

**VOORZITTER**

Han Dieperink,  
Rabobank Retail & Private Banking

**DEELNEMERS**

John Bennett, *Henderson Global Investors*  
Rico Bosma, *Wealth Management Partners*  
Bob Homan, *ING Investment Office*  
Jan Jansens, *Univest Company*  
Fons Lute, *Russell Investments*  
Tom Niemans, *Altis Investment Management*  
Ramon Tol, *Blue Sky Group*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Henderson Global Investors.*

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



# VOORUITZICHTEN VOOR EUROPESE AANDELEN GUNSTIG

Door Hans Amesz

Hoe aantrekkelijk is het om nu in Europese aandelen te beleggen?  
Op deze en vele andere vragen met betrekking tot Europese aandelen  
wordt antwoord gegeven door zeven deskundigen.

Waar liggen op dit moment de opportuniteiten in de Europese aandelenmarkt?  
De ronde tafel deelnemers delen hun mening voor de camera.  
Bekijk de video op [www.financialinvestigator.nl/videos](http://www.financialinvestigator.nl/videos)





## Welke rol spelen Europese aandelen in institutionele portefeuilles?

**Bob Homan:** 'Over het algemeen maken Europese aandelen ongeveer dertig procent van de wereldwijde portefeuilles uit. Maar dat percentage kan in sommige gevallen oplopen tot zo'n zeventig procent, bijvoorbeeld als de klant behoefte heeft aan inkomen uit dividenden.'

**Fons Lute:** 'Europa is inderdaad goed voor circa dertig procent van het aandelenuniversum in de wereld. Wij denken dat de vooruitzichten voor Europese aandelen op de korte en middellange termijn gunstig zijn; zij worden lager gewaardeerd dan bijvoorbeeld Amerikaanse aandelen.'

**Jan Jansens:** 'Ook voor ons zijn Europese aandelen zeer belangrijk, maar we kijken natuurlijk naar veel meer markten.'

**Rico Bosma:** 'Europese aandelen spelen een sleutelrol in de portefeuilles omdat het de enige asset class is waaraan voor onze klanten geen valutarisico verbonden is.'

**Tom Niemans:** 'Europa en de Verenigde Staten hebben bij ons ongeveer hetzelfde gewicht omdat we meer uitgaan van een gelijke risicoverdeling dan van een verdeling naar marktkapitalisatie.'

**John Bennett:** 'Europese aandelen zijn strategisch van groot belang, niet alleen omdat zij, als gezegd, zo'n dertig procent uitmaken van alle aandelen in de wereld, maar ook vanwege de

> **Han Dieperink** is Chief Investment Officer bij Rabobank Retail & Private Banking. Hij is sinds 2010 direct verantwoordelijk voor de afdeling beleggingsstrategie. Vanaf 1995 was Dieperink werkzaam op de afdeling beleggingsstrategie van Schretlen & Co en van 2000 tot 2010 was hij bij deze bank Chief Investment Officer. Na zijn studie civiel en fiscaal recht in Leiden was hij enige jaren werkzaam als officier bij de Koninklijke Marine, waarna hij de overstap maakte naar Schretlen & Co.





> **John Bennett** heeft 28 jaar ervaring als beheerder van Europese aandelen. Hij kwam na de overname van Gartmore in april 2011 bij Henderson in dienst als Director of European Equities. Bennett kwam in 2010 bij Gartmore na GAM, waar hij gedurende 17 jaar fondsbeheerder is geweest. Voor zijn tewerkstelling bij GAM was Bennett fondsbeheerder bij Ivory and Sime en sinds 1987 is hij lid van het Chartered Institute of Bankers in Schotland.

uitgekeerde dividenden. Verder zijn veel in Europa gevestigde bedrijven wereldwijd actief; Europa is het grootste handelsblok ter wereld.'

**In de afgelopen vijf jaar hebben Amerikaanse aandelen het veel beter gedaan dan Europese. Zijn Europese aandelen inmiddels interessanter dan Amerikaanse?**

**Lute:** 'In de Verenigde Staten groeien de bedrijfswinsten minder hard dan ze deden, met als gevolg dat de koers-winstverhoudingen naar de hoge kant neigen. In Europa trekken de ondernemingswinsten juist weer wat aan. Wij zijn daarom welbewust overwogen in Europa.'

**Homan:** 'Wij nemen op dit moment voor elke regio een neutraal standpunt in. Dat neemt niet weg dat Europa nu goedkoper lijkt, de dividenden er hoger zijn en de bedrijfswinsten zich waarschijnlijk gunstiger gaan ontwikkelen. Maar er zijn ook risico's: een Brexit zal erger zijn voor de Europese aandelenmarkten dan voor de Amerikaanse markten of de emerging markets. Verder is Griekenland nog altijd niet 'safe'.'

**Ramon Tol:** 'Wat ook meespeelt is dat veel Europese bedrijven (met name multinationals) een significante exposure naar emerging markets hebben.'

**Bennett:** 'Als we naar de waarderingen van Amerikaanse en Europese aandelen kijken, ben ik er niet zeker van dat we inderdaad appels met appels vergelijken. Dat komt omdat die vergelijkingen plaatsvinden op indexniveau. In de eerste

plaats kennen de Verenigde Staten veel meer indices van groeiaandelen, en we zitten sinds 2008 in een zogenoemd regime van groeiaandelen en niet in een regime van waarde aandelen. In de tweede plaats kent Europa meer 'gestrande' aandelen. Zo bezien vergelijk je appels met peren. Ik denk bijvoorbeeld dat Unilever niet goedkoper is dan zijn Amerikaanse soortgenoten. Ik vind dat Europese kwaliteitsaandelen nu nogal duur zijn.'

**Jansens:** 'Ik denk dat de markt het technologische niveau van Europa onderschat. De mogelijkheid om alfa te creëren is echt minimaal zo hoog als in de Verenigde Staten, ondanks de structurele zorgen in Europa.'

**Niemans:** 'De downside risk in Europa schijnt onder controle te zijn. De waarderingen ten opzichte van de Verenigde Staten zijn attractief, maar daar moet bij worden gezegd dat Europese aandelen, vergeleken met Amerikaanse, altijd tegen een discount verhandeld zijn.'

**Bennett:** 'Ik denk wel eens dat actieve managers in Europa dat niet toe willen geven. Misschien kunnen we wel zeggen dat de index hun werk makkelijker maakt. Zo bezien zitten managers niet in de investment- maar in de vermijdingsbusiness. Van bijvoorbeeld de Stoxx 600 Index zitten in de gemiddelde long-aandelenfondsen wellicht 60 aandelen, dat betekent dat zo'n negentig procent gemeden wordt.'

**In de Financial Times stond dat alle Nederlandse aandelenfondsen over de laatste vijf jaar een underperformance hebben laten zien. Dat is wel heel erg veel.**

**Lute:** 'Het is niet makkelijk een benchmark te hebben en het is buitengewoon moeilijk de beste fondsen te selecteren.'

**Bosma:** 'Ik ben net terug uit Londen en heb daar met veel verschillende managers gesproken, die allemaal in ongeveer vergelijkbare sectoren en aandelen zitten. Daarom hebben ze in het eerste kwartaal allemaal een behoorlijke underperformance laten zien. Het is heel lastig een manager te vinden die echt iets anders doet dan zijn collega's.'

**Veel Europese bedrijven hebben een significante exposure naar emerging markets.**

**Jansens:** 'Ik denk dat Europese managers niet genoeg naar innovatie kijken, bijvoorbeeld in gezondheidszorg en informatietechnologie.'

**Niemans:** 'Bij ons heeft zestig tot zeventig procent van de Europese managers het laatste jaar een outperformance laten zien. Ook over een langere periode zijn er genoeg managers die in staat zijn consistent de index te verslaan.'

**Tol:** 'Uit onze database voor Europese (large cap) aandelenproducten blijkt ook dat de resultaten best goed zijn geweest voor actief management in Europa over de laatste vijf jaar. Hierbij dient aangetekend te worden dat bij de meeste Europese large cap managers een groot gedeelte van deze performance verklaard kon worden uit stijlfactoren (kwaliteit, momentum en size). Hier was dus geen sprake van een pure alfa.'

**Lute:** 'Als generalist is het moeilijk de markt te verslaan. Wij richten ons op specialisten en laten portefeuilles samenstellen door heel actieve aandelenmanagers. Zij hebben een middellange tot lange beleggingshorizon en vermijden de waan van de dag, wat helpt om de benchmark te verslaan.'

**Jansens:** 'Wat ik soms mis, is de focus op thema's. Wij hebben een externe manager die internet als belangrijk thema heeft in alle betreffende sectoren en daarmee een uitstekend resultaat behaalt.'

**Niemans:** 'Maar loop je dan niet het risico dat er te veel focus op een bepaalde sector ligt? Ik geef de voorkeur aan een portefeuille met multiple managers, gericht op verschillende segmenten. Wij geven de voorkeur aan kwaliteit/groei en blijven af van het pure cyclische waardesegment omdat het moeilijk is over de hele cyclus heen waarde toe te voegen.'

**Bosma:** 'De meeste managers hebben te maken met de macro-economische omgeving. Vooral sinds de Europese crisis hebben velen het heel goed gedaan, dankzij meer macro-gerelateerde thema's als bijvoorbeeld het overwegen van Noord-Europese bedrijven versus onderwegen van Zuid-Europese bedrijven.'



**Heeft het verschil in performance tussen de Verenigde Staten en Europa er ook mee te maken dat er in Amerika meer terugkoop van aandelen plaatsvindt en daar meer aandacht voor het belang van aandeelhouders is?**

**Bennett:** 'Wij zijn er om de benchmark te verslaan en de Amerikaanse verschilt van de onze, omdat er bijvoorbeeld meer groei- en internetaandelen in zitten. Het mooie aan de vermogensbeheerindustrie is dat dingen veranderen. Waarde komt terug, God weet wanneer, maar het gebeurt. Afgelopen september zijn we begonnen olie te kopen en daar kregen we van klanten net zoveel vragen over als toen we zes jaar geleden pharma gingen kopen. Een actieve manager moet eenzaam kunnen zijn en de meeste willen dat niet. Zij staan stijf van de schrik na twee opeenvolgende kwartalen van underperformance. Een actieve manager moet zijn klanten meenemen naar de bodem. De meeste managers in Europa slagen er ook niet in de index structureel te verslaan, dus waarom niet kiezen voor een passieve kernportefeuille en een actieve satellietportefeuille?'

**Bosma:** 'Zouden er in de passieve portefeuille ook meer actieve keuzes moeten worden gemaakt, zoals de eurozone versus pan-Europees, bijvoorbeeld in verband met het Brexit-risico?'

> **Rico Bosma** is medeoprichter van WMP, Partner en Lid van het Investment Committee. Hij volgde sinds 1987 een groot aantal vakopleidingen en ontwikkelde zich binnen de financiële sector tot een allround professional in advisering en portfolio-management voor vermogende particulieren. Bosma rondde aan de Vrije Universiteit van Amsterdam de opleiding tot beleggings- en financieel analist af. Hij werkte eerder voor de Rabobank en Kempen & Co. Bosma is lid van de Nederlandse Vereniging van Belegginganalisten en is Certified EFFAS Financial Analyst.





> **Bob Homan** is sinds 2008 hoofd van ING Investment Office, de afdeling die de beleggingsstrategieën van ING beheert. Daarnaast is hij in de media het gezicht van ING als woordvoerder op het gebied van beleggen. Zijn vorige functie was Directeur Beleggen bij WestlandUtrecht Effectenbank. Homan heeft Economie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam.

**Bennett:** 'Zeker. Ik ben een Europese manager en leer elk jaar van de vele zaken waar ik niet goed in ben: biotechnologie, luchtvaartmaatschappijen, retailers. Ik maak me wel enige zorgen over het feit dat nogal wat asset managers kennelijk denken dat ze overal goed in zijn en in een passieve kernportefeuille allerlei accenten kunnen aanbrengen: niet alleen naar regio's en factoren maar ook naar gewichten. Dat lijkt me gevaarlijk.'

**Lute:** 'Daarom is het zo belangrijk niet één actieve manager te gebruiken, maar zes, zeven of zelfs acht managers op een portefeuille te zetten, waarvan we de exposures kennen en die, door de gewichten van de managers aan te passen, kunnen wijzigen als de omstandigheden veranderen. Dat helpt om de alfa van de portefeuille te stabiliseren.'

**Niemans:** 'Wij combineren twee concepten. Het eerste is dat je zo'n vijftig procent van de aandelenportefeuille consistent alloceert naar verschillende factoren en de andere helft is een actieve satellietportefeuille. Daarmee trap je niet in de valstrik van puur passief beleggen en aan de andere kant profiteer je van onderzoek dat is gedaan naar de effectiviteit van factorbeleggen. Als je het pure beta-deel combineert met een puur alfa-deel, kun je een veel consistentere outperformance behalen.'

**Lute:** 'In de praktijk bestaat er niet zoiets als een tweedeling tussen factor investing en actief management. Exposures naar

factoren en naar alfa zijn beide actieve beslissingen die zich nauwelijks laten onderscheiden.'

**Niemans:** 'Wij willen beta onderscheiden. Van actieve managers verwachten we dat ze waarde toevoegen door aandelenselectie waarbij stijleffecten minimaal zijn.'

**Tol:** 'In de praktijk is het heel moeilijk managers te vinden die helemaal geen stijlaccenten hebben. Uit ons onderzoek onder veertig actieve managers in Europa bleek dat zelfs een aantal core (stijlneutrale) managers een statistisch significante exposure naar kwaliteit, size en momentum hadden.'

**Bennett:** 'Daar ben ik het geheel mee eens: idiosyncrasie, purisme, is de heilige graal waarnaar lang gezocht kan worden. Er zijn kennelijk idiosyncratische stockpickers die meeliften op de beleggingsstijl van het moment. Zoals ik al zei: de beleggingsindustrie verandert voortdurend, als een eb- en vloedbeweging.'

**Tol:** 'Sommige managers blijven hun beleggingsstijl niet trouw. Er waren recent enkele Europese value managers die toch enigszins van hun stijl afgeweken waren om niet ver achterop te raken in termen van rendement.'

**Homan:** 'Dat is misschien wel een logische reactie, want anders ben je wellicht over vijf of tien jaar de beste value manager, maar heb je geen klant meer over. Als value dan weer terug is van weggeweest, kan niemand daarvan profiteren omdat er geen value managers meer zijn.'

**Bennett:** 'Het is waar dat je als asset manager slechts zo geduldig kan zijn als je klanten. Je moet rekening met hen houden. Ik denk bijvoorbeeld dat de koers van Nestlé en Unilever aan de hoge kant is, maar ik durf beide niet te onderwegen, want dan krijg ik te maken met ontevreden klanten.'

**Betekent dat dat je rekening moet houden met bijvoorbeeld een monetair beleid dat beleggers als het ware dwingt Nestlé en Unilever te kopen?**



**Bennett:** 'Ik denk dat de markten nu gegijzeld worden door centrale banken en macro hedge funds. Daar moet rekening mee worden gehouden. Ik denk dat er meer waarde in Volvo zit dan in Nestlé, maar mijn fonds bezit meer Nestlé- dan Volvo-aandelen.'

### Wie neemt zo'n beslissing? Degene die de aandelselectie doet, de manager, de belegger of iemand die de asset allocatie doet en als zodanig monetair beleid mee moet wegen?

**Lute:** 'Iedereen speelt een rol. De asset allocator moet erover nadenken wanneer monetair beleid een gunstige invloed heeft op de aandelenmarkt. Kwantitatieve verruiming vond het eerst plaats in de Verenigde Staten en is daar inmiddels gestopt. Dat gaf de VS een voorsprong - wat nu een nadeel is geworden ten opzichte van Europa - waar kwantitatieve verruiming op grote schaal plaatsvindt. Wat de rest van de onderliggende dynamiek in Europa betreft: dat kan het best beoordeeld worden door de aandelenmanagers zelf.'

**Tol:** 'Terzijde, maar interessant om te melden is dat de managers die de laatste jaren op onze deur hebben geklopt de managers waren met een groei/kwaliteit-accent in de portefeuille. Bijna geen value manager gezien. Dat wijst er wellicht op dat het nu tijd is om in value-aandelen te beleggen.'

**Bosma:** 'Als je nu een value manager benadert, is die daar meestal verbaasd over en zegt diegene dat we ons ervan bewust moeten zijn dat value de afgelopen jaren sterk achter is gebleven bij groei en dat dit nog best een tijd zo zou kunnen blijven. Overigens denken we niet dat we factoren goed kunnen timen. Daarom willen we een gemengde en goed gespreide portefeuille hebben. De kern is passief en groei en value vullen dat op. Zo heeft de portefeuille nooit een tilt naar groei of value.'

**Tol:** 'Factor timing is inderdaad zeer lastig. Momenteel zijn spreads in waarderingen in Europa echter dermate groot dat een overweging van value op dit moment niet onlogisch is in een Europese aandelenportefeuille.'

**Lute:** 'Het belang van timing moet niet overdreven worden. Het is voldoende om enigszins afgestemd te zijn op de veranderingen in de cycli van de verschillende factoren.'

**Bennett:** 'Wat mij betreft gaat dit om menselijk gedrag. Ik weet dat het een generalisatie is, maar het lijkt wel of iedereen een soort momentum-speler is geworden. We zijn gericht op een winst per aandeel (EPS)-momentum, wat dat dan ook is, een kwartaal EPS-momentum, ondersteund en opgehitst door aandeleninkopen in de Verenigde Staten, op kolossale waarderingen. Dat is in mijn ogen een onjuiste toewijzing van kapitaal. Ik denk niet dat je in aluminium of staal of cement moet gaan om waarde te krijgen. Er zit waarde in voedsel, in farma, je moet het alleen weten te vinden en daarom moet je als manager vechten tegen de menselijke natuur.'

**Niemand:** 'Het value-segment krimpt echt. Er zijn nog wel grote spelers in de markt die talloze value-strategieën aanbieden, maar voor de pure, boutique-achtige value-strategie is nog maar een handvol aanbieders. Zij worstelen aanzienlijk en hellen meer en meer over naar relatieve value in plaats van pure value. In de Verenigde Staten kun je een portefeuille opbouwen met defensieve value-aandelen. Dat is in Europa bijna onmogelijk. Daar kom je te zitten met een cyclische exposure naar value en waarom zou je dat in deze volatiele tijden willen?'

**Homan:** 'In een wereld waarin winnaars als Google of Facebook of Nike alles lijken te nemen, moet een belegger ook groeiaandelen bezitten, zelfs tegen relatief hoge prijzen. Als de prijs te hoog is, zullen de concurrenten in een paar jaar uit de markt verdwenen zijn.'

### Komt dat niet omdat het business model van deze geglobaliseerde wereld is veranderd? Een nieuw product gaat bij wijze van spreken binnen twee jaar als een virus over de wereld.

**Lute:** 'De mogelijkheden om met relatief weinig kapitaal een wereldwijd afzetgebied voor een nieuw product te vinden, zijn met name in de informatietechnologie inderdaad enorm. Het

> **Jan Jansens** is al meer dan 25 jaar actief in de investment management industrie. Hij begon zijn carrière bij de financiële afdeling van Unilever, heeft vervolgens gewerkt als Cash en Derivaten manager bij Stichting Pensioenfondsen Unilever Nederland 'Progress'. Later kreeg hij de verantwoordelijkheid voor de grootste (Nederlandse) aandelenportefeuille. Door de jaren heen bouwde hij een Europese portefeuille op. Na het outsourcen hiervan aan Unigest Company, heeft hij nog steeds de verantwoordelijkheid voor de huidige ESG-gedreven Pan-Europese aandelenportefeuille. Daarnaast monitort hij de externe Europese mandaten.





> **Fons Lute** is Client Portfolio Manager in het Client Portfolio Team bij Russell Investments. Hij is verantwoordelijk voor het beheer van portefeuilles van cliënten en adviseert hen over portefeuille constructie en asset allocatie. Lute is in maart 2016 bij Russell Investments in dienst getreden. Daarvoor werkte hij als managing director bij BlackRock Solutions in Londen. In eerdere functies was hij werkzaam bij Cyrt Investments, PGGM, Blue Sky Group, Fortis Investments, Delta Lloyd en bij de pensioenfondsen van Hoogovens en Grafische Bedrijven. Lute studeerde aan de Hogere Economische School in Amsterdam, is register beleggingsanalist en heeft een CEFA accreditatie.

risico van dit business model is echter ook hoog. Kijk bijvoorbeeld naar LinkedIn of Twitter.'

**Niemans:** 'We moeten ons ervan bewust zijn dat het om een ontwrichtend business model gaat. Door speciale marketing hebben bedrijven als Facebook en Apple heel veel marktaandeel gewonnen. Wie weet of er niet binnen vijf of tien jaar een ander ontwrichtend business model zal zijn? Wie had bijvoorbeeld ooit kunnen voorspellen dat bedrijven als Netflix op de telecommarkt zouden komen?'

**Bennett:** 'Ik ben geïnteresseerd in bedrijven die technologie gebruiken, of liever omarmen, om hun business model te versterken of hun business actief te verdedigen tegen oneerlijke Chinese concurrentie en die niet alleen maar afwachten wat er uit Azië komt. Dat vereist investeringen en kan, zoals bij het Franse bedrijf Bic, leiden tot een lagere winst per aandeel op de korte termijn. Ik denk dat Bic aantrekkelijk is, maar je moet wel over een langere beleggingshorizon beschikken.'

### Waarom is iedereen tegenwoordig gefocust op de volgende kwartaalwinst?

**Bennett:** 'De oorzaak is, wat ik maar noem, snel geld: performance. Hoeveel managers beheren nog gedurende twintig jaar hetzelfde fonds of passen vijfentwintig jaar

dezelfde strategie toe? Wij worden ontslagen na een paar slechte jaren, dus waarschijnlijk beginnen we ons al zorgen te maken na zes maanden en raken we in paniek na een jaar.'

**Bosma:** 'De vraag is of een echte langetermijnvisie nog wel mogelijk is in deze snel veranderende wereld. Alle langetermijngroeimodellen uit het verleden bleken achteraf dan wel frauduleus dan wel niet-duurzaam te zijn.'

**Niemans:** 'Je moet wel een langetermijnvisie hebben, maar die ook periodiek aanpassen omdat de marktomgeving steeds meer verandert.'

**Bennett:** 'Ik ben het eens met diegenen die zeggen dat goede beleggingen in het begin altijd een soort pijnlement moeten hebben. Dat leidt vaak tot contrair beleggen. Overigens, de beste hedge in de wereld is tijd. Tijd vrijwaart je van heel wat fouten.'

### Is innovatie in Europa in vergelijking met de Verenigde Staten een probleem?

**Jansens:** 'Nee, in het geheel niet. Er zijn veel Europese bedrijven die buitengewoon innovatief zijn, bijvoorbeeld BMW dat elk nieuw model van de nieuwste technologie voorziet, en ook SAP, dat al een aantal jaren de markt domineert op het gebied van ERP (Enterprise Resource Planning)-software. De lijst van dit soort ondernemingen is lang.'

**Niemans:** 'Het verschil tussen Europa en de Verenigde Staten is dat Europa zichzelf altijd heruitvindt en in staat is dingen meer efficiënt en op wereldschaal te doen, terwijl in de Verenigde Staten echt nieuwe ondernemingen als het ware uit het niets opkomen, ergens in Silicon Valley of een studentenhuis.'

**Homan:** 'De Boston Consulting Group heeft een lijst van de vijftig meest innovatieve bedrijven ter wereld opgesteld. BMW stond op zeven, maar Tesla was nummer drie of vier. Apple, Google en Microsoft waren nummer één, twee en drie. Siemens is nummer vijftig en General Electric vijftien. Het is duidelijk dat de Verenigde Staten het beter doen.'



**Jansens:** 'Het Nederlandse ASML had twintig jaar geleden drie concurrenten. Nu is het een monopolie. Wellicht is ASML een uitzondering, maar Intel heeft er daarom een belang in genomen.'

### Hoe moeten beleggers hiermee omgaan?

**Homan:** 'Misschien voor groei naar de Verenigde Staten gaan en value zoeken in Europa. Factoren hebben wellicht een wat langer bestaansrecht in de beleggingsindustrie dan regio's of sectoren, maar ik denk dat je ze kunt en moet timen. Waarom? Omdat ze misschien maar gedurende een periode van vijf jaar attractief zijn.'

**Lute:** 'We moeten ons realiseren dat we het hebben over innovatieclusters die het in speciale gebieden heel goed doen. Het is niet zo dat elk aandeel in de Verenigde Staten beter geïntegreerd is dan elders. Het is Silicon Valley dat een soort cultuur heeft gecreëerd waarin al deze IT-zaken het zo goed doen. In de mediawereld is New York bijvoorbeeld succesvoller dan in Californië. In Europa zijn ook clusters van innovatie, bijvoorbeeld de Eindhovense regio met ASML, NXP en vroeger Philips. Hetzelfde geldt voor Cambridge in het Verenigd Koninkrijk. Vaak gaat het hierbij om clusters van small caps waarvoor beleggers nog weinig aandacht hebben.'

**Tol:** 'Er zijn succesvolle clusters van innovatie in Europa, bijvoorbeeld in technologie waar ASML inderdaad een mooi voorbeeld van is. Maar er zijn ook gebieden waar sprake is van minder efficiency. De Europese farmaceuten wordt vaak verweten dat zij overgediversificeerd zijn, geen duidelijke focus in hun strategie hebben en bovendien te weinig aan innovatie doen.'

**Jansens:** 'Elke regio kent zijn eigen sterke punten. Neem de horloge-industrie in Zwitserland, die staat nog altijd in de wereldtop.'

**Niemans:** 'Kijk naar Philips, dat vroeger altijd op de verlichtingsbusiness gefocust was, en zich nu met name richt op gezondheidszorg. Er is bij nogal wat grote Europese

bedrijven, en vooral de Nederlandse, echt sprake van veel innovatie; zij zijn in staat zichzelf opnieuw uit te vinden, in tegenstelling tot de Verenigde Staten waar kleinere innovatieve bedrijven vaak worden opgekocht en geïntegreerd in een grote organisatie.'

### Is er voldoende innovatie in Europa?

**Tol:** 'Europese bedrijven financieren zich voor ongeveer tachtig procent met bankleningen en voor twintig procent via de kapitaalmarkten. Banken zijn veel terughoudender geworden met het verstrekken van leningen. Dat heeft ook gevolgen voor research & development van het Europese bedrijfsleven, wat een belangrijke drijver van innovatie is.'

**Bennett:** 'Bedrijven als Bic en het Zweedse Auto Leaf doen heel veel aan research & development en dat heeft er soms toe geleid dat na een aanzienlijke investering de koers van hun aandeel tijdelijk aanzienlijk daalde. Ik weet niet of de koers als gevolg van investeringen in de Verenigde Staten ook zo zou zijn afgestraft, maar het is duidelijk dat in Europa veel te veel aandacht voor de kortetermijnresultaten bestaat. Er moet juist in de toekomst geïnvesteerd worden, er is genoeg opwindende en ontwrichtende technologie.'

### Wat kunnen wij als vermogensbeheerders doen?

**Bennett:** 'Ik denk dat wij weggijken, daar maak ik mijzelf ook schuldig aan. Hoeveel slechte kwartalen kan ik hebben? Hoeveel procent kan ik achterblijven bij de benchmark? Dit jaar misschien vijf of zes procent, het is typisch een slechte periode voor mij. Maar ik raak in paniek als ik in het eerste kwartaal van volgend jaar twee procent achterloop, dan ga ik mijn werkwijze veranderen.'

**Lute:** 'Zijn wij echt institutionele beleggers of meer institutionele traders? In het laatste geval hebben we eigenlijk niet genoeg tijd om de volatiliteit te absorberen waarmee langetermijnbeleggers door de tijd heen geconfronteerd worden.'

> **Tom Niemans** is Portefeuille Manager binnen Altis Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders alsmede het managen van multimanager fondsen en klantportefeuilles. Voordat hij in 2013 bij Altis in dienst kwam, werkte hij als Performance & Risk Analyst binnen NN Investment Partners. Niemans studeerde International Business aan de Universiteit van Maastricht en is een CFA charterholder.







> **Ramon Tol** is afgestudeerd econoom (UvA) met een specialisatie in beleggingstheorie, financiering en kwantitatieve economie. Hij werkt sinds februari 2000 bij Blue Sky Group, waar hij als senior fund manager aandelen mede verantwoordelijk is voor manager selectie & monitoring. Tol is destijds betrokken geweest bij het implementeren en verder vormgeven van het manager selectie & monitoring proces. Hij spreekt regelmatig op congressen en publiceert regelmatig in diverse vakbladen.

**Tol:** 'Het is, denk ik, fair om te zeggen dat de beleggingshorizon van de klant ook korter is geworden. De vraag is waarom dat zo is. De oorzaak hiervan zou kunnen zijn de toegenomen regelgeving, de minder florissante dekkingsgraden met als gevolg een focus op kortetermijnrendement.'

**Lute:** 'De returnportefeuille staat bloot aan veel volatiliteit en daarvoor wil je beloond worden. Als die beloning maar uitblijft, wordt de nadruk logischerwijs gelegd op de korte termijn. Dat doet de belegger zelf en is niet per se opgelegd door de toezichthouder, die objectief gezien toch relatief geduldig is.'

*Ik denk dat de markten nu gegijzeld worden door centrale banken en macro hedge funds. Daar moet rekening mee worden gehouden.*

**Bennett:** 'Er is een jacht naar rendement. Er is weinig groei, dus is er een jacht naar groei met als gevolg dat groeiaandelen het heel goed doen. Ik denk dat de zaak op de spits wordt gedreven, waarna op een dag value weer terug zal keren.'

**Private equity en de lange termijn gaan wel goed samen?**

**Jansens:** 'Het is heel goed mogelijk dat er meer ruimte voor innovatie is in niet-genoteerde bedrijven.'

**Lute:** 'We moeten ons realiseren dat er een enorm aantal niet-genoteerde bedrijven bestaat. Ik denk wel dat veel institutionele beleggers op hun hoede zijn voor private equity omdat het redelijk onbekend en complex is en er beperkende regels zijn met betrekking tot niet-genoteerde markten.'

**Bosma:** 'Wellicht dat de politiek het daarom lastig maakt in private equity te investeren. De focus ligt op sprinkhanengedrag en torenhoge schulden in plaats van op de turn-around die private equity partijen vaak teweeg weten te brengen.'

## CONCLUSIE

Europese aandelen maken ongeveer dertig procent uit van de wereldwijde portefeuilles. Ze zijn dus van groot belang, ook vanwege de uitgekeerde dividenden. Veel in Europa gevestigde bedrijven zijn wereldwijd actief; Europa is het grootste handelsblok ter wereld. In Europa gaan de bedrijfswinsten zich waarschijnlijk gunstiger ontwikkelen dan in de Verenigde Staten. Europese aandelen lijken goedkoper dan Amerikaanse en de dividenden zijn hoger, maar het is zaak hier geen appels met peren te vergelijken. Immers, de vergelijkingen vinden plaats op indexniveau. Een eventuele Brexit is een risico en zal erger zijn voor de Europese aandelenmarkten dan voor de Verenigde Staten of emerging markets. Hoewel veel Europese bedrijven

buitengewoon innovatief zijn, doen ondernemingen uit de Verenigde Staten het gemiddeld beter als het om innovatie gaat. In Europa bestaat over het algemeen te veel aandacht voor kortetermijnresultaten, wat een negatief effect heeft op research & development en dus innovatie. Beleggers zouden hierop in kunnen spelen door misschien voor groei naar de Verenigde Staten te gaan en value te zoeken in Europa. Er is weinig groei, dus is er een jacht naar groei, met als gevolg dat groeiaandelen het goed doen. Waarschijnlijk wordt de zaak op de spits gedreven en zal op een dag value weer terugkeren. Spreads in waarderingen in Europa zijn momenteel dermate groot dat een overweging van value niet onlogisch is in een Europese aandelenportefeuille.