



## Nieuws

Bij de selectie en controle van bestaande en eventuele toekomstige portfoliomanagers reist Philipse & Co regelmatig naar het buitenland. In mei heeft Rob van Roozendaal met een aantal Nederlandse beleggers onder leiding van de Franse vermogensbeheerder Comgest een bezoek gebracht aan China. Daar werden onder andere Beijing en Chengdu bezocht en is er gesproken met Chinese analisten, overheidsfunctionarissen en economen. Ook is een bezoek gebracht aan diverse Chinese bedrijven. Van deze bijzondere en leerzame reis is een verslag gemaakt dat wij u op verzoek zullen toesturen. Philipse & Co bezit op dit moment overigens geen rechtstreekse beleggingen in China.

## Ontwikkelingen in Q2 2015

Aanvankelijk leken de financiële markten de opgaande lijn van het eerste kwartaal voort te zetten, maar helaas bleek dat van korte duur. Gek genoeg zorgden goede macro-economische berichten uit Europa aan het begin van het tweede kwartaal voor de kentering. Na de publicatie van beter dan verwachte groeicijfers voor de eurozone en opwaarts bijgestelde inflatieverwachtingen ontstond angst over het mogelijk vroegtijdig stopzetten van het opkoopprogramma van de ECB. De kapitaalmarktrentes schoten omhoog en zorgden voor dalende obligatie- en aandelenkoersen en een sterker wordende euro. In de loop van het kwartaal werd dit negatieve sentiment versterkt door de verslechterende situatie rond Griekenland, die sindsdien almaar voortduurt.

Door de oplopende kapitaalmarktrente in Europa en de mildere toon van de Fed over de aanstaande renteverhoging in Amerika steeg de euro voor het eerst sinds lange tijd ten opzichte van de dollar en sloot deze het kwartaal af met een koerswinst van bijna 4%. Na een zeer sterk eerste kwartaal moesten de meesten aandelenmarkten in het tweede kwartaal een behoorlijk stap terug doen en verloren zowel de MSCI Europe Index als MSCI Wereld Index meer dan 4% van hun waarde. Daarbij dient echter te worden opgemerkt dat het verlies van de laatste index met name was toe te schrijven aan de verzwakking van de dollar ten opzichte van de euro. Ondanks het slechte tweede kwartaal bedraagt de koerswinst in 2015 van beide indices per ultimo juni circa 10%.

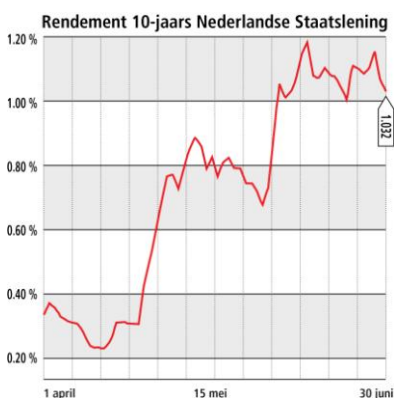
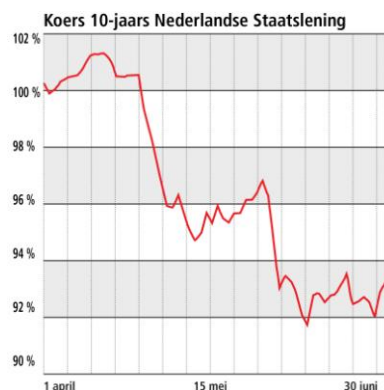
Voor obligatiebeleggers was het een zeer hectische periode. Nadat de rente op de Duitse 10-jaars staatslening op 17 april een dieptepunt van 0,05% bereikte, steeg deze aan het einde van het tweede kwartaal tot 0,80%. Mede hierdoor verloor de Europese AAA obligatie-index de afgelopen drie maanden maar liefst 4,5% en daarmee hebben we een voorproef gehad van de gevolgen van een mogelijk verder oplopende rente. Bij de huidige buitengewoon lage renteniveaus leiden zelfs relatief kleine bewegingen tot potentieel zware schade.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles konden zich niet volledig onttrekken aan het negatieve sentiment op de beurzen maar de verliezen bleven relatief beperkt. Zo bleef het in zakelijke waarden belegde deel van de portefeuilles beter liggen dan het marktgemiddelde door de goede prestaties van een aantal long-short managers. Met de toenemende onzekerheid omtrent Griekenland hebben we het aandelenbelang begin juni bovendien tijdelijk verlaagd door de tracker op de FTSE All World index te verkopen. In het vastrentende deel van de portefeuilles houden wij al lange tijd rekening met het mogelijk oplopen van de rente waardoor ook dit deel van de portefeuilles goed presteerde ten opzichte van de markt.

Ondanks de negatieve uitslag van het Griekse referendum tegen de door Europa voorgestelde maatregelen en opgelegde bezuinigingen, reageerden de financiële markten mild. De aandelenkoersen daalden weliswaar en de kapitaalmarktrentes van landen uit de periferie liepen op, maar van paniek was geen sprake. Een mogelijke Grexit lijkt daarmee grotendeels te zijn ingeprijsd en het besmettingsgevaar lijkt tot op heden beperkt te zijn.

*Studiereis naar China geeft nieuwe inzichten in sterke economie en grillige beurs*

*Obligaties lieten in korte tijd een sterke daling zien...*



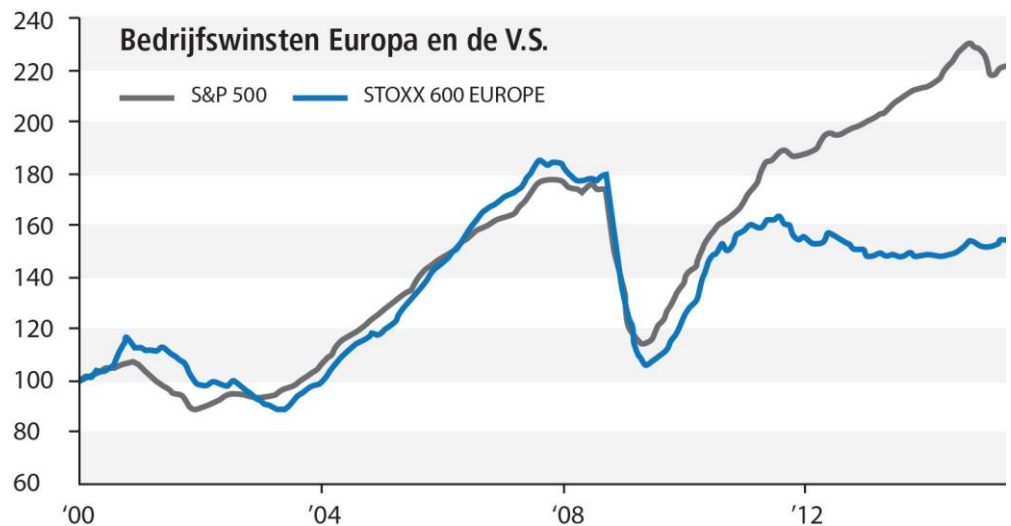
*... terwijl de rente fors opliep*

*Grexit lijkt voor een groot deel al te zijn ingeprijsd*

*De problemen in Griekenland hebben in de huidige vorm nog weinig impact op de Europese economie*

De problemen rond Griekenland zullen het nieuws de komende tijd zeer waarschijnlijk blijven domineren en zorgen voor meer volatiliteit op de financiële markten. Wat zich nu rond Griekenland afspeelt, is echter vooral een politiek en geen economisch probleem. Griekenland vertegenwoordigt slechts 2% van de economie van de eurozone en telt op wereldniveau nauwelijks mee. Net als met de oorlog in de Oekraïne, die helaas nog steeds voortduurt, zullen de problemen rond Griekenland uiteindelijk naar de achtergrond verdwijnen en gaan beleggers weer over tot de orde van de dag.

*Terwijl de groei van de winsten in de V.S. wat lijkt af te nemen, is in Europa juist sprake van een verbetering*



*Op de grafiek is te zien dat de winstgevendheid van Europese bedrijven sinds de crisis is achtergebleven bij de Verenigde Staten. Mede door een sterkere dollar is er inmiddels sprake van opwaartse bijstellingen van de Europese winstcijfers*

*Ondanks de recente terugval in april en mei hebben de Europese markten een goede performance in 2015 laten zien*

Aangezien het herstel in Europa steeds verder lijkt door te zetten en ook de Amerikaanse economie doorgroeit, blijven wij relatief positief over aandelen. Gezien het waarderingsverschil tussen Amerika en Europa en het feit dat Europa per saldo meer zal profiteren van de lage euro en het opkoopprogramma van de ECB hebben wij daarbij een duidelijke voorkeur voor Europese aandelen.

## Standaardisatie en risicoprofielen

*Terwijl de AFM pleit voor meer standaardisatie is het de vraag of dat de dienstverlening wel ten goede komt*

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) verricht belangrijk werk door meer regels en kaders te stellen in de financiële sector. Een sector waar meer dan eens iets misgaat met soms grote gevolgen voor beleggers. De laatste jaren wordt geprobeerd meer inhoud te geven aan de zorgplicht door nadere regels te stellen en leidraden te publiceren.

Helaas blijken banken en vermogensbeheerders de regels vaak te strikt te interpreteren. Er is een sterke neiging naar standaardisatie, waarmee men de aanstuurbaarheid van medewerkers vergroot en het risico van claims beoogt te verkleinen. Maar de zorgplicht is bedoeld om goed voor (het belang van) de cliënt te zorgen en dat bereik je juist met maatwerk waarin voldoende ruimte en vrijheid bestaat om in te spelen op marktomstandigheden en op de individuele wensen van de cliënt.

*Portefeuilles met eenzelfde risicoprofiel hebben duidelijk verschillende samenstellingen*

De AFM gaat net als in 2010 opnieuw onderzoeken of de risicoprofielen voor beleggers kunnen worden gestandaardiseerd. Dan zou bijvoorbeeld een 'defensief' profiel bij de ene bank / vermogensbeheerder min of meer dezelfde portefeuille-indeling krijgen als bij de andere. Nu hanteren banken en vermogensbeheerders weliswaar veelal profielen met dezelfde namen, maar die kunnen onderling qua samenstelling behoorlijk verschillen.

Een risicoprofiel wordt doorgaans opgemaakt aan de hand van een standaard vragenlijst die door de cliënt moet worden ingevuld. Er wordt dan onder andere een aantal vragen gesteld over de risicobereidheid, de financiële positie en de beleggingsdoelstelling van de cliënt. Op basis van de antwoorden wordt een profiel vastgesteld dat bepalend is voor de verdeling van het vermogen over de verschillende beleggingscategorieën.

Het is vrijwel onmogelijk om op deze manier een juist risicoprofiel op te maken. Aan de 'ken uw cliënt' voorwaarde kan pas worden voldaan na één of meerdere uitvoerige gesprekken waarin op zijn minst gevraagd moet worden wat de cliënt zelf eigenlijk onder het begrip risico verstaat. Dit is essentieel om te achterhalen. Een vragenlijst wordt daarbij heel anders ingevuld in een periode van stijgende beurskoersen dan vlak na een beurscrash. Ook na de vaststelling van een risicoprofiel dient regelmatig getoetst te worden of het klantbeeld en het gekozen risicoprofiel, door bijvoorbeeld wijzigende omstandigheden, nog steeds juist is.

Risicoprofielen bieden doorgaans voldoende ruimte om, binnen afgesproken bandbreedtes, in te spelen op verschillende marktomstandigheden en wijzigende verwachtingen en behoeften van de cliënt. Vooral (grotere) banken wijken echter zelden af van de 'normweging' die onder neutrale marktomstandigheden geldt. Indien er geen actief beleid wordt gevoerd ten aanzien van de wegingen binnen het risicoprofiel betekent dit eigenlijk dat ervan uit wordt gegaan dat de normweging van het gekozen risicoprofiel onder alle omstandigheden exact past. En dat is per definitie niet het geval. Indien een cliënt daar niet gelukkig mee is, zal deze zelf om een ander risicoprofiel moeten verzoeken. Maar in de in de praktijk gebeurt dit zelden of juist op het verkeerde moment, bijvoorbeeld nadat een portefeuille zich al ongunstig heeft ontwikkeld.

De standaardisatie van risicoprofielen staat op gespannen voet met het maatwerk dat vermogensbeheer juist dient te zijn. Marktbewegingen zijn natuurlijk moeilijk te timen maar er zijn periodes of omstandigheden waarin het erg wenselijk is dat een vermogensbeheerder flexibel optreedt. Daarnaast moet rekening gehouden kunnen worden met de uiteenlopende omstandigheden en emoties van beleggers en veranderingen daarin.

Ook de invulling die binnen een opgelegde standaard aan een bepaalde beleggingscategorie wordt gegeven kan enorm verschillen. Aandelen kennen onderling immers grote risico- en rendementsverschillen. Bovendien maakt het nog al een verschil of een obligatieportefeuille uit Duitse of uit Griekse staatsobligaties bestaat.

Het voornemen van de AFM risicoprofielen te standaardiseren leidt tot schijnveiligheid. Wel heeft de AFM er goed aan gedaan leidraden te publiceren met vragen die vermogensbeheerder minimaal aan cliënten zouden moeten stellen. Dit draagt bij aan een beter inzicht in het risico en de rendementen die de cliënt in normale en met name in extreme situaties per beleggingscategorie kan verwachten. Uiteindelijk is het doel dat veel aandacht wordt besteed aan de verwachtingen en wensen van de cliënt en dat risico's continue worden gecontroleerd en besproken.

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders van Nederland. Door onze partnerstructuur zijn een duurzame betrokkenheid en continuïteit gewaarborgd. Ons beleggingsbeleid is erop gericht op lange termijn goede en stabiele resultaten te behalen bij een relatief lage volatiliteit. Hierbij is bescherming van het vermogen van groter belang dan continue maximalisatie van de winst na te streven.

Arjan van Assen   Edzard van Citters   Derk Doyer   Rob van Roozendaal   Jan Stoop   Omar Zee

*Een vragenlijst is meestal niet voldoende om een goed klantbeeld te vormen*

*Als een standaard defensief risicoprofiel straks voor minimaal 80% in obligaties belegd moet zijn, is het de vraag of dat in de huidige tijd nog wel zo 'defensief' is*

*Risico's zijn niet te standaardiseren of in een profiel te vatten*

*Beter inzicht in de risico's en in de mogelijke rendementen leidt tot een realistischer verwachtingspatroon*