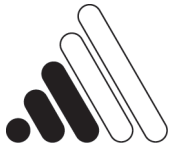


# ING (L) Invest EMU Equity P Acc

**Benchmark Morningstar Categorie**  
MSCI EMU NR USD

## Morningstar Kwalitatieve Rating



Elite  
Superior  
▶ **Standard**  
Inferior  
Impaired

## Oliver Kettlewell

Morningstar Analyst

## Samenvatting

**Team:** Jan Luschen is een zeer ervaren fondsbeheerder, met name op het gebied van Europese aandelen.

**Fondshuis:** ING IM heeft een aantal veranderingen ondergaan, die in het belang van beleggers zijn. Wel zijn de kosten van van veel fondsen helaas verhoogd.

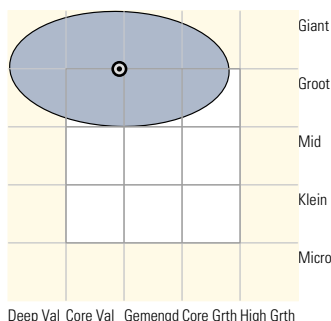
**Proces:** Het proces bestaat uit aandeelonderzoek van analisten in combinatie met de eigen visie van Luschen. We vinden het goed dat de beheerder sinds zijn aantreden de concentratie in de portefeuille heeft vergroot.

**Rendement:** 2009 was een uitstekend jaar, maar de staat van dienst over de lange termijn is matig ten opzichte van vergelijkbare fondsen.

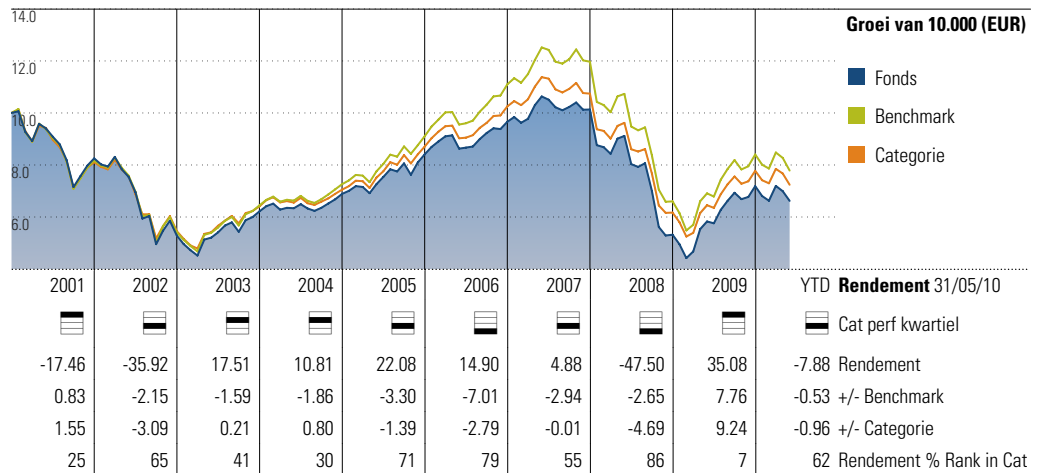
**Kosten:** De kosten zijn gemiddeld.

**Rol in Portefeuille:** Kernpositie—De goede spreiding op aandeel- en sectorniveau maakt dit fonds geschikt voor de kernpositie binnen een beleggersportefeuille.

## Morningstar Style Box: Ownership Zone



● Centroid = weighted average of stock holdings  
● Zone = 75% of fund's stock holdings  
(as of 30/04/10)



## Morningstar Opinie

10 mrt 2010 | Dit fonds hanteert een pure bottom-up beleggingsaanpak.

Wij denken dat fondsbeheerder Jan Luschen een goede bottom-up stock-picker is. Vorig jaar was er bijvoorbeeld een positief aandelenselectie-effect in negen van de tien sectoren ten opzichte van de MSCI EMU Net Return Euro benchmark, wat leidde tot een bovengemiddeld jaarrendement van 35%. De beheerder wil dat het rendement gedreven wordt door aandelen, niet door sectoren, en daarom laat hij de de sectorwegingen doorgaans niet meer dan 2% van de benchmark afwijken. Dit houdt het beleggingsproces verbonden met Luschen's aanpak gericht op fundamentele analyse, maar het geeft de portefeuille niet veel ruimte om zich te verschuilen wanneer een sector een vrije val maakt, zoals de financiële sector in 2008.

Eén van de veranderingen die Luschen doorvoerde toen hij in 2006 het fonds in handen kreeg, was het verhogen van de concentratie van het fonds. Het aantal aandelenposities in de portefeuille is gezakt van ongeveer 100 naar 60 sinds zijn komst. Deze verandering zorgt ervoor dat de beheerder zijn voorkeuren met overtuiging kan implementeren. Tegelijkertijd neemt het aandeelspecifieke risico binnen de portefeuille toe en tevens de standaarddeviatie van het fonds bovengemiddeld gemaakt, maar we zien dit niet als

zorgwekkend. Dit fonds kan zelfs als een kernpositie gebruikt worden in de portefeuille van een belegger vanwege de goede sectordiversificatie en de focus op large-cap aandelen binnen ontwikkelde markten van de eurozone.

Het fonds kent ook ervaren management en uitgebreide ondersteuning. Luschen heeft 32 jaar beleggingservaring en kwam bij ING met een goede staat van dienst; de Nederlandse en Europese aandelenfondsen waar hij bij Aegon mee gewerkt had deden het bovengemiddeld binnen hun categorie van 2000-2006.

Bij ING is Luschen één van in totaal drie portefeuillebeheerders die samen het ING pan-Europese aandelenteam uitmaken. Verdere ondersteuning komt van 26 analisten. Voor 2009 bevonden sommige analisten zich in Brussel, maar vorig jaar bracht ING al het beleggingspersoneel onder één dak. Het hele team bevindt zich nu in Den Haag, wat onderlinge communicatie een stuk makkelijker maakt, maar wel tot vertrek van sommige analisten leidde.

ING (L) Invest EMU is een degelijk beheerd fonds met een duidelijke beleggingsaanpak. Hoewel 2009 een prima jaar was, is de staat van dienst over de lange termijn tegenvallend. Onder de leiding van Luschen heeft het fonds tot zover 67% van de Morningstar categorie Aandelen Eurozone Large-Cap voor zich moeten dulden. De kosten van het fonds zijn ook gemiddeld. Het fonds krijgt de Morningstar "Standard" rating.

Morningstar categorie	Aandelen Eurozone Large Cap
Benchmark Manager	100% MSCI EMU NR EUR
Oprichtingsdatum	16/03/1999
12 mnd.div.rend. %	0.00

ISIN	LU0095527585
Vestigingsland	Luxemburg
Juridische Status UCITS	SICAV
Basisvaluta	EUR
Totaal netto vermogen	EUR 220.09 Mil

# ING (L) Invest EMU Equity P Acc

**Benchmark Morningstar Categorie**

MSCI EMU NR USD

Manager	Jan Luschen
Aanvangsdatum	31/01/07
Aantal jaren bij fonds (team)	3.41
Aantal jaren ervaring (manager)	32
Aantal jaren bij fonds (manager)	3.41

Andere fondsen onder beheer  
back-up beheerder voor het ING Europe Fund en het ING Dutch Fund

Omvang van het team één portefeuillebeheerder; 26 analisten niet specifiek toegewijd aan de strategie

Fondshuis  
ING Investment Management Luxembourg

Totaal vermogen onder beheer EUR 415 miljard

Totaal vermogen in strategie EUR 1 miljard

Aantal posities	50-70
Maximale omvang positie	3% t.o.v. benchmark
Minimum Gewicht	0.5% t.o.v. benchmark
Verwachte tracking error	3-6%
Verw. omloopfactor	60-70%
Sectorbeperkingen	2% t.o.v. benchmark
Regiobeperkingen	Eurozone Landen
Tactische Kaspositie	Nee
Hedging beleid	Niet Gehedged
Benchmark Manager	100% MSCI EMU NR EUR

## Team

Jan Luschen heeft ING (L) Invest EMU sinds september 2006 beheerd. Luschen heeft een overvloed aan relevante ervaring voor het beheren van een Europees fonds. Hij begon zijn carrière in 1978 als een analist van Europese aandelen bij Kas Bank en bij zijn laatste baan voor ING was hij medebeheerder van het Aegon Equity Europe fonds. Hij was bij Aegon ook beheerder van het Aegon Equity Holland fonds. Beide fondsen deden het bovengemiddeld binnen hun eigen categorie tijdens Luschen's betrokkenheid van 2000 tot 2006. Nadat hij zich in 2006 bij ING voegde, was Luschen gedurende één jaar interim beheerder van het ING Europe Fund. Nu is Luschen

alleen nog verantwoordelijk voor het EMU fonds en zijn voornaamste steun komt van het team van 26 analisten van ING. De beheerder heeft met deze analisten op regelmatige basis overleg, waarin hij zowel specifieke aandelen als de gehele sector bespreekt. Gemiddeld brengen deze analisten 10 jaar ervaring met zich mee. Ze zijn niet specifiek toegewijd aan de strategie, maar zijn net als Luschen werkzaam in Den Haag, wat de communicatie vergemakkelijkt. De interne analisten produceren het meeste onderzoek, maar Luschen heeft een grote lijst met externe contacten opgebouwd gedurende zijn loopbaan. Externe analisten worden met name gebruikt als klankbord, maar soms komen ze zelf ook met ideeën.

## Fondshuis

ING Investment Management (ING IM) is een groot fondshuis dat deel uitmaakt van ING Verzekeringen, welke zal worden afgesplitst van de bank. ING Verzekeringen zal of verkocht worden of als nieuw beursgenoteerd bedrijf door het leven gaan. Dit zal voor 2013 plaatsvinden. Ondanks dat deze scheiding voor onzekerheid zorgt, is het op zich een positieve ontwikkeling dat ING IM meer onafhankelijk van de ING groep gaat opereren. We zien al positieve tekenen van een meer geconcentreerde focus van het fondshuis; trendy fondsen worden samengevoegd om meer logische strategieën te vormen en

portefeuillebeheerders zullen meer verantwoordelijk gehouden worden in een nieuwe bonusstructuur die in 2010 ingevoerd zal worden. Deze bonusstructuur zal beheerders beoordelen op fondsprestaties, terwijl de variabele beloning van de analisten gebaseerd is op door hen beheerde fictieve long-short portefeuilles. Bonussen zullen uitbetaald worden over een uitgestrekte tijdspanne van drie jaar. Een teleurstellende recente ontwikkeling was de stijging in de kosten van veel fondsen, hoewel de meeste TER's lager dan gemiddeld blijven. ING IM is in onze ogen een standaard fondshuis. Sommige veranderingen beoordelen wij als positief, maar er zijn nog veel lopende en onzekere ontwikkelingen.

## Proces: Beleggingsaanpak

Het beleggingsproces maakt gebruik van bottom-up onderzoek van ING's team van analisten in combinatie met wat Luschen belangrijk vindt in een bedrijf. Tijdens gestructureerde vergaderingen geven de analisten een overzicht van hun sector en hun favoriete aandelen, daarnaast worden op dagbasis relevante ontwikkelingen besproken. De aanbevelingen van de analisten komen tot stand door fundamentele analyse. De analisten stellen koersdoelen voor één en drie jaar. Deze koersdoelen zijn gebaseerd op een combinatie van een DCF model en waarderingsmaatstaven. De waarderingsmaatstaven houden gewone maatstaven als koers/winst

en koers/kasstroom in, terwijl het DCF-model de waardering schat op basis van groei van kasstromen tegenover de kosten van het kapitaal. Uit de resultaten van het DCF model en waarderingsmaatstaven komen koersdoelen naar voren. Luschen geeft de voorkeur aan bedrijven met een sterke franchise, die vaak betrouwbare verkoopcijfers genereren. Hij signaleert ook andere factoren, zoals hogere inputkosten die de winstmarges en waarderingspijn doen. Buiten de balans van een bedrijf kijkt Luschen naar katalysatoren die de bedrijfswaarde ontsluiten, zoals een nieuw management of industrieconsolidatie. Zoals menig beheerder hecht Luschen veel waarde aan relatieve waardering.

# ING (L) Invest EMU Equity P Acc

Benchmark Morningstar Categorie

MSCI EMU NR USD

Waarderingsmaatstaf	Fonds	RelCat
en		
Koers/Winst	12.14	1.13
Koers/Omzet	0.88	1.38
Koers/Boekwaarde	1.41	1.12
Koers/kasstroom	4.04	1.22
Dividendrendement %	4.43	0.44

Waardering en Groei	Fonds	RelCat
LT Winst	6.35	0.91
Historische Winst	2944.00	4.53
Omzet	-8.80	0.51
Kasstroom	-0.77	0.02
Boekwaarde	-0.47	-0.18

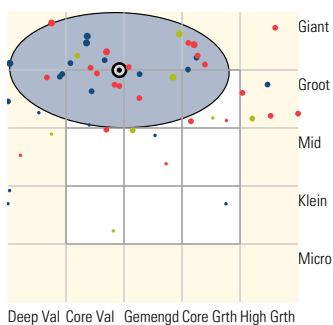
Gemiddelde marktkapitalisatie EUR 27964.30 Mil

## Proces: Portefeuille

ING heeft verschillende Europese aandelenfondsen, maar dit is de enige die 100% blootstelling aan de eurozone geeft, zonder vooropgestelde stijlvoorkeur. Binnen de Morningstar Style Box viel het zwaartepunt altijd tussen waarde en gemengd. De portefeuille wordt gedreven door bedrijfskarakteristieken, omdat Luschen wil dat rendementen uit aandelenselectie voortkomen. Hierdoor beperkt hij sectorafwijkingen en zal hij doorgaans ingrijpen als de sectorweging meer dan twee procent van de MSCI EMU Net Return Euro benchmark afwijkt. Drie van de grootste aandelenposities in 2009 waren de banken Banco Santander, BNP Paribas en Binckbank.

Santander is al lange tijd een favoriet van Luschen, en hield de positie aan gedurende de bankencrisis van 2008, toen de bank het iets beter deed dan de concurrentie. Luschen is gecharmeerd van het management van Santander en de strategie waarbij inkomsten worden verhoogd door acquisitie; het kocht recentelijk activa van banken in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. De concentratie van de portefeuille is verhoogd sinds Luschen het overnam. Het gemiddeld aantal aangehouden posities is verlaagd van ongeveer 100 naar 60. Hoewel dit de aandelspecifieke risico's vergroot houdt Luschen deze posities in de praktijk maximaal op 3%.

### Morningstar Holdings Based Style Map



Centroid = weighted average of stock holdings  
 Zone = 75% of fund's stock holdings  
 (as of 30/04/10)

Top 5 Regio's	% Aand
West Europa – Euro	100.00

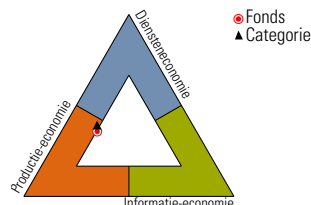
Top 10 Landen	% Aand
Duitsland	29.73
Frankrijk	24.88
Nederland	14.23
Spanje	13.40
Italië	4.51

Soort Markt	% Aand
Ontwikkelde Markten	100.00
Opkomende Markten	0.00
Niet Geclassificeerd	0.00

Activaverdeling	% Vermogen	long %	short %	net %
Aandelen	97.57	0.00	0.00	97.57
Obligaties	0.00	0.00	0.00	0.00
Kas	2.71	0.28	0.00	2.43
Overig	0.00	0.00	0.00	0.00

Grootste posities	% Vermogen 30-04-10
Telefonica, S.A.	5.60
Total SA	5.06
Banco Santander SA	4.35
Siemens AG	3.80
BNP Paribas	3.44
E.ON Aktiengesellschaft	3.33
Royal KPN N.V.	3.31
Sanofi-Aventis	2.97
Bayer AG	2.82
Anheuser-Busch InBev SA	2.72
Daimler AG	2.72
Allianz SE	2.68
ArcelorMittal	2.63
Deutsche Post AG	2.59
GDF Suez	2.50
Henkel AG & Co KGAA	2.46
Unicredit SpA	2.44
Basf SE	2.32
ASML Holding NV	2.29
Unilever NV	2.02
Totaal posities (aandelen/obligaties)	52/0
Vermogen in top 10 posities %	37.39

### Sector Delta



Sectorgewichten	% Aand	RelCat
<b>Informatie-economie</b>	<b>17.05</b>	<b>1.12</b>
Software	0.86	0.49
Hardware	2.35	1.21
Media	1.87	1.43
Telecommunicatie	11.97	1.17
<b>Diensten-economie</b>	<b>35.68</b>	<b>0.91</b>
Farmacie & Gezondheid	7.22	1.07
Consumenten Diensten	2.01	0.35
Zakelijke Diensten	4.20	2.38
Financiële Diensten	22.25	0.89
<b>Productie-economie</b>	<b>47.28</b>	<b>1.04</b>
Consumentengoederen	14.28	1.12
Industriële Materialen	12.34	0.82
Energie	10.26	1.09
Nutsbedrijven	10.40	1.24

# ING (L) Invest EMU Equity P Acc

**Benchmark Morningstar Categorie**

MSCI EMU NR USD

<b>Voortschrijdend (EUR)</b>	Totaal Rend. %	+/- mark	+/- Categorie	% Rnkkin Cat
3 Maanden	-0.07	0.90	0.72	30
6 Maanden	-2.23	-0.15	-0.41	54
1 Jaar	13.57	0.89	1.62	33
3 Jaar	-14.61	0.03	-0.51	57
5 Jaar	-1.84	-1.91	-1.06	72

<b>MPTStats</b>	3JrRelCat	5JrRelCat
Rkwadraat	98.56	1.06
3 Jaar Beta	1.09	1.16
3 Jaar Alpha	2.00	-3.64

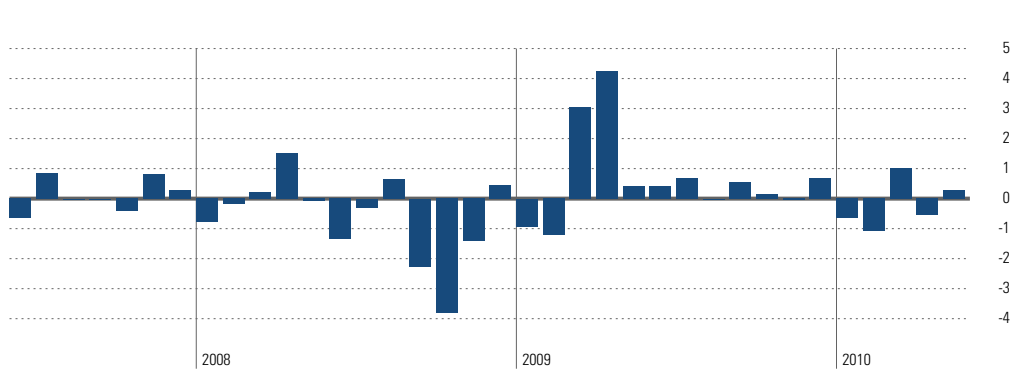
<b>Volatiliteit en risicogecorrigeerd rendement</b>	3JrRelCat	5JrRelCat
StdDev	25.29	1.13
Gem.	-1.04	0.99
Sharpe Ratio	-0.60	0.85
Informatieratio	0.01	0.20
Treynor Ratio	-15.98	-7.10

## Performance Analyse

Het gemiddelde jaarrendement van ING (L) Invest EMU is - 7,8% onder Luschen. Dit ligt 1% onder het jaargemiddelde van de categorie. Toch leverde het bottom-up gedreven beleggingsproces goede resultaten in 2009. Het fonds kwam met 35% terug, wat 9% boven het categoriegemiddelde was. Vorig jaar was de aandelenselectie ten opzichte van de benchmark positief in alle sectoren behalve de zorg. Binnen de energiesector deden Galp Energie en Saipem het bijvoorbeeld goed. Keuzes binnen het thuisland deden het ook goed, met name ASML Holdings, BinckBank en ASM International.

Vorig jaar was echter het eerste jaar waarin het fonds bovengemiddeld presteerde onder Luschen ten opzichte van onze categorie. Dit fonds had een slecht jaar in 2008, waarin het 47,5% van haar waarde verloor. Dat was een flink verlies in absolute, maar ook in relatieve termen. Het rendement lag namelijk 4,7% onder het categoriegemiddelde. De beheerder wijt dit deels aan het feit dat ze geen positie in Volkswagen hadden, toen dit aandeel flinke stijging kende gedurende de Porsche speculaties. Onze attributieanalyse wijst ook op teleurstellende aandelenselectie in bedrijven als Unicredit en Allianz. De ranking wat betreft rendement gedurende Luschen's gehele bewind staat op het 67e percentiel.

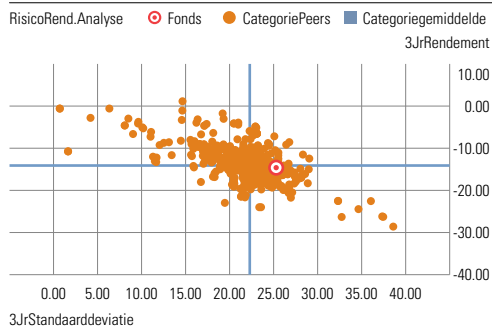
Monthly Return vs Morningstar categorie (EUR)



## Rating & Risico

Het fonds kent momenteel een middelmatig rendementsrisicoprofiel. De standaarddeviatie van het rendement onder Luschen is 23,5%, wat 3,4% boven de categorie ligt. Dit komt deels door de omslag van slechte

prestaties naar bovengemiddelde resultaten van 2008 naar 2009. Hoewel het risico bovengemiddeld is en het rendement gemiddeld, geven de gediversifieerde portefeuille en de risicocontroles binnen het beleggingsproces ons de indruk dat dit fonds als kerndeelneming in een beleggerportefeuille kan dienen.



Morningstar Rating (RelCat)	Morningstar Rendement	Morningstar Risico	Morningstar Rating
3 Jaar	Gemiddeld	Hoog	★★
5 Jaar	Ben. gem.	Bov. gem.	★★
10 Jaar	Gemiddeld	Bov. gem.	★★★
Overall	Gemiddeld	Bov. gem.	★★★

## Koers

De huidige kosten zijn gemiddeld in vergelijking met de Morningstar categorie Aandelen Eurozone Large-Cap.

Max. Initial Sales Charge %	3.00
Maximale jaarlijkse managementfee %	1.30
Netto expense ratio %	1.70