



## Beleggingsfilosofie Wolkers & Co

In 2010 hebben wij onze beleggingsfilosofie op schrift gezet en met onze klanten gedeeld. Na ruim 5 jaar is het tijd om een en ander weer eens grondig tegen het licht te houden. Niet omdat het beleid van de afgelopen jaren radicaal moet worden aangepast; wel omdat we van mening zijn dat we in bijzondere, en in sommige opzichten extreme, economische tijden leven.

Graag willen we deze update van onze beleggingsfilosofie met je delen, en opnieuw vastleggen hoe dit leidt tot de relatie die wij met je nastreven en de wijze waarop wij onze adviezen zullen inrichten. We vinden het belangrijk dat je weet hoe wij tegen beleggen aankijken, omdat je dan zelf af kunt wegen of onze filosofie je aanspreekt. Overigens is vermogensbeheer maar één aspect van de diensten die Wolkers & Co verleent. Wij denken dat onze toegevoegde waarde evenzeer ligt in onze geïntegreerde aanpak, waarin we fiscale, administratieve en beleggingsdiensten aanbieden in nauwe samenwerking met Masman Bosman *accountants & belastingadviseurs*. We beperken ons nu tot het beleggingsgedeelte.

Beleggen betekent per definitie risico lopen. Risico is een begrip dat zorgt voor veel verwarring. Het is geen eenduidig begrip, en valt uiteen in verschillende vormen. We gaan eerst in op de vraag welk risico naar verwachting wordt beloond met rendement. Daarna belichten we de factoren die het verwachte rendement negatief kunnen beïnvloeden. Vervolgens bespreken we hoe we samen je individuele beleggingsbeleid uitwerken, waarbij de verdeling tussen de risicomijdende en de risicodragende portefeuille aan de orde komt. Tenslotte evalueren we de marktomgeving van dit moment, en hoe dat invloed heeft op de manier waarop wij je beleggingsportefeuille inrichten.



## Risico lopen is onvermijdelijk als belegger – hoeveel risico wil je lopen, en waarom?

**Welk gedeelte van je vermogen hoort thuis in een risicomijdende portefeuille, en welk gedeelte in een risicodragende portefeuille?** Dit is een van de belangrijkste vragen die we samen moeten beantwoorden. Dat kan pas nadat je een beeld hebt gekregen van wat de relevante risico's zijn, welk risico naar verwachting wordt beloond en het belang van de factor tijd, weerspiegeld in de lengte van je beleggingshorizon.

**Op lange termijn belonen financiële markten het nemen van risico naar verwachting met rendement.** Maar niet alle risico's; de markt beloont alleen het risico dat overblijft nadat je je vermogen zo goed mogelijk hebt gespreid binnen je risicodragende beleggingen. Dit resterende risico is niet te vermijden en wordt het *marktrisico* genoemd. Het wordt gedefinieerd als de geschatte beweeglijkheid van rendementen op een termijn van een jaar.<sup>1</sup> Het is bewezen dat een optimaal gespreide portefeuille de beste verhouding biedt tussen risico en rendement.<sup>2</sup> Wie onvoldoende spreidt, loopt nodeloos extra risico. Dit extra risico betaalt zich naar verwachting niet uit in extra rendement. Of omgekeerd: goed spreiden levert kosteloos voordeel. Je risico daalt naar het marktrisico, zonder dat je verwachte rendement afneemt. Spreiden is essentieel.

**Elke beleggingscategorie heeft zijn eigen marktrisico.** Het verwachte rendement per beleggingscategorie hangt samen met het daarop te lopen marktrisico. Aandelen zijn riskanter dan vastgoed, vastgoed is riskanter dan staatsobligaties, en staatsobligaties zijn riskanter dan kasgeld.<sup>3</sup> Daarom mag je verwachten dat op lange termijn het rendement op kasgeld onder dat van staatsleningen zal liggen, die op hun beurt weer minder zullen renderen dan vastgoed en dat aandelen het hoogste rendement zullen bieden. Anders gezegd: de markt levert risicopremies ten opzichte van het beleggen in kasgeld.<sup>4</sup> Hoe hoger het marktrisico, des te hoger de te verwachten risicopremie. Wie die premies wil incasseren, moet onvermijdelijk bereid zijn om marktrisico te lopen.

**Valuta's zijn geen beleggingscategorie.** Als je goed wil spreiden, moet je internationaal beleggen. Valuta's laten elk jaar een positief dan wel negatief rendement zien tegenover de euro en leveren daarmee risico op. Maar er is geen sprake van een risicopremie. De reden is simpel: doe een gedachte-experiment waarin je alleen de euro en de Amerikaanse dollar hebt. De eventueel verwachte positieve risicopremie voor de euro zou dan de verwachte negatieve risicopremie voor de dollar moeten zijn. Dat kan niet, want wie wil risico lopen waarvoor ook nog eens rendement ingeleverd moet worden? Dit probleem treedt alleen niet op bij een verwachte risicopremie van 0%.<sup>5</sup> Omdat je naar verwachting niet wordt beloond voor het valutarisico valt er veel voor te zeggen dit risico gedeeltelijk<sup>6</sup> af te dekken, indien de transactiekosten daarvoor laag zijn.

---

<sup>1</sup> De technische term hiervoor is volatiliteit. Stel dat het verwachte rendement van een portefeuille 4% is met een verwachte volatiliteit van 10%, dan zal het feitelijke rendement in een jaar met 95% zekerheid uitkomen tussen  $4\% - 2 \cdot 10\%$  en  $4\% + 2 \cdot 10\%$ , ofwel tussen de -16% en de +24%.

<sup>2</sup> Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments (1959, Nobelprijs winnaar Harry Markowitz).

<sup>3</sup> Er zijn nog meer categorieën, b.v. grondstoffen, kunst, bijzondere wijnen enzovoorts. Of deze een toekomstige risicopremie opleveren is meer speculatief.

<sup>4</sup> Kasgeld wordt geacht risiceloos te zijn, en heeft daarmee per definitie geen risicopremie. Het heeft normaliter wel een rendement, maar het zijn momenteel bijzondere tijden.

<sup>5</sup> Ondanks een verwachte risicopremie van 0% kunnen sommige partijen overigens wel geld verdienen aan de valutahandel; met de nadruk op het woord handel.

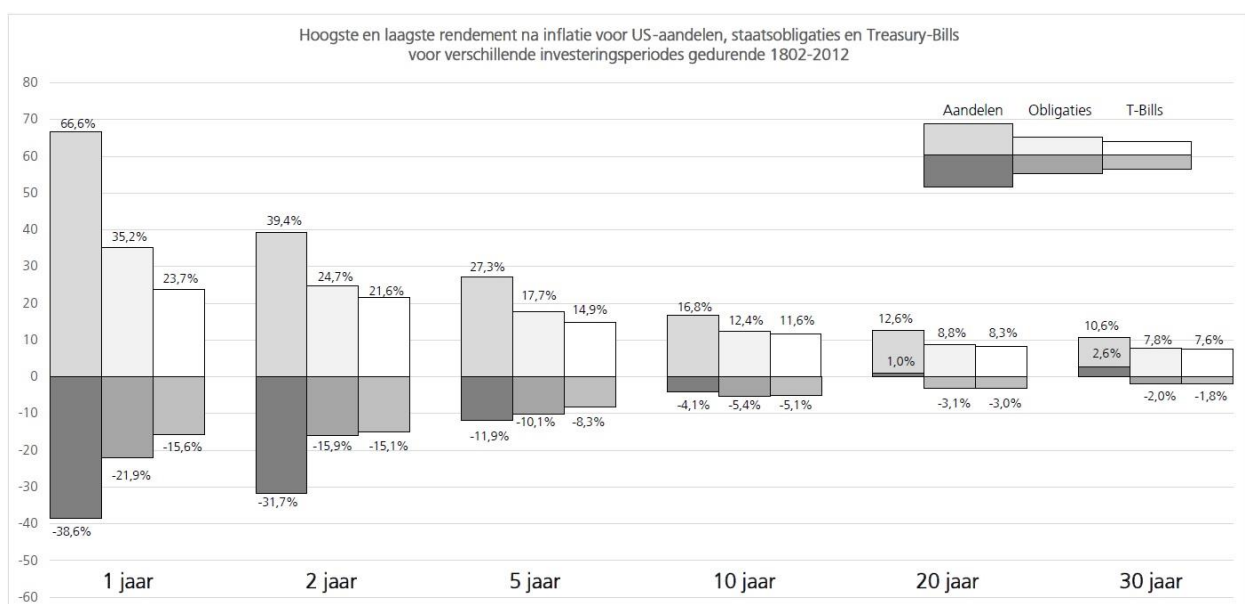
<sup>6</sup> Gedeeltelijk, omdat aandelenmarkten deels compenseren voor valutabewegingen: als de valuta in waarde daalt, worden exporten goedkoper en stijgen de winsten van exporteurs in het betreffende land.



**Een verwachte risicopremie is geen gegarandeerde risicopremie.** Het te realiseren rendement op een beleggingsportefeuille is op jaarbasis slecht voorspelbaar en kan sterk afwijken van wat vooraf werd verwacht. Zowel de sterke daling op de aandelenmarkten van midden 2007 tot begin 2009 als gevolg van de financiële crisis, alsmede het opmerkelijke herstel van de koersen in de jaren daarna illustreren dat overduidelijk. Er is geen betere manier om foute beleggingsbeslissingen te nemen voor de lange termijn dan je veel zorgen te maken over wat er op korte termijn kan gebeuren. Daarom is de vraag 'Hoe lang is je beleggingshorizon?' essentieel om te beantwoorden. Heb je bijvoorbeeld je vermogen over drie jaar nodig, dan kun je het risico van negatieve rendementen op die vrij korte termijn niet negeren; de risicomijdende portefeuille is dan het aangewezen instrument. Maar heb je vermogen waar je lange tijd niet afhankelijk van bent, dan is het zinnig zo veel mogelijk risicopremies te oogsten. Rationeel gezien zou je dat vermogen geheel risicodragend moeten beleggen.

**Wat voor risicopremies mag je verwachten?** In zijn standaardwerk 'Stocks for the Long Run' heeft Jeremy Siegel studie verricht naar de rendementen op Amerikaanse aandelen, staatsobligaties en T-bills als benadering van kasgeld. Over de periode 1802 tot 2012 waren de zogeheten reële rendementen – dat wil zeggen gecorrigeerd voor koopkrachtverlies door inflatie – respectievelijk 6,6%, 3,6% en 2,7% per jaar.<sup>7</sup> Het is daarom redelijk te verwachten dat aandelen ten opzichte van kasgeld als risicoloze belegging op de lange termijn een risicopremie zullen oogsten van rond 4% per jaar. Voor obligaties lijkt een risicopremie van circa 1% per jaar tegenover kasgeld redelijk. Misschien lijkt een risicopremie van 4% voor aandelen niet zo veel, maar op een horizon van 20 jaar betekent dit dat je aandelenportefeuille *naar verwachting* uiteindelijk zo'n 2,2 keer de koopkracht zal hebben van dezelfde portefeuille in kasgeld. Dat is een aanzienlijk verschil. Het geeft ook aan dat je met beleggingen in 'risicoloos' kasgeld juist een groot risico kunt lopen om in de toekomst niet aan je bestedingsdoelen te kunnen voldoen.

**Hoe langer de beleggingshorizon, hoe minder onzeker de risicopremie blijkt.** Als je in de geschiedenis kijkt, is iedereen die *en* de beleggingshorizon heeft om marktrisico te dragen *en* in staat is om koers te houden qua beleggingsbeleid daarvoor goed beloond, zoals hier is te zien:



Bron: J.J. Siegel, 'Stocks for the Long Run'

<sup>7</sup> Voor wie dat wel erg ver terug in de geschiedenis vindt: over de naoorlogse periode 1946 tot 2012 was het reële rendement op aandelen met 6.4% daaraan vrijwel gelijk.



Uit analyse van historische reële rendementen op Amerikaanse aandelen<sup>8</sup> blijkt dat er geen 20-jaars periode was te vinden waarin dit onder de 1% gemiddeld per jaar lag, terwijl voor staatsobligaties en kasgeld periodes van 20 jaar zijn te vinden waarin dit reële rendement voor beide rond de 3% procent *negatief* per jaar lag. Op een horizon van 10 jaar zijn er wel periodes te vinden waarin aandelen een gemiddeld negatief reëel rendement haalden, maar in dat geval was de uitkomst voor obligaties en kasgeld nog slechter. Het lijkt er daarmee op dat kasgeld en staatsobligaties op een termijn vanaf 10 jaar riskanter zijn in termen van koopkracht dan aandelen, ondanks het feit dat aandelen van jaar tot jaar veel meer schommelingen in rendement laten zien. De enige rationele beslissing voor wie vermogen heeft dat voor een periode van 10 jaar of meer ter beschikking staat, is om dit voor 100% in aandelen te beleggen. Het begrip risico transformeert op haast magische wijze met het langer worden van de beleggingshorizon. Is die kort, dan is de gangbare definitie van risico, de geschatte beweeglijkheid van rendementen, een prima maatstaf. Maar naarmate die beleggingshorizon langer wordt, is het wijzer om risico te definiëren als de kans op koopkrachtverlies.

***Samenvattend:*** *spread je investeringen, vermijd risico's die niet worden beloond en oogst zoveel mogelijk risicopremies als je beleggingshorizon toelaat.*

### Welke factoren kunnen het verwachte rendement negatief beïnvloeden?

Ook voor lange-termijn beleggers zijn er bedreigingen voor het op basis van risicopremies verwachte rendement. De belangrijkste hiervan zijn:

**Permanent verlies van vermogen.** Bij een goed gespreide portefeuille is een volledig en permanent verlies van vermogen onwaarschijnlijk. Maar ook dan kan je niet aan tussentijdse marktcorrecties ontkomen. En wie in paniek op het dieptepunt van de markten in het eerste kwartaal van 2009 al zijn aandelen verkocht om de opbrengst op kasgeld te zetten, had misschien wel de helft van zijn aandelenvermogen permanent verloren. Gelukkig heeft geen van onze klanten deze fout gemaakt. Wij denken dat het uitermate moeilijk is om de markt te timen. Het blijkt in de praktijk namelijk niet te lukken om consequent alle macro-economische variabelen, de reactie van marktpartijen daarop en de daaruit voortvloeiende marktbevingen te voorspellen. Dat komt deels omdat sommige ontwikkelingen fundamenteel onvoorspelbaar zijn, zoals bijvoorbeeld natuurrampen. De conclusie: wijk niet af van je eenmaal vastgestelde lange-termijn beleggingsbeleid.

**Het rendement op je beleggingen ligt onder het marktrendement.** De markt biedt risicopremies, maar tussen wat de markt geeft en wat je daadwerkelijk ontvangt liggen kosten, al dan niet verborgen. De totale kosten die besteed worden aan het beheer van beleggingsportefeuilles spelen op lange termijn een belangrijke rol bij het uiteindelijk te behalen rendement. Wij eisen en leveren volledige transparantie met betrekking tot de totale kosten van beheer en administratie bij onze externe fondsbeheerders. Ook slecht portefeuillemanagement bij externe fondsbeheerders kan veel geld kosten. Twee factoren zijn hierbij belangrijk. De eerste is het negeren van waardering. Het is een historisch gegeven dat goedkope aandelen het als groep gemiddeld beter doen dan dure, ook al lijkt het 'verhaal' bij dure aandelen vaak veel aantrekkelijker. Maar een fantastisch bedrijf is alleen een goede investering als je er niet te veel

---

<sup>8</sup> Eveneens uit 'Stocks for the Long Run' van J.J. Siegel. Hoewel je resultaten van US aandelen niet zonder meer mag vertalen naar andere landen, zijn er geen goede redenen om aan te nemen dat op wereldniveau de zaak veel anders ligt, zolang je goed spreidt.



voor betaalt. De tweede factor is het overmatig muteren van een portefeuille. Transactiekosten zijn zeker, de opbrengsten daarvan niet.<sup>9</sup>

**Een inconsistent beleggingsbeleid.** Wij zoeken altijd naar managers die een gedisciplineerd, transparant en helder beleggingsproces hebben ontwikkeld waarvan ze niet afwijken. Continuïteit van beleid is belangrijk. Het is al moeilijk genoeg om het beter te doen dan de markt. Het gemiddelde resultaat van actief beleggende managers als groep geeft in dat opzicht weinig reden tot optimisme. En als je er niet zeker van bent wat een vermogensbeheerder doet, dan leidt een tijdelijk rendement lager dan de markt al snel tot ongerustheid. Als je echter vertrouwen hebt in het proces, dan geeft een zwakke periode juist de mogelijkheid om extra vermogen aan deze beheerder toe te wijzen. Wij zoeken naar *op de lange termijn* succesvolle beheerders, met goed gedocumenteerde historische rendementen boven het marktgemiddelde. Hierbij zijn we argwanend tegenover partijen die het extreem goed gedaan hebben gedurende een beperkte periode, dan wel gouden bergen voor de toekomst beloven; dat is vaak geen goed teken. Tenslotte zien we graag een stabiele organisatie met weinig verloop onder het personeel.

**Samenvattend:** *permanent verlies van vermogen moet voorkomen worden, en dat wordt vooral bereikt door niet af te wijken van het gekozen beleggingsbeleid, in combinatie met een optimale spreiding van de portefeuille. Ook slecht vermogensbeheer en een inconsistent beleggingsbeleid bij externe fondsbeheerders kunnen leiden tot een aanzienlijk verschil tussen het rendement dat de markt je kan leveren en het rendement dat je daadwerkelijk realiseert.*

### Het bepalen van je beleggingsbeleid

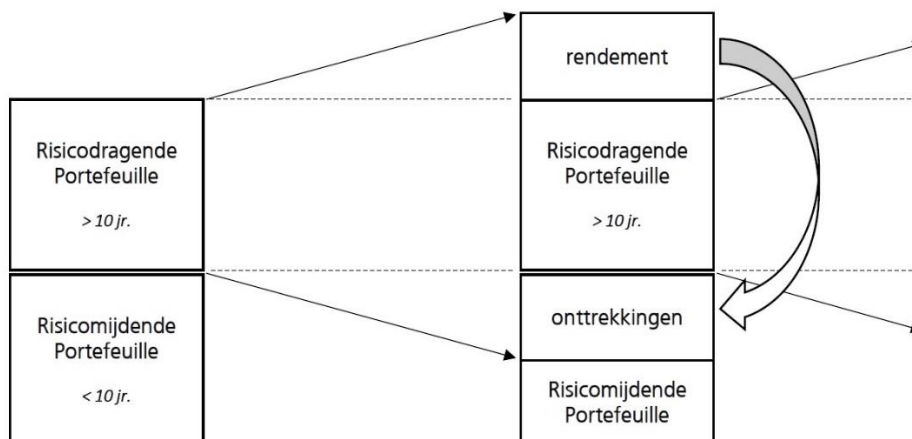
Hoe vertalen wij het voorgaande in een individueel beleggingsbeleid? In de eerste plaats wordt vastgesteld welk bedrag voor de komende 10 jaar beschikbaar moet zijn voor consumptie. Dit bedrag komt neer op wat na belastingen nodig is om de gewenste levensstandaard op peil te houden. Ook met andere geplande uitgaven, zoals voorgenomen schenkingen moet rekening worden gehouden. Het zo vastgestelde bedrag wordt belegd in de risicomijdende portefeuille. Indien zelfs het kleinste deel van de risicomijdende portefeuille niet verloren mag gaan, zal deze portefeuille uitsluitend uit deposito's of spaarrekeningen bestaan. Indien een klein verlies acceptabel is, komen ook andere beleggingen met een laag korte-termijn risico in beeld. Door een bedrag af te zonderen in een risicomijdende portefeuille, wordt de rust gecreëerd die nodig is om eventueel sterk dalende markten gelijkmoedig te doorstaan, om zo te kunnen profiteren van een daaropvolgend herstel.

Het resterende vermogen, wat niet in de komende 10 jaar voor consumptie beschikbaar hoeft te zijn, wordt belegd in de risicodragende portefeuille. Jaarlijks evalueren we de verdeling tussen de risicomijdende en risicodragende portefeuille en bekijken we of het gewenst is om de risicomijdende portefeuille aan te vullen vanuit het behaalde rendement in de risicodragende portefeuille. Indien dat het geval is, wordt een gedeelte van de risicodragende portefeuille overgedragen naar de risicomijdende portefeuille. Hierna hebben we dit schematisch als volgt weergegeven:

---

<sup>9</sup> Er bestaat overigens een groep portefeuillebeheerders die zich richten op 'onjuiste' prijzen van effecten op de korte termijn. Eigenlijk is dat meer handelen dan beleggen, maar ook dat kan winstgevend zijn. Het grootste risico is een beheerder (of klant!) die te veel handelt, terwijl hij denkt belegger te zijn.





In de risicodragende portefeuille wordt volgens een 'kern met satellieten' systeem belegd.

De **kern** van je portefeuille zal bestaan uit fondsen die beleggen in aandelen van grotere ondernemingen in ontwikkelde markten zoals Europa, Japan en de VS. In de kernportefeuille willen we er vooral zeker van zijn dat de aandelen in deze portefeuille 'goedkoop' zijn. Vanwege de aard van de beleggingen gebruiken we hier externe managers voor die het op een lange termijn beter hebben gedaan dan het marktgemiddelde, kostenbewust zijn, niet te frequent handelen en waarvan het management bij voorkeur ook in zijn eigen fonds belegt.

De **satellieten** bestaan uit fondsen die zich richten op markten waar de beheerder meer kans zou moeten hebben om waarde toe te voegen. Voor de satellietportefeuille zoeken we fondsen die bij kunnen dragen aan een hoger verwacht rendement voor de totale portefeuille, of aan het reduceren van het totale risico van de portefeuille – en in het ideale geval beide tegelijk. Vaak zijn dit fondsen waar een kleinere, hoog gespecialiseerde groep mensen de gelegenheid heeft om van complexe beleggingsmogelijkheden te profiteren. Voorbeelden zijn aandelen van (zeer) kleine ondernemingen, aandelen in de kleinste van de opkomende markten, of leningen van bedrijven die in zwaar weer verkeren. In de satellietportefeuille passen ook opportunistisch gekozen fondsen die kunnen profiteren van bijzondere gebeurtenissen of omstandigheden, die profiteren van koersbewegingen op de kortere termijn, of die hun marktrisico gedeeltelijk afdekken. Het is bij satellietfondsen belangrijk dat ze zich bewust zijn van de grens aan wat ze aan vermogen kunnen beheren. Hoe groter de omvang van zo'n fonds, hoe moeilijker het wordt om waarde toe te voegen.

**Samenvattend:** het beschikbare vermogen wordt gesplitst in een risicomijdend en een risicodragend deel. De risicomijdende portefeuille geeft de rust om de risicodragende portefeuille voortdurend met een lange-termijn perspectief te beheren. De risicodragende portefeuille wordt volgens een 'kern met satellieten' systeem belegd.

### Een evaluatie van de marktomstandigheden.

Het zal inmiddels duidelijk zijn dat we tot het kamp van de lange-termijn beleggers behoren. We accepteren dat gebeurtenissen die op korte termijn een belangrijke invloed op de waarde van het vermogen hebben, zeer slecht voorspelbaar zijn. We willen ons niet laten verleiden de nabije toekomst te voorspellen. Dat wil niet zeggen dat we consequent de marktomstandigheden



negeren, maar uitsluitend langdurige veranderingen in de omgeving zullen worden vertaald naar een andere invulling van de portefeuilles van onze klanten.

Centrale banken hebben sinds de financiële crisis wereldwijd de geldhoeveelheid op laten lopen en schuldpapier opgekocht. Dit heeft geleid tot een opmerkelijk herstel van de aandelenmarkten. Maar het heeft ook geresulteerd in lange- en korte rentes die rond een historisch dieptepunt staan en in sommige markten zelfs negatief zijn. De gemiddeld te ontvangen rente op kasgeld in Nederland was op moment van schrijven rond de 0%. Bij een risicopremie van 4% is het dan een redelijke aanname dat het te verwachten reële rendement op aandelen voor de komende 10 jaar rond de 4% per jaar uitkomt.<sup>10</sup> Let wel, dit is geen voorspelling waar een pessimistische visie aan ten grondslag ligt, maar een neutrale verwachting op basis van historische risicopremies en actuele marktgegevens. Iedereen die op dit moment jaarlijkse reële rendementen van 7% of meer verwacht op aandelen zal daarvoor in onze beleving een heel goede verklaring moeten hebben.

Het zou kunnen zijn dat de reële rendementen op aandelen de komende 10 jaar onder die 4% uitkomen. De reden is dat de rentes nauwelijks verder omlaag kunnen. Marktpartijen zijn misschien tijdelijk bereid te betalen voor het parkeren van grote hoeveelheden geld, maar uiteindelijk zullen ze ervoor kiezen bankbiljetten in kluizen te stoppen.<sup>11</sup> Maar de rentes kunnen wel omhoog. We voorspellen niet dat dit gebeurt; we constateren alleen dat het renterisico na een aanzienlijke daling van de lange en korte rente sinds de jaren '80 nu asymmetrisch is. En de geschiedenis leert ons dat reële rendementen op aandelen ten tijde van stijgende rentes vaak onder het gemiddelde uitkomen.

Daarnaast is het twijfelachtig of de centrale banken van Amerika, Japan en Europa in staat zullen zijn om nog heel lang door te gaan met het beleid van geldcreatie, lage korte rentes en het opkopen van schuldpapier. Het is niet te voorspellen hoe de financiële markten zullen reageren op een eventueel einde aan de ruim-geldpolitiek, maar wij zijn daar niet optimistisch over. Dit is vooral ingegeven omdat bedrijfswinsten in de VS al ruim twee jaar dalen, maar de aandelenmarkten zijn blijven stijgen. Dit heeft geleid tot waarderingenniveaus boven het lange-termijngemiddelde. Dergelijke periodes worden vaak gevolgd door een periode waarin aandelen onder het gemiddelde renderen.

Wat betekent dit voor ons selectiebeleid voor fondsen? Geen grote afwijkingen van de bestendige beleidslijn, maar wel accentverschuivingen. Zo is het op dit moment bijzonder moeilijk te pleiten voor staatsobligaties, die bovendien geen enkele bescherming bieden tegen een eventueel oplopende inflatie. Ook bedrijfsobligaties lijken thans onvoldoende compensatie te bieden voor het risico. De risicomijdende portefeuilles bestaan al geruime tijd vrijwel uitsluitend uit deposito's en spaargeld. Ondanks het te verwaarlozen rendement hierop is dit een belangrijke keuze en ons pleidooi blijft hierbij: discipline en geduld.

De risicodragende satellietportefeuille zal waar mogelijk worden uitgebreid met fondsen die de risicodragende portefeuille als geheel minder gevoelig maken voor eventueel teleurstellende rendementen op aandelen of heftige schommelingen op de financiële markten. Hetzelfde geldt voor fondsen die beleggingen nastreven waarvan de rendementen naar verwachting in zekere mate onafhankelijk zullen zijn van andere fondsen.

<sup>10</sup> Omdat de inflatie in Europa ook rond de 0% ligt, zal het nominale rendement (= reëel rendement plus inflatie) daar naar verwachting ongeveer gelijk aan zijn.

<sup>11</sup> <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-06/cash-in-a-box-catches-on-in-switzerland-as-negative-rates-bite>



**Samenvattend:** *als het verwachte rendement op aandelen over de komende 10 jaar afwijkt van het langjarig gemiddelde, is de kans groter op een afwijking naar beneden dan naar boven. In de risicodragende portefeuilles zoeken we naar fondsen met een lage correlatie met de wereldwijde aandelenmarkten om de risicodragende portefeuille als geheel minder gevoelig te maken voor grote marktcorrecties.*

### Slotwoord

Wolkers & Co bestaat sedert 1996. Met een van onze fondsmanagers hebben we al zo'n 20 jaar een zakelijke relatie en met de meeste anderen meer dan 10 jaar. Onze klanten hebben een aantal grote marktcorrecties doorstaan zonder het afgesproken beleggingsbeleid te veranderen, en we zullen ons uiterste best doen om daar weer voor te zorgen in de onvermijdelijke toekomstige correcties. Want alleen wie niet bezwijkt voor de Sirenenzang<sup>12</sup> om in tijden van onrust naar 'veilig' kasgeld te gaan, zal in staat zijn om de risicopremies volledig te oogsten in de risicodragende portefeuille.

Den Haag, oktober 2016

---

<sup>12</sup> De Sirenen waren wezens uit de Griekse mythologie, half vogel, half vrouw, die met hun gezang de voorbijvarenden naar het strand van hun eiland lokten, waar zij op de klippen schipbreuk leden...