



UW PORTEFEUILLE ONDER DE LOEP

Vermogensadviseur Aernout van den Berg werpt een kritische blik op de beleggingsportefeuille van een abonnee. DEZE MAAND: **MEVROUW VOS**

BELEGGING	BEDRAG (€)
wereldwijd gespreide aandelen	€ 715.000
div. obligatiefondsen	€ 635.000
staatsobligaties en kasgeld	€ 115.000
TOTAAL	€ 1.465.000

Historie

Mevrouw Vos* is 68 jaar en, net als haar man, huisarts in ruste. Naast hun twee huizen — geheel vrij van hypotheek — in Nederland en Toscane, hebben ze samen een goed gespreide portefeuille met aandelen en obligaties. Mevrouw Vos is verantwoordelijk voor de financiën en de beheerder, die hun beleggingsportefeuille onder zijn hoede heeft, wordt door haar goed scherp gehouden. Dat wil zeggen: ze leest van alles over beleggen. En dan heb ik het natuurlijk over serieuze literatuur en niet over de financiële pagina's van de krant of teletekst die vaak niet verder komen dan de mededeling dat aandeel Zus een procentje of wat gedaald is en aandeel Zo weer wat gestegen. Ze had bijvoorbeeld ergens een artikel gelezen in een tijdschrift, waarin converteerbare obligaties bijzonder werden aangeprezen. De strekking van het artikel was dat 'convertibles' een waardevolle toevoeging aan een effectenportefeuille kunnen zijn, zeker nu. Maar de vermogensbeheerder zag er niet veel in. Er is zo veel interessant, zei hij, maar hij motiveerde zijn beweegredenen niet. En toen deed mevrouw Vos iets zeer verstandigs: ze nam contact met mij op.

*om privacy-redenen is de naam gefingeerd

Analyse

De vermogensbeheerder in kwestie staat in vermogensbeheerderskringen niet bekend als ondeskundig. Ernstige basisfouten, zoals eenzijdige portefeuilles of portefeuilles die niet zijn afgestemd op het risicoprofiel van de eigenaar, zul je daar normaal gesproken niet tegenkomen. Ik moet daar wel direct aan toevoegen dat je een outperformance daar ook niet snel zult zien. Het is, kortom, een degelijke en weinig spannende vermogensbeheerder zoals er wel meer zijn. **Dat men de suggestie van mevrouw Vos om convertibles aan het beleggingspalet toe te voegen zonder meer terzijde schuift, doet bij mij toch wel de wenkbrauwen fronsen.** Ik ben niet bij het gesprek aanwezig geweest, dus ik kan niet beoordelen hoe dat precies is verlopen, maar om convertibles zonder meer af te wijzen, is intellectueel onvermogen.

Zeker, beleggen in convertibles is complexer dan rechttoe, rechtaan beleggen in aandelen en obligaties. Het vergt aanzienlijk meer research en kennis terzake. Dat neemt niet weg dat convertibles op dit moment buitengewoon aantrekkelijk zijn. Laat mij u uitlegen waarom.

Een obligatie is een manier om geld te lenen. Obligaties worden uitgegeven door landen en bedrijven, kennen in de basis een vaste rente (de coupon) en keren in de regel aan het einde van de looptijd de nominale waarde (100 procent) uit. De koers van obligaties fluctueert onder andere met de kapitaalmarktrente: gaat die omhoog, dan daalt de waarde van de obligatie, en omgekeerd.

Onlangs (in februari 2009) schreef ik op deze plek al dat de rendements-risicoverhouding van bedrijfsobligaties ('credits') interessant was. Ze werden massaal van de hand gedaan, door beleggers die leken te denken dat door de kredietcrisis het definitieve einde van het kapitalisme naderde. **De onverbiddelijke wet van vraag en aanbod maakte dat de prijs van credits buitenproportioneel daalde, waardoor het effectieve rendement (de 'yield') buitenproportioneel steeg, zonder dat het risico navenant meesteeg (althans in mijn optiek).** Hoewel door de stijging van de koersen de onderwaardering inmiddels minder groot is dan in februari, zijn bedrijfsobligaties ook nu nog aantrekkelijk. **Zonder buitensporig risico is een yield van 7 procent of meer haalbaar. Ter vergelijking: het effectieve rendement op 10-jaars staatsleningen is minder dan 4 procent! Dan worden bedrijfsobligaties, ondanks hun iets hogere risico, toch wel erg interessant.**

Laat ik het anders formuleren: ik heb liever een mandje van honderd verschillende credits dan één pakket Nederlandse staatsobligaties. Gelet op de huidige stand van zaken zijn die momenteel een stuk minder risicoloos dan men

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.

doorgaans pleegt aan te nemen. Als er in Nederland, in navolging van de VS en Spanje, een crash komt op de lokale huizenmarkt, ontstaat door het grote aantal tophypotheek mogelijk een nog groter probleem en kan de financiële sector door de staat niet meer worden gered. Goed, het is het *worst case scenario*, maar ook die doen zich weleens voor.

Dit terzijde. Terug naar de converteerbare obligaties. Ze worden nooit uitgegeven door landen, alleen door bedrijven en zijn een bijzondere obligatievorm. De bezitter van een convertible — ik gebruik beide termen door elkaar — heeft het recht om zijn obligatie gedurende een bepaalde tijd (de 'conversieperiode', meestal tot het einde van de looptijd van de obligatie) om te wisselen over een vastgesteld aantal aandelen (de 'conversieverhouding'). **Een convertible is dus feitelijk een credit waaraan een calloptie is vastgeplakt. Net als de meeste andere obligaties hebben convertibles ook een coupon. Die is wel iets lager dan die van de niet-converteerbare zusjes, maar daar krijg je tenslotte een calloptie voor terug.**

Waarom zijn convertibles momenteel zo buitengewoon interessant? Heel in het kort komt het op het volgende neer:

Diverse hedgefondsen hielden zich bezig met 'convertible arbitrage' — het zoeken naar koersafwijkingen tussen convertibles enerzijds en de 'gewone' obligaties en opties anderzijds. De hedgefondsen werkten met veel hefboom — geleend geld — en ze hadden shortposities in aandelen. Door de val van Lehman Brothers en de grote problemen bij andere zakenbanken raakten veel hedgefondsen in de problemen. Hun kredieten werden ingetrokken en tot overmaat van ramp werd het 'shortsellen' van aandelen door overheden aan banden gelegd. **Veel van deze hedgefondsen konden niet anders doen dan zichzelf liquideren of in**

elk geval in aanzienlijk gekrompen vorm hun activiteiten voortzetten. Het gevolg: er ontstond veel aanbod van convertibles.

Door het grote aanbod in een markt die extreem risicomijdend is, is de prijs onevenredig gedaald. De 'yield' (het effectieve rendement) is vaak net zo hoog of zelfs hoger dan de yield op normale bedrijfsobligaties. **De waarde van converteerbare obligaties is in normale omstandigheden gelijk aan de waarde van de vergelijkbare gewone obligatie plus de waarde van de calloptie. Maar op het moment dat een gewone obligatie, zeg, 80 procent noteert en de converteerbare variant 78 procent, dan is er iets gek aan de hand: de calloptie is feitelijk negatief gewaardeerd.** Nu is het wel zo dat veel callopties 'far out the money' zijn (ofwel de koers van de onderliggende aandelen moet eerst heel fors stijgen voordat de calloptie daadwerkelijk geld oplevert), maar een negatieve waarde voor een calloptie? Dat zou betekenen dat u geld toe krijgt als u een calloptie koopt. Toch is dit bij veel convertibles de realiteit.

Eigenlijk is er momenteel sprake van een unieke situatie: convertibles hebben een hoge yield, doordat veel beleggers — net als bij de credits — zich er niet aan willen branden. En dan is er nog de bonus in de vorm van een calloptie. Als de markt weer normaliseert, profiteert u dubbel! Met dat gegeven in het achterhoofd zijn convertibles een aantrekkelijke aanwinst voor de portefeuille.

Overigens is er in een uitgebalanceerde portefeuilleopbouw bijna altijd plaats voor convertibles, al was het alleen maar omdat door de extra diversificatie de verhouding tussen rendement en risico van de portefeuille verder wordt geoptimaliseerd. **Anders gezegd: door toevoeging van convertibles kan — bij**

een gelijkblijvend portefeuillerisico — het rendement omhoog of kan het portefeuillerisico omlaag zonder het verwachte rendement aan te tasten.

Advies

Ik heb het al vaker opgemerkt: meer dan 85 procent van het rendement wordt bepaald door de assetallocatie. Waar de gemiddelde belegger nadenkt over de vraag of Akzo of DSM het betere aandeel is, is het eindeloos veel beter om de vraag te stellen of we staatsobligaties moeten inruilen voor credits. En of een óverweging van convertibles, bij een irrationele situatie op de markten zoals de huidige, te overwégen is. Mevrouw Vos stelt dit soort vragen, haar beheerder niet, of althans niet voldoende. **De portefeuille zit op zich niet slecht in elkaar, maar het kan veel beter, onder meer door het toevoegen van converteerbare obligaties zoals mevrouw zelf al had geconstateerd. Dit geldt overigens voor de meeste beleggers die een normale aandelen- en obligatieportefeuille hebben.**

Gezien de algemene toestand van haar portefeuille is er voor mevrouw Vos geen reden om in paniek weg te vluchten naar een andere vermogensbeheerder. Maar ze zal de komende tijd wel op zoek moeten naar een beheerder of adviseur die meer toegevoegde waarde kan bieden dan de huidige, met een helder en consistent beleggingsproces, een voor risico gecorrigeerde structurele en significante out-performance, en een goede verantwoording en rapportage. **En die verstand heeft van convertibles.**