



# UW PORTEFEUILLE ONDER DE LOEP

Vermogensadviseur Aernout van den Berg werpt een kritische blik op de beleggingsportefeuille van een abonnee. DEZE MAAND: [Annelie de Jongh](#)

SOORT	BEDRAG (€)
div. vastgoedfondsen	35.000
div. commodities & emerging marketsfondsen	51.000
overige aandelenfondsen	39.000
div. investment grade obligatiefondsen	38.000
div. high yield & emerging markets obligatiefondsen	126.000
div. CDO's	92.000
<b>TOTAAL</b>	<b>381.000</b>

## Historie

Annelie de Jongh is tandarts. Doordat ze haar huis verkocht toen ze ging samenwonen, hadden zij en haar partner zo'n 400.000 euro waar ze geen concrete bestemming voor hadden. Hun adviseur bij de bank had hen overtuigd dat ze moesten gaan beleggen. Ze besloten hun aandacht en energie te besteden aan het vinden van de juiste vermogensbeheerder. Dat leek aardig gelukt. De meneer in kwestie kwam wetenschappelijk over en had een overtuigend verhaal bij zijn beleggingsvoorstel. Kortom, er was vertrouwen in deze beheerder zoals er ook tussen haar en haar patiënten bestond. Ze had daarna de beheerder nog éénmaal gesproken. Zelf zegt beleggen haar niets, eigenlijk vindt ze het zelfs een beetje eng. Vandaar haar defensieve risicoprofiel: 70 procent werd belegd in obligaties en

30 procent in aandelen. Maar de rendementen bleven duidelijk achter bij hetgeen haar was voorgespiegeld. Sterker nog, ze had in anderhalf jaar zelfs verlies gemaakt.

## Analyse

Steeds vaker zie ik dat vermogensbeheerders het échte werk laten doen door andere vermogensbeheerders, door op zoek te gaan naar de beste beleggingsfondsen. En dan echt 'de beste', niet een selectie uit de huisfondsen, zoals grootbanken met name in het verleden nogal eens deden. Zeker bij kleinere vermogens is daar niets op tegen, zolang de beheerder maar toegevoegde waarde heeft. Na kosten uiteraard.

**Een voorwaarde om structureel toegevoegde waarde te creëren is dat de vermogensbeheerder inzicht heeft in alle onderliggende posities in de beleggingsfondsen. Met de posities van alle fondsen**

**kan hij precies de opbouw in sectoren en regio's overzien.** Die informatie kan hij vervolgens gebruiken om de portefeuille naar zijn inzicht verder te verfijnen door over- en onderweging. Een vermogensbeheerder die structureel op die manier zijn werk doet, kan door de keuze van de juiste beleggingsfondsen *outperformance* creëren.

In het onderhavige geval had de vermogensbeheerder een beleggingsproces, dat hij 'wetenschappelijk' had onderbouwd. Hij optimaliseerde zijn modelportefeuille door te kijken naar rendementen en risico's uit het verleden. Dat was wat Annelie de Jongh over de streep had getrokken en het is in principe ook een goed vertrekpunt. Maar het domweg extrapoleren van het recente verleden is geen garantie voor succes. Toch is dat precies wat deze vermogensbeheerder deed. **Hij selecteerde fondsen die het de afgelopen paar jaar bijzonder goed hadden gedaan en voor-**

\*om privacy-redenen is de naam gefingeerd

## OPROEP AAN ABONNEES

Heeft u een beleggingsportefeuille van € 100.000 of meer en wilt u deze door vermogensadviseur drs Aernout van den Berg op deze plaats laten doorlichten? Stuur dan een e-mail naar [berg@dutchws.nl](mailto:berg@dutchws.nl) of een brief naar Dutch Wealth Services/Portefeuille, Eerste Sweelinckstraat 70, 2517 GG 's-Gravenhage. Vermeld daarin naast uw abonneenummer, naam, adres, woonplaats en telefoonnummer ook de inhoud van uw beleggingsportefeuille (het aantal aandelen, obligaties

en andere bestanddelen) plus de eventuele afspraken tussen u en uw vermogensbeheerder (risico, beleggingsdoelstelling, enzovoorts). Uit de aanmeldingen wordt een selectie gemaakt voor deze rubriek die geanonimiseerd wordt besproken. Ook als uw portefeuille niet wordt geselecteerd, neemt de auteur contact met u op om uw portefeuille kort en bondig met u te bespreken. Uw informatie zal met uiterste zorgvuldigheid en discretie worden behandeld.

spelde alleen op grond daarvan zijn cliënt gelijksoortige toekomstige rendementen. Dat is net zoiets als het invullen van voetbaluitslagen van afgelopen week op het toto-formulier van deze week.

Dat deze man werkelijk in zijn systeem gelooft, kan ik trouwens zien aan zijn selectie. Maar liefst éénderde(!) van de portefeuille bestaat uit 'high yield'-obligaties. Dergelijke obligaties noemt men ook wel 'junk bonds'. Ze geven een hoge rente omdat de bedrijven minder solvabel zijn, of afkomstig uit opkomende markten. Nu betekent 'junk' in het Engels 'troep', maar de afgelopen drie tot vijf jaar deden de meeste junk-bonds het uitstekend. **Ze gaven niet alleen een aardige rente, maar stegen ook nog eens behoorlijk in waarde. Dat is natuurlijk aardig, maar als professionele vermogensbeheerder moet je je dan wel even afvragen hoe dat komt en of die stijging ook op de lange termijn houdbaar is.**

Als uitgangspunt voor de couponrente neemt men de risicovrije rente (die op staatsobligaties) plus een op de kredietwaardigheid van het bedrijf gebaseerde opslag. Het verschil tussen die twee noemt men de 'credit spread'. Nu daalde de afgelopen jaren niet alleen de marktrente, maar vooral ook de credit spread die in juni van dit jaar een dieptepunt bereikte. In dit geval zijn de goede rendementen van junk bonds dus vooral toe te schrijven aan de forse daling van de renteopslag.

Als de rente daalt, stijgt de waarde van obligaties. Logisch dus dat in het bijzonder junk bond-fondsen het de afgelopen jaren zo goed hebben gedaan. En dat is de reden dat de vermogensbeheerder zich achter de oren had moeten krabben. **Om dit soort obligaties**

**opnieuw dermate te laten stijgen, zou de credit spread nog zo'n spectaculaire daling moeten meemaken. Alleen moet de credit spread dan negatief worden.**

Met andere woorden: junk bonds geven dan minder rente dan staatsobligaties. Neemt u van mij aan: die kans is nul. Het is dus niet zo verwonderlijk dat de high yield-fondsen inmiddels tussen de 5 en 10 procent hebben ingeleverd. Ik kan ook niet uitsluiten dat ze nog verder zullen dalen: de rente op staatsobligaties is aan het stijgen, terwijl de credit spread nog steeds aan de lage kant is.

Bij de zogenaamde 'collateralized debt obligations' of CDO's is iets dergelijks aan de hand. Het is een ingewikkelde manier om te beleggen in obligaties, waarbij vaak een hefboom wordt gehanteerd. De waardeinstijgingen en -dalingen die het gevolg zijn van wijzigingen in de credit spread, zijn dus veel heftiger dan bij gewone obligaties. Veel CDO's hebben de afgelopen tijd koersdalingen laten zien van zomaar 25 procent. Of meer.

**Ook het aandelengedeelte is hopeloos uit balans: er is extreme overweging van de sectoren commodities (grondstoffen) en onroerend goed, maar ook van opkomende markten, met alle risico's van dien.** Nu hebben dat soort fondsen het de afgelopen jaren weliswaar goed gedaan, wederom geldt dat het klakkeloos doortrekken van deze — overigens buitengewoon goede — rendementen naar de toekomst een solide onderbouwing mist.

De juiste fondsen vind je door een inschatting te maken van de toekomstige risico's en rendementen. Iets wat deze vermogensbeheerder, op grond van de gegevens die hem ter beschikking stonden, zeker had moeten

doen. Dat is nou net de vaardigheid die de goede van de slechte vermogensbeheerders onderscheidt. **Gelukkig is deze vermogensbeheerder niet gestapt in de valkuil waar veel van zijn collega's in stappen, en dat is een overkill aan fondsen nemen.** Wie veel fondsen selecteert, brengt een extreme spreiding in de portefeuille aan, waardoor in feite in de wereldindex wordt belegd. Omdat beleggingsfondsen niet gratis werken, is het eindresultaat na kosten lager dan de index. Maar ik heb altijd nog liever extreme diversificatie dan extreem risico door slechte spreiding.

### Advies

Neem tien willekeurige vermogensbeheerders en ze hebben alle tien een goed verhaal. Toch zullen er maar een paar boven het maaiveld uitsteken. Dat blijkt ook in dit geval. Wetenschappelijk onderzoek van onder andere William Sharpe — de man van de Sharpe-ratio — heeft vrij eenduidig aangetoond dat het kopen van winnaars uit het verleden een prima strategie is voor toekomstige *underperformance*. Het selecteren van beleggingsfondsen op basis van historische resultaten zonder analyse van de risico's en de rendementen in de toekomst kan eenvoudigweg niet werken. **Mevrouw de Jongh moet een vermogensbeheerder in de arm nemen die met behulp van beleggingsfondsen veelbelovende sectoren en regio's in de portefeuille overweegt, om ze eventueel in een later stadium — en bij voorkeur op tijd, want daar wordt hij ook voor betaald — af te stoten.** Op die manier belegt mevrouw De Jongh tenminste in toekomstige winnaars, niet in de winnaars van vroeger.