



UW PORTEFEUILLE ONDER DE LOEP

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

NAAM STEEPENER	HUIDIGE WAARDE*
Lehman Brothers 2035	€ 130.000
Nederlandse Waterschapsbank 2035	€ 42.000
Rabobank 2035	€ 55.000
TOTAAL	€ 227.000

**afgerond, koersen medio december 2007*

Historie

Niet zo lang geleden kreeg ik een verontrustende mail van mevrouw Zuidwijk*. De inhoud luidde als volgt:

'Mijn beleggingskantoor (officieel erkend) heeft in de loop van 2005 mijn gehele effectenportefeuille (toen 340.000 euro groot) belegd in zogenaamde 'steepenerobligaties'. De afgelopen twee jaar heb ik diverse malen een onderhoud gehad met mijn adviseurs om aan te geven dat ik mij erg ongerust maak over de waardedaling. Men gaf telkens aan dat het waarschijnlijk wel weer in orde komt. Inmiddels is de portefeuille één derde gedaald in waarde. Ik heb absoluut geen verstand van beleggen. Wat moet ik doen: lijdzaam blijven toezien of actie ondernemen? En als ik actie moet ondernemen, wat voor actie?'

Analyse

Navraag leert dat Mevrouw Zuidwijk haar vermogen wilde aanwenden ter aanvulling van haar pensioen, voor 'de leuke dingen van het leven'. Met 340.000 euro, had ze uitgerekend,

kon ze jaarlijks zonder al te veel risico een kleine 20.000 euro extra maken. Wijs geworden door eerdere — grote — verliezen, had ze zich gewend tot een professionele vermogensbeheerder met het verzoek een voorzichtige beleggingsstrategie toe te passen. De professional in kwestie besloot toen om het hele vermogen in zogenaamde 'steepeners' te beleggen.

Een steepener is een heel specifieke obligatie die met name in 2005 erg populair was, net als andere exoten als de 'floating rate notes'. Na een aantal jaren met een vaste, hoge couponrente, wordt de coupon van de steepener variabel, waarbij de rente wordt vastgesteld door het verschil tussen de lange en korte rente met een bepaalde factor te vermenigvuldigen. Meestal geldt een minimumcouponrente en ook het maximum is van tevoren aangegeven. Zo'n obligatie kan interessant zijn als u als belegger verwacht dat het verschil tussen lange en korte rente groter zal worden (en dan bij voorkeur vóórdat de rest van de wereld hetzelfde denkt), ofwel om uw obligatieportefeuille verder te spreiden. Nemen we

bijvoorbeeld de steepener van de Nederlandse Waterschapsbank 2035, uitgegeven in 2005. Die heeft een vaste, bovengemiddelde couponrente van 6 procent tot en met 2010, de rest van de looptijd wordt de rente jaarlijks bepaald door de 10-jaars en 2-jaarsrente van elkaar af te trekken, de uitkomst met een factor 4 te vermenigvuldigen. Uitgaande van het historische renteverval van rond de 1 procent valt een gemiddelde coupon van globaal 4 procent te verwachten.

Wat de vermogensbeheerder in kwestie — ik heb dit keer erg veel moeite om zijn identiteit niet te onthullen — heeft bezield om namens zijn cliënte alles in steepenerobligaties te stoppen, weet ik niet. Ik weet wel dat het advies onwaarschijnlijk onprofessioneel is. Een portefeuille mag nooit, nooit, nooit voor de volle 100 procent uit obligaties bestaan, aangezien het toevoegen van 10 tot 15 procent aandelen het rendement verhoogt terwijl het risico wordt verlaagd. Dat wordt al geleerd op de lagere school van het beleggen. En wie dan vervolgens het volledige obligatiebelang uitsluitend en alleen

**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 vandenberg@montfides.nl of een brief naar Montfides Investment Consultants/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.

afhankelijk maakt van het verschil tussen de 10- en 2-jaarsrente is geen knip voor de neus waard. Ik vraag me zelfs af of deze beheerder überhaupt wel wist dat de in de eerste paar jaar aangeboden rente de rest van de looptijd bij voorbaat niet had kunnen worden gehaald, tenzij het gemiddelde renteververschil ineens structureel 50 procent omhoog zou gaan.

Een portefeuille eenzijdig samenstellen, leidt altijd tot vergroting van het risico. Het risico beperk je juist door andere 'assets' toe te voegen. Door deze extreme eenzijdigheid is het risico van de portefeuille vergelijkbaar met dat van een offensieve aandelenportefeuille. Met de kanttekening dat een offensieve aandelenportefeuille een twee- tot driemaal hoger verwacht rendement heeft.

Omdat de portefeuille in zijn geheel is opgehangen aan het verschil tussen de 10- en 2-jaarsrente, is er geen enkel diversificatievoordeel. Jammer dus dat de rentestanden de afgelopen jaren naar elkaar zijn toegegroeid. Het verschil is teruggelopen van 1,8% in 2003 tot 0,2% in 2007, met als gevolg dat een steepener de komende tijd slechts de minimale couponrente oplevert. U kunt u voorstellen dat dat de koers van de steepeners geen goed heeft gedaan, terwijl hun rendements-risicoverhouding op het moment van uitgifte ook al helemaal niet zo gunstig was. Al die mooie exoten staan dus sinds hun emissie dik onder water. **Voeg daar nog de 'kredietcrisis' bij waardoor alles wat uit de financiële hoek komt, plots in een ander daglicht is komen te staan, en hup! daar gaan de**

koersen. De steepener van het gerespecteerde Lehman Brothers zakte zelfs onder de 60 procent van de nominale waarde. U leest het goed: 40 procent verlies op een obligatie van een bedrijf dat allesbehalve op het punt staat failliet te gaan!

U moet me vooral niet verkeerd begrijpen. Op zich kan een steepener waardevol zijn als onderdeel van een portefeuille. Net zoals een biotech-aandeel waardevol kan zijn en een converteerbare obligatie. Want bij beleggen zijn slechts drie zaken van belang: spreiden, spreiden en spreiden — eerst tussen de assetcategorieën en daarna binnen de assetcategorieën. Hierdoor poets je de aan specifieke beleggingen, sectoren en regio's gekoppelde risico's uit de portefeuille weg. Met andere woorden: het totale portefeuillerisico is kleiner dan de som der delen.

Wat de steepeners betreft, inmiddels lijken we op een punt te zijn aanbeland dat de koersen zich stabiliseren. De koers van steepeners zal waarschijnlijk slechts nog dalen als zowel de korte als de lange rente even hard stijgen.

De obligatie van de Nederlandse Waterschapsbank en ook die van de Rabobank (beide banken hebben een 'triple-A rating') kennen eigenlijk geen faillissementsrisico. Nu ze op een koers van rond de 65 procent van hun oorspronkelijke waarde staan, is het effectieve rendement over de resterende looptijd in ieder geval méér dan 4 procent (door de jaarlijkse minimale coupon in combinatie met de aangroei tot 100 procent op het moment van aflossing). Uiteraard met de kans op

slagroom op de taart als de rentever verschillen weer gaan toenemen. En dat is dan een schrale troost voor al die beleggers die twee jaar geleden zich zulke exoten hebben laten aansmeren.

Advies

De constatering dat het beheer volstrekt onvoldoende en onprofessioneel is geweest is niet moeilijk te maken. Uiteraard heeft mevrouw Zuidwijk van mij het advies gekregen om zich tot een advocaat te wenden. Als deze constateert dat er verwijtbare fouten zijn gemaakt, dan kan ze bij het Dutch Securities Institute of de burgerlijke rechter terecht met een forse schadeclaim. Voor het overige verwijs ik u naar mijn klassieke mantra: ook mevrouw Zuidwijk moet een vermogensbeheerder zien te selecteren die wél verstand van zaken heeft, met een bewezen track record (dus structurele en significante outperformance na kosten, die het resultaat is van een consistent beleggingsproces zodat de resultaten uit het verleden ook nog voorspellende waarde hebben). Een beheerder die vervolgens samen met haar opnieuw nagaat wat haar doelstellingen en wensen zijn, wat haar risicohouding is. Uit dit risicoprofiel moet dan een voor haar optimale assetallocatie voortkomen waaruit een verdeling volgt over de bouwstenen aandelen, obligaties, converteerbare obligaties en alternatieve beleggingen (waaronder hedgefondsen). Op deze wijze kan het risico van deze portefeuille fors omlaag. En het rendement fors omhoog. Misschien wel mèt steepeners, maar dan niet méér dan een klein beetje.