

Beleg verantwoord en schrijf mee aan een nieuw hoofdstuk

verantwoord.nnip.nl



**NN investment
partners**

You matter

Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor MiFID professionele beleggers. Deze publicatie is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie noch het verlenen van een beleggingsdienst noch beleggingsresearch. Hoewel de inhoud van dit document met de meeste zorg is samengesteld en is gebaseerd op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in deze publicatie kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar bestuurders of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie. Het gebruik van de informatie in deze publicatie is op eigen risico. Het is niet toegestaan dit document te vermenigvuldigen, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van NN Investment Partners B.V. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicatie is niet bestemd voor US Persons als gedefinieerd in Rule 902 van Regulation S van de United States Securities Act of 1933, en mag niet gebruikt worden voor het werven van investeringen of inschrijven op effecten in landen waar dit niet is toegestaan door de lokale toezichthouder of wet- en regelgeving. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.