

MAGAZINE VOOR BELEGERS

APRIL - 2015 - VEB.net - € 8,50

Effect

04

veb 

GESPREID BELEGGEN

KAN HEEL GOEDKOOP

AANDELENPAKKETTEN

De turbo achter
bestuurdersbeloningen

INTERVIEW FUGRO-TOPMAN

Paul van Riel over de
handelwijze van Boskalis

GAMECHANGERS

Robots krijgen steeds
meer vrienden

CONSUMENTENAANDELEN

Zelf beleggen of
fondsen kopen?



COVERVERHAAL

GESPREID BELEGGEN

kan heel goedkoop

Banken en vermogensbeheerders adverteren prominent met totaalpakketten die een belegger de mogelijkheid bieden om in één keer gespreid te beleggen. Het kan goedkoper, zonder veel extra inspanningen.

inhoud

GEGARANDEERD RENDEMENT



BELEGGEN IN VAKANTIEPRET

Ze weten beleggers weer in groten getale te bereiken: glimmende folders die beleggingen aanprijzen met een behoorlijk gegarandeerd rendement. Maar hoe zeker is gegarandeerd? Wij zoeken het uit. Deze maand: beleggen in vakantiewoningen.

08

INTERVIEW

CORRUPTIEBESTRIJDING IS EIGENBELANG

Beleggers zijn afgelopen jaren opgeschrikt door een flink aantal gevallen van fraude en omkoping bij beursfondsen. Volgens Paul Arlman en Arjen Tillema van Transparency International Nederland is dat een reden te meer voor bedrijven om werk te maken van corruptiebestrijding in eigen gelederen.



24

DUEL

GE vs. Honeywell AMERIKAANSE INDUSTRIEREUZEN GEWOGEN



38

Twee van de grootste Amerikaanse industriebedrijven, General Electric en Honeywell, worden door beleggers gewaardeerd om hun stabiele prestaties en hoge dividend. Welke van de twee is op dit moment het aantrekkelijkst?

LIDMAATSCHAP

- Het lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB wordt in beginsel voor de duur van één jaar aangegaan.
- Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk vier weken voor de vervaldatum schriftelijk een opzegging is ontvangen.
- Voor uitgebreide informatie over het lidmaatschap en het doorgeven van adreswijzigingen en opzeggingen verwijzen wij u naar onze website

www.veb.net/lidmaatschap

72,50
euro per jaar

VS

40

AMERIKAANS BELEGGEN

IN FISCAAL VOORDEEL

In Amerika zijn Master Limited Partnerships de afgelopen jaren sterk in opkomst. Vooral energiebedrijven maken gretig gebruik van deze fiscaal gunstige houdstermaatschappijen. Beleggers investeren er graag in. De vraag is hoe lang nog.

MAKRO

DE GEVAREN VAN EEN CHINESE GLIJVLUCHT

Snelgroeiend China heeft de wereldeconomie door de crisis getrokken, maar recente cijfers wijzen erop dat de Chinese motor hapert. Hoe erg is dat?

44

EN VERDER...

Ten eerste	04
Zes keer laag gewaardeerd op de AEX	06
Interview Fugro-topman Paul van Riel	16
Ledenvragen	19
Fondsen vergeleken: consumentenbedrijven	20
Gamechangers: robots krijgen steeds meer vrienden	27
Onderzoek: bestuurdersbeloningen	30
Britse huizenbouwers in de gunst bij topbeleggers	34
Grondstoffen: valuta-perikelen trekken diepe sporen	46
Het getal: WACC, kengetal met boterzachte uitgangspunten	48
Statistieken	52
Dividend- en ava-kalender	58
Colofon & Next	59

COLUMNS

Paul Koster 05 Paul Frentrop 14 Sheila Sitalsing 23
Marius Kerdel & Jolmer Schukken 37

50



TRAMPOLINE OP DE AEX

SHELL GOKT

MET OVERNAME BG GROUP OP HERSTEL VAN DE OLIEPRIJS

“Gedurfde strategische stappen vormen onze industrie”, aldus Shell-topman Ben van Beurden in een toelichting op de overname van de Britse BG Group.

De Brits-Nederlandse oliegi-gigant doet haar grootste overname – 79 miljard euro (inclusief schulden) – in ten minste vijftien jaar, midden in een periode waarin de olieprijs onder permanente druk lijkt te staan. Na de overname ontstaat een gigant met een beurswaarde die twee keer zo groot is als de tweede Europese speler BP. De nieuwe combinatie moet alleen het Ameri-

kaanse Exxon Mobil voor zich dulden als het gaat om beurswaarde. Maar wat betekent de deal voor aandeelhouders Shell? Drie keer vraag en antwoord.

1 WAAROM DOET SHELL DEZE OVERNAME?

Het korte antwoord is dat de oliegi-gigant waarschijnlijk wil profiteren van de malaise in de oliemarkt, die vooral

de kleinere spelers raakt. BG Group is een beetje slachtoffer van zijn eigen succes geworden. De derde energieproducent van Groot-Brittannië was in het recente verleden relatief succesvol in het opsporen en oppompen van gas en olie, maar door de gekelderde olieprijs werd het steeds minder rendabel om de olie uit de grond te halen.

Daarnaast werd het bedrijf geplaagd door elkaar snel opvolgende bestuurswissels en kampte het met een almaar verzwakkende balans door teruglopende inkomsten. De matige operationele ontwikkeling vertaalde zich in een zwakke koersontwikkeling op de beurs. Shell slaat toe op het moment dat het bedrijf in moeilijk vaarwater zit.

2 ZIT ER MEER ACHTER DE OVERNAME DAN EEN LAGE WAARDERING?

De overname past in een strategie van Shell om in te zetten op gas (LNG) en diepwaterolieboringen. Shell wordt na de overname de grootste producent van LNG van alle oliebedrijven met een beursnotering. En dan is er het kostenaspect. Door investeringen in exploratie te delen en samen kosten te besparen verwacht Shell vanaf 2018 2,5 miljard dollar per jaar aan samenwerkingsvoordelen (synergie) te realiseren.

BELASTINGHEFFING OP BELEGGINGEN VEEL TE HOOG

Elk jaar een rendement van 4 procent. Dat is wat de fiscus van beleggers verwacht. En dat al veertien jaar lang. Gemakkelijker kan de Belastingdienst het niet maken. Maar leuk is het al tijden niet meer.

Onderzoek van de VEB laat zien dat de gemiddelde belegger sinds de invoering van de heffing begin 2001 bij lange na geen 4 procent rendement per jaar wist te behalen.

EXTREME BELASTINGDRUK

De fiscus gaat uit van een fictief rendement van 4 procent, waar vervolgens 30 procent belasting over wordt geheven. Doordat beleggers een veel lager rendement behaalden, is de effectieve belastingdruk met ongeveer 50 procent veel hoger dan de door de fiscus beoogde 30 procent.

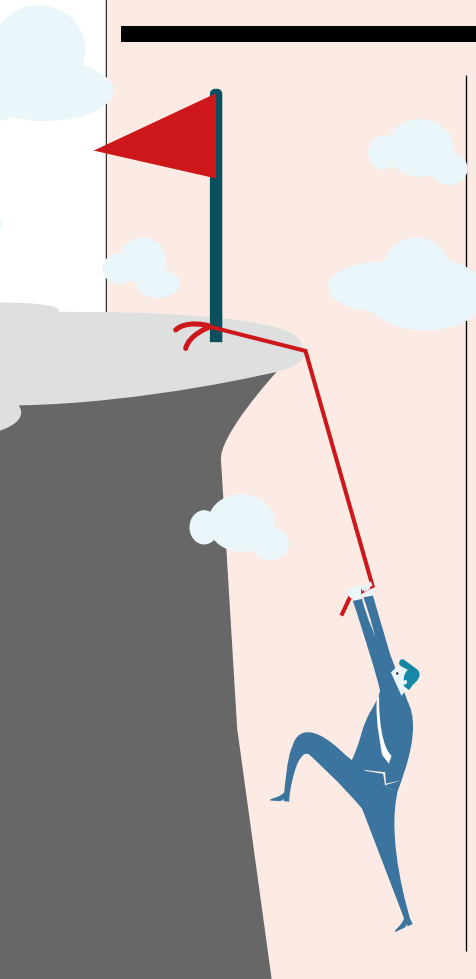
Voor het defensieve profiel geldt bijvoorbeeld dat er 1,2 procent werd geheven over het nominale rendement van 2,4 procent. Een belastingdruk van 50 procent. De fiscus is niet de enige factor die voor lagere opbrengsten zorgt. Ook inflatie laat een flink deel bruto rendement verdampen. In de laatste veertien jaar bedroeg de inflatie gemiddelde 1,9 procent per jaar.

Als een belegger qua koopkracht niet wil interen, moet naast de heffing van 1,2 procent ook de inflatie van 1,9 procent worden goedgemaakt. Dat is de gemiddelde belegger in de

laatste veertien jaar dus niet gelukt. De modelbeleggers in ons onderzoek leverden elk jaar ongeveer 1 procent koopkracht in.

ANDERE TIJDEN

De invoering van het fictieve rekenrendement in 2001 valt samen met het einde van een periode van historisch ongekend hoge rendementen. Beleidsbepalers zijn ervan uitgegaan dat deze rendementen in de toekomst hoog bleven, maar dat is niet het geval. De beleggers van vandaag betalen daarvoor een forse prijs.





3 WAT IS DE IMPACT VOOR SHELL-BELEGGER'S OP DE KORTE EN LANGE TERMIJN?

Op de korte termijn merken beleggers vooral iets van de verwatering. Shell betaalt het leeuwendeel van de overname in aandelen. Na afronding van de deal zullen de aandeelhouders van BG Group een kleine 20 procent van de aandelen van Shell bezitten.

De winstverwatering en het feit dat het tijd kost voor samenwerkingsvoordelen kunnen worden gerealiseerd

leiden er toe dat de overname tot 2017 weinig bijdraagt aan de winst per aandeel. Vanaf 2018 voorziet de oliegiant een sterke ("strongly") bijdrage aan de winst per aandeel. Hierbij is wel in kleine letters in een voetnoot opgenomen dat Shell uitgaat van een flinke stijging van de olieprijs tot 90 dollar in de komende drie jaar. Dat is ver verwijderd van de 58 dollar die nu op de borden staat. Shell lijkt met de overname vooral te gokken op een hogere olieprijs.

HET ONDERZOEK IN EEN NOTENDOP

RENDEMENTEN VOOR 3 BELEGGINGSPROFIELEN IN DE PERIODE 2001-2014

Portefeuille	Defensief	Neutraal	Offensief
Nominaal rendement per jaar	2,37%	2,26%	2,14%
Inflatie	1,9%	1,9%	1,9%
Vermogensrendementsheffing	1,2%	1,2%	1,2%
Rendement	-0,8%	-0,9%	-1,0%

OVER HET ONDERZOEK

- De tabel laat de jaarlijkse rendementen zien voor drie modelportefeuilles met beleggingsfondsen sinds begin 2001: defensief, neutraal en offensief.
- De defensieve portefeuille bestaat uit 20% aandelen, 75% obligaties en 5% sparen.
- De neutrale portefeuille bestaat uit 45% aandelen, 50% obligaties en 5% sparen.
- De offensieve portefeuille bestaat uit 70% aandelen, 25% obligaties en 5% sparen.
- In de berekening hebben we de rendementen becijferd van populaire beleggingsfondsen onder Nederlandse particuliere beleggers zoals Robeco Hollands Bezit, het ING North America Fund en Rorento.

COLUMN Paul Koster is directeur van de VEB



EEN MOOIE ZOMER

door Paul Koster

Steeds lagere rente, goedkope olie, een sterke dollar: Europese bedrijven worden maar verwend dit jaar. En hun aandeelhouders ook: de beurs ligt er als een huis bij. We stonden een paar maanden geleden nog op 400 en nu is er volop discussie over 500, 600 of 700 punten. Daar ga ik mij niet in mengen, maar dat het beursklimaat goed is, is een feit.

Bedrijven helpen daar zelf aan mee. Veel Amerikaanse ondernemingen gebruikten de periode van lage rente tijdens quantitative easing om meer te lenen en met dat geld eigen aandelen terug te kopen. Het is te verwachten dat dit in Europa ook gaat gebeuren nu hier Draghi aan het easen is. Maar met goedkoop geleend geld kan je natuurlijk ook andermans aandelen kopen, zoals Shell liet zien met de overname van British Gas. BG was sterk gezakt door de lage olieprijs, dat scheelde ook. De tijden van kopen of gekocht worden lijken weer terug te keren in veel sectoren en dat zal de namenlijst van de beurs van Amsterdam vermoedelijk weer wat korter maken dit jaar. FedEx koopt onze pakketvervoerder TNT, dat al een tijdje nadrukkelijk overnamekandidaat was. Wie komen er nog meer in aanmerking?

Het antwoord komt wellicht als een schok: behalve misschien Shell is het hele Damrak overnamekandidaat. De wereld wordt in de meeste sectoren meer en meer één markt, en daar horen wereldwijd opererende bedrijven bij. Ondernemingen die zich – al dan niet noodgedwongen – hebben teruggetrokken op hun thuismarkt zijn dan sitting ducks.

KPN, PostNL, Fugro en USG People staan al jaren op de 'lijstjes'. Maar zelfs Philips, DSM, Heineken en Unilever worden soms genoemd als fusiepartner of overnamekandidaat.

Is het erg als er een mooi Nederlands bedrijf door een fusie of overname van het Damrak verdwijnt? Nee. Het is pas erg als een vruchtbaar huwelijk niet door kan gaan omdat er onnodige beschermingsconstructies in de weg staan. Want dan wordt er waarde vernietigd. Of erger nog: gaat de deal pas door als het zittende bestuur is omgekocht met een fraaie positie in het nieuwe bedrijf, al dan niet met een gegarandeerde goudgerande exit na een paar jaar.

De markt moet zijn werk kunnen doen, daar maakt de VEB zich sterk voor. De komst van Lucas Bols, Grandvision en Refresco leert dat er echt nog wel Nederlandse bedrijven zijn die de opvallende gaten kunnen opvullen. Gelukkig maar.

Of we over een paar maanden op 600 punten staan weet ik niet, maar aan de dollar zal het niet liggen en de rente is nihil. Ik wens u en uw aandelen een mooie zomer.

DE ZES AEX-BEDRIJVEN MET DE LAAGSTE WAARDERING

De forse stijging van de beurs heeft aandelen duurder gemaakt. Zo blijken beleggers inmiddels bereid om zeventien keer de verwachte winst te betalen voor het mandje aandelen dat de AEX-index vormt. Dat is historisch gezien een stevige waardering.

De waardering van de hele AEX-index valt in het niet bij enkele van de onderliggende fondsen. Absolute uitschieter is kabelexploitant Altice. Het aandeel is sinds 30 januari 2014 genoteerd op de Amsterdamse beurs en steeg sindsdien bijna 280 procent, een veelvoud van de meer dan 30 pro-

cent die de AEX in dezelfde periode steeg. Met een koers van ruim 100 euro noteert het aandeel inmiddels op een koers-winstverhouding (k/w) van meer dan 80 voor het huidige boekjaar. De pijlsnelle koersstijging van Altice en de hoge waardering wekken bij veel beleggers de vrees voor een beursbubbel op.

Ook het aandeel ASML is een stuk duurder dan de AEX-index in

zijn geheel. De koers-winstverhouding, een veelgebruikte maatstaf om een aandeel te waarderen, van het technologiebedrijf is momenteel 27, waarbij als winst de verwachte winst voor dit jaar wordt genomen.

PEG-RATIO

Toch zegt de hoge koers-winstverhouding van deze aandelen ten

opzichte van de hele AEX-index niet alles. Als een onderneming veel harder groeit dan het gemiddelde AEX-bedrijf, dan is een hogere koers-winstverhouding misschien wel gerechtvaardigd.

Om snel groeiende bedrijven op waarde te taxeren is de PEG-ratio wellicht een betere maatstaf. Bij de PEG-ratio wordt de koers-winstverhouding gedeeld door de

en ASML zijn twee bedrijven met een PEG-ratio groter dan 1, maar door de hoge groeiverwachtingen van deze bedrijven is het verschil in PEG-ratio's ten opzichte van de AEX-index een stuk kleiner dan bij vergelijking van de koers-winstverhouding.

ZES PEG'S ONDER DE 1

Zes bedrijven binnen de hoofd-index hebben een PEG-ratio kleiner dan 1 als we de koers-winstverhouding voor dit jaar afzetten tegenover de verwachte groei van de winst per aandeel op basis van de meest recente schattingen voor de komende twee jaar. Het gaat hierbij om Aegon, Arcelor Mittal, Fugro, OCI, Shell en SBM Offshore. Voor die relatief lage waardering zijn twee oorzaken te verzinnen.

1 HOGE VERWACHTE GROEI VOOR EEN REDELIJKE PRIJS

Als een bedrijf hoge groeiverwachtingen weet te scheppen tegenover een niet al te hoge koers-winstverhouding, dan zorgt dat voor een relatief lage waardering. Het sinds twee jaar op het Damrak genoteerde OCI is een voorbeeld van een bedrijf met een redelijke, maar niet lage koers-winstverhouding die vanwege de verwachte winstgroei wellicht toch interessant kan zijn. Het meststoffenbedrijf is druk bezig met uitbreiding van productiecapaciteit in de VS. Die moet ervoor zorgen dat de omzet en winstgevendheid een flinke impuls krijgen de komende jaren. Met een koers-winstverhouding van 23 voor dit jaar en een groei van 51 procent per jaar tot en met 2017 komt de PEG uit op 0,50. Bij de huidige koers heeft het aandeel in 2017 nog maar een koers-winstverhouding van 10.

ER ZIJN ZES AEX-BEDRIJVEN WAARVAN DE GROEI HOGER IS DAN DE WAARDERING. DEZE ONDERNEMINGEN ZULLEN HET WEL EERST WAAR MOETEN MAKEN

2 LAGE PRIJS EN REDELIJKE VERWACHTE GROEI

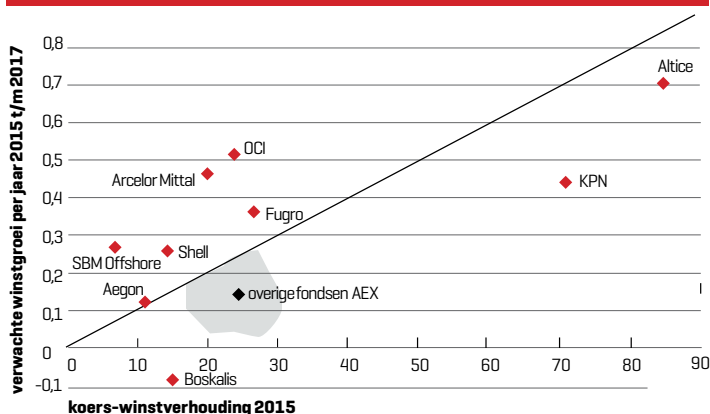
Bij sommige aandelen is de situatie omgekeerd aan die bij OCI. Het gaat hierbij om bedrijven die – om wat voor reden dan ook – goedkoop zijn op de beurs, terwijl de groeiverwachting redelijk is. Het aandeel SBM Offshore is daarvan een voorbeeld. Het concern kampt nog steeds met de nasleep van diverse omkoopaffaires en heeft last van de lage olieprijs. De koers-winstverhouding van deze toeleverancier aan de energiesector is dan ook relatief laag, namelijk een waarde lager dan 8. Analisten kijken inmiddels al verder dan de huidige problemen en voorzien komende jaren een winstgroei van 25 procent per jaar. Dat geeft SBM

Offshore een PEG van 0,3. Tegen de verwachte winst per aandeel in 2017 noteert SBM Offshore op een koers-winstverhouding van 5.

BELOFTES WAARMAKEN

Er zijn zes AEX-bedrijven waarvan de groei hoger is dan de waardering. Deze ondernemingen zullen het wel eerst waar moeten maken. Natuurlijk zullen deze groeitijgers niet tot in lengte van dagen hard blijven groeien. Daarnaast veranderen groeischattingen net zo snel weer als de bedrijvigheid terugvalt. De PEG-ratio moet dan ook niet als een harde waarheid worden gezien. De koers-winstverhouding en de verwachte groei zullen door de tijd wijzigen, bij elke wijziging zullen beleggers hun rekensommen opnieuw moeten maken. Beleggers zullen goed moeten inschatten wat het bedrijf waard is en of de groei die waardering wel of niet rechtvaardigt. De houdbaarheid van de groei zal uiteindelijk bepalend zijn voor de rechtvaardiging van de huidige waardering.

Aantrekkelijk gewaardeerde AEX-bedrijven volgens de PEG-ratio



De lijn staat voor een PEG-ratio van 1. Fondsen boven de lijn zijn relatief ondergewaardeerd, de fondsen onder de lijn zijn relatief duur.

• Voor de winstverwachtingen is uitgegaan van de schattingen van analisten sinds de meest recente jaar(cijfers). De volledige tabel is te vinden op www.veb.net/prijsvangroei.

verwachte jaarlijkse groei van de winst per aandeel van een bedrijf. Als deze groeivoet groter is dan de koers-winstverhouding heeft de PEG-ratio een waarde kleiner dan 1 en is een aandeel relatief goedkoop. Omgekeerd betekent een PEG van boven de 1 dat de groei lager is dan de koers-winstverhouding, een teken dat het bedrijf relatief duur is. Altice



Ze weten beleggers weer in groten getale te bereiken: glimmende folders die beleggingen aanprijzen met een behoorlijk gegarandeerd rendement. Maar hoe zeker is gegarandeerd? Wij zoeken het uit. Deze maand: beleggen in vakantiewoningen.

HOE ZEKER IS GEGARANDEERD RENDEMENT? BELEGGEN IN VAKANTIEPRET

Even uitblazen in een lommerrijke omgeving zonder ver te hoeven reizen en van alle gemakken voorzien? Voor veel Nederlanders biedt een vakantiepark het antwoord op die vraag. Behalve populaire bestemmingen zijn de recreatiewoningen ook geliefd bij sommige beleggers. Organisaties als Centerparcs, Roompot en Landal halen regelmatig geld op bij particuliere beleggers om nieuwe parken van de grond te krijgen. Op het eerste gezicht lijkt het om een heel overzichtelijke investering te gaan. Het gaat om beleggen met een vast rendement, in alle rust in plaats van hectisch op de beurs. Maar hoe zeker is dit gegarandeerde rendement en wat zijn de risico's? Bij iedere belegging zijn deze vragen belangrijk, maar in dit geval is wellicht nog meer alertheid geboden. Vanwege de hoge minimale inleg houdt de AFM geen toezicht. Een goede reden om de proef op de som te nemen en één belegging in vakantiehuisjes wat nader te bekijken.

DE AANBIEDING

"Met de dalende beurskoersen en rentes kan een recreatiewoning met huurgarantie een aantrekkelijk alternatief zijn voor aandelen of obligaties", zo kopt de website van aanbieder Landal Vakantieparken.

Landal is met 52 vakantieparken de grootste aanbieder van bungalows in Nederland. Van de 12 duizend bungalows (inclusief buitenland) zijn er ongeveer 7 duizend in handen van particulieren. En als het aan Landal ligt, zal dat aandeel de komende jaren omhooggaan.

Het nu in aanbouw zijnde Park Miggelenberg is een pendant van die strategie. Beleggers kunnen beleggen in een van de 51 vrijstaande bungalows die Landal in dit park op de Veluwe bouwt. Minimale inleg is 305 duizend euro. Dat is de prijs die Landal aan het kleinste type bungalow heeft gehangen.

Beleggers die in zee gaan met Landal krijgen voor een belegging in de 8-, 10- en 12-persoonsbungalows een vast rendement

van respectievelijk vijf, vijfenhalf en zes procent per jaar overgeemaakt over een periode van vijftien jaar. De uitkering vindt elk kwartaal plaats.

Na afloop van deze periode heeft Landal een eenzijdige optie om het contract met tien jaar te verlengen, waarbij het rendement met één procentpunt omhooggaat.

Beleggers hebben geen last van de rompslomp die normaal gesproken komt kijken bij een tweede woning. Landal neemt dit allemaal voor zijn rekening. Ook zijn de kosten voor exploitatie en onderhoud van de bungalows, de gemeentelijke heffingen en verzekeringen voor rekening van aanbieder Landal. De kosten voor de belegger blijven, in elk geval gedurende de eerste contractperiode, beperkt tot de aanschafprijs van de bungalow.

OM REKENING MEE TE HOUDEN

Zoals bij elke belegging kent ook

**VEEL BELEGGEN,
WEINIG VAKANTIE**

deze risico en onzekerheden. Zo is het maar de vraag of vakantieparken over vijftien of twintig jaar nog even populair zijn als nu. Het tussentijdse rendement mag dan gegarandeerd zijn, de waarde van de huisjes is dat niet. Ook is een beloofd rendement maar zo veel waard als de instelling die deze belofte doet. In dit geval verstrekt de holding van Landal de garantie. Het is uit de brochure die beleggers van Landal krijgen niet op te maken hoe deze holding financieel in zijn jasje zit. Maar het spreekt voor zich dat een uitbater van vakantiebungalows een lagere kredietwaardigheid heeft dan de Nederlandse overheid.

GEEN ROMANTIEK

De belegging is een zakelijke transactie en heeft weinig te maken met de romantiek van een vakantiehuisje. Zo mag een belegger slechts drie weken van het jaar gebruikmaken van zijn eigen vakantiebungalow. Hiervoor betaalt de belegger de helft van het tarief dat in de brochure van het park staat.

Ook hevelt de belegger zijn zeggenschapsrechten over aan Landal gedurende de garantieperiode. Dit wil zeggen dat Landal bepaalt hoe de inventaris in de huisjes – tot de theelepeltjes in de bestekladen aan toe – eruitziet.

LANGE TERMIJN

Een andere onzekerheid is de situatie na vijftien jaar, als Landal de mogelijkheid heeft om het contract met tien jaar te verlengen. Als deze optie niet wordt uitgeoefend, dan moeten bezitters van de 51 woningen in gezamenlijkheid gaan onderhandelen met Landal over nieuwe voorwaarden, bijvoorbeeld over de rente en het eigen gebruik van de vakantiewoning. Deze nieuwe voorwaarden gaan gelden voor alle huizenbezitters, er worden dus geen speciale voorwaarden afgestemd met individuele huizenbezitters. Mocht een belegger het echt niet eens zijn met de



voorwaarden, dan kan hij het nieuwe contract weigeren te ondertekenen. In dat scenario wordt de bungalow uit de verhuur gehaald, en is deze louter bruikbaar voor privé doeleinden. Daarbij mogen beleggers de bungalow niet zonder tussenkomst van Landal verhuren. Volgens een woordvoerder van Landal komt deze situatie nauwelijks voor.

Na 25 jaar zullen de eigenaren en Landal opnieuw de voorwaarden bespreken. Hierbij zal waarschijnlijk ook gesproken worden over de verdeling van kosten voor noodzakelijke investeringen in de bungalows en voorzieningen van het park, zoals zwembad, horeca of speeltuinen.

GEEN INFLATIEBESCHERMING

Op dit moment is een gegarandeerd rendement van tussen de 5 en 6 procent aantrekkelijk. Een tienjarige Nederlandse staatsobligatie brengt op dit moment nog geen tiende van dat bedrag op: 0,35 procent.

Maar een bungalow is een langetermijninvestering en in een

scenario waarin inflatie oploopt en de rente weer stijgt, kan dit garantierendement een stuk onaantrekkelijker ogen.

Landal kan in de tussentijd de huurtarieven wel verhogen met oplopende inflatie. Maar een belegger ziet niets terug van deze hogere inkomsten.

BEPERKT VERHANDELBAAR

Een bungalow is een stuk slechter verhandelbaar dan een aandeel of obligatie. Landal geeft aan dat het geen bungalows terugkoopt van beleggers die van hun aankoop af willen. De verkoopprijs van de vakantiewoning is dus volledig afhankelijk van de vraag naar bungalows op het moment van verkoop.

Beleggers die, tussentijds of na afloop van de contractperiode, hun vakantiehuisje willen verkopen kunnen dat zelf doen, of uitbesteden aan de makelaarsafdeling van Landal.

Hierbij moet de nieuwe koper akkoord gaan met de voorwaarden

die in het contract staan (dus een vast rendement op basis van de aanschafprijs van de vorige eigenaar).

BALANS OPMAKEN

Beleggen in vakantiehuisjes is veel beleggen en weinig vakantie. Tegenover een gegarandeerd, nu aantrekkelijk rendement en weinig rompslomp staat een aantal onzekerheden, beperkte zeggenschap en weinig flexibiliteit. Veranderen de vakantiebehoeftes en stijgende inflatie kunnen het perspectief op een mooie opbrengst aanvreten. Ook is het afwachten hoe goed deze belegging te verhandelen is.

Een punt van zorg is de informatievoorziening. De garantie van dit product is afhankelijk van de financiële draagkracht van Landal op langere termijn. Zij moeten immers in staat blijven om de jaarlijkse vergoeding te betalen. Op basis van de informatie die Landal beleggers verstrekt is niet in te schatten of Landal deze garantie financieel kan waarmaken.

Banken en vermogensbeheerders adverteren prominent met totaalpakketten die een belegger de mogelijkheid bieden om in één keer gespreid te beleggen. Maar dat kan goedkoper, zonder veel extra inspanningen.

GESPREID BELEGGEN KAN HEEL GOEDKOOPT

In hun zoektocht naar extra omzet hebben vermogensbeheerders een nieuwe klantengroep ontdekt. Het gaat om mensen die, zoals een van de aanbieders het verwoordt, weinig tijd of zin hebben om zich te verdiepen in beleggen, maar hun geld wat beter willen laten renderen dan momenteel op een spaarrekening mogelijk is. Voor deze groep zijn totaalpakketten ontwikkeld, waarbij in één keer een goed gespreide beleggingsportefeuille wordt aangeschaft.

NIET NIEUW

De vele reclame-uitingen doen vermoeden dat het hier om een noviteit gaat, maar nieuw zijn dit type gespreide beleggingsproducten niet. Vaak gaat het om mixfondsen, beleggingsfondsen waarin aandelen en obligaties de hoofdbestanddelen zijn en waaraan een vleugje persoonlijke benadering is toegevoegd in de vorm van semi-

individueel advies of beheer.

Een belangrijk verschil tussen een aantal van deze 'nieuwe' totaalpakketten en de traditionele mixfondsen zijn de kosten die beleggers kwijt zijn om een dergelijk totaalpakket aan te schaffen. Het kostenverschil lijkt op het eerste gezicht marginaal, maar op de lange termijn kan een verschil van een paar tienden van een procentpunt duizenden euro's aan misgelopen rendement betekenen.

Op een eenvoudige manier gespreid beleggen hoeft helemaal niet duur te zijn. Goedkope alternatieven zijn beschikbaar in de vorm van reguliere mixfondsen, die soms zelfs zijn uitgegeven door instellingen die ook duurdere totaalpakketten aanbieden. Nog goedkoper kan een belegger uit zijn door zelf een mixfonds samen te stellen en ook dat hoeft niet erg ingewikkeld of arbeidsintensief te zijn. Wij zetten de mogelijkheden graag voor u op een rij.

EEN MARGINAAL
KOSTENVERSCHIL
KAN OP DE
LANGE TERMIJN
DUIZENDEN EURO'S
AAN MISGELOPEN
RENDEMENT
BETEKENEN



1. Totaalpakketten

Totaalpakketten zijn bedoeld voor beleggers die risico willen spreiden, maar geen zin of tijd hebben om individuele aandelen, obligaties of beleggingsfondsen te kiezen.

Misschien wel de meest bekende alles-in-een-producten zijn Robeco One, Van Lanschots Evi, Rabo RendMix en het pakket van NN (voorheen ING) FitVermogen.

Deze totaalproducten zijn per aanbieder in verschillende varianten beschikbaar. Het gaat meestal om een defensief, een neutraal en een offensief profiel, waarbij het risico dat beleggers nemen verschilt. Verwarrend is dat de termen bij elke aanbieder een andere betekenis hebben. Zo wordt bij de neutrale variant van Robeco One 45 procent van het ingelegde vermogen in aandelen belegd, een categorie die volgens de boekjes risicovoller is dan obligaties. Bij Evi van Van Lanschot kan het percentage risicodragende beleggingen, waaronder aandelen, in het neutrale profiel oplopen tot wel 75 procent.

UNIEKE KENMERKEN

De aanbieders van totaalpakketten zullen hun producten niet snel vergelijken met die van de concu-

rentie en benadrukken graag de unieke kenmerken – lees: dienstverlening – van het eigen merk. Bij Evi van Van Lanschot bijvoorbeeld worden beleggers via vragenlijsten geholpen om het juiste beleggingsprofiel te bepalen en is het mogelijk om de hulp in te schakelen van online coaches. Strikt genomen is Evi dan ook geen beleggingsproduct, maar een dienst, een soort online vermogensbeheer. In praktijk is de vraag hoeveel beleggers in dergelijke producten zich de moeite getroosten om van die dienstverlening gebruik te maken. Bovendien bieden ook concurrenten als Robeco One en FitVermogen allerlei online tools om beleggers te helpen.

GROTE KOSTENVERSCHILLEN

Opvallend zijn de grote verschillen in kosten die beleggers bij de diverse partijen verschuldigd zijn. Om dat duidelijk te maken, hebben we de als neutraal bekend staande pakketten van een viertal aanbieders vergeleken met als uitgangspunt een inleg van 25.000 euro.

➔ EVI

Het neutrale alles-in-een-beleggingsproduct Evi van Van Lanschot (eigenlijk een dienst dus) is de

DEZE TOTAAL-PRODUCTEN ZIJN PER AANBIEDER IN VERSCHILLENDE VARIANTEN BESCHIKBAAR

duurste keuze. Evi neutraal is een mix van 23 fondsen, momenteel 8 obligatiefondsen, 2 overige fondsen, 1 vastgoedfonds en 12 aandelenfondsen. Bij Evi betalen beleggers jaarlijks 1,62 procent kosten over het opgebouwde vermogen.

➔ ROBECO ONE

Klanten van Robeco One Neutraal kopen eigenlijk een gewoon mixfonds. Ook de defensieve en offensieve varianten van Robeco One zijn beleggingsfondsen, waarin naast een mix van aandelen en obligaties ook wat spaargeld zit, en bij de neutrale en offensieve variant zit wat vastgoed. In geval van Robeco One Neutraal bestaat de beleggingsmix uit 45 procent aandelen, 45 procent van verschillende typen obligaties, een beetje spaargeld en wat indirect vastgoed. Voor de neutrale variant betalen klanten van Robeco jaarlijks 1,35 procent. Afhankelijk van het ingelegde vermogen of ge-

kozen profiel kan het percentage veranderen. Dat is minder prijzig dan de aanbieding van Van Lanschot, maar erg duur in vergelijking met een regulier mixfonds.

➔ FITVERMOGEN

Via FitVermogen neutraal wordt belegd in het neutrale Dynamic Mix Fund 2 of 3 van NN (eerder bekend onder de naam Nationale Nederlanden als onderdeel van ING). Het NN Dynamic Mix Fund III wordt actief beheerd aan de hand van een vastgesteld beleggingsprofiel van 50 procent vastrentende waarden (obligaties) en 50 procent wereldwijde aandelen. Deze verhouding kan maximaal tien procentpunt afwijken, dus een verhouding 60 procent aandelen is mogelijk.

NN doet de minste moeite om dit totaalpakket als iets speciaals te verkopen. Het NN Dynamic Mix Fund is ook te koop bij tal van andere brokers. Het voordeel om dit product via FitVermogen te kopen, zit voor een belangrijk deel in de kosten. Op het platform van FitVermogen betaal je als belegger alleen de reguliere jaarlijkse, lopende kosten voor het fonds. Bij een ingelegd vermogen van 25.000 euro bedragen deze jaarlijks 0,61 procent, voor het ING dynamic mixfund III. Dat is minder dan de helft van de jaarlijkse rekening bij Robeco One.

➔ RABO RENDEMIX

Neutraal beleggen via Rabo RendMix betekent beleggen in een mix van gelijke hoeveelheden aandelen en obligaties die zo nauwkeurig mogelijk de rendementen van de gekozen aandelen- en obligatiemandjes volgen.

De kosten bij RendMix bestaan, net als bij andere aanbieders, uit een aantal componenten. Behalve de kosten voor basisdienstverlening – 0,05 procent per kwartaal met een minimum van 5 euro en een maximum

van 30 euro – worden de kosten van de onderliggende mixfondsen doorberekend aan de klant. Het gaat om maximaal 0,32 procent per jaar. Daarnaast zijn er de transactiekosten van 0,2 procent over het orderbedrag met een maximum van 150 euro en de kosten voor het aanhouden van een betaalrekening bij Rabobank, dat verplicht is. Het goedkoopste betaalpakket kost iets meer dan 21 euro per jaar. Vanwege de verschillende componenten zijn er nogal wat aannames nodig om een jaarlijks percentage aan kosten te noemen. Rekening houdend met een inleg van 25.000 euro blijven de jaarlijkse kosten op langere termijn rond de half procent. Eventueel gewenste aanvullende dienstverlening, zoals papieren portefeuille-overzichten, transacties doorgeven per telefoon of een duurder betaalpakket moeten apart betaald worden.

VERSCHIL IN RENDEMENT

Goedkope aanbieders van totaal-

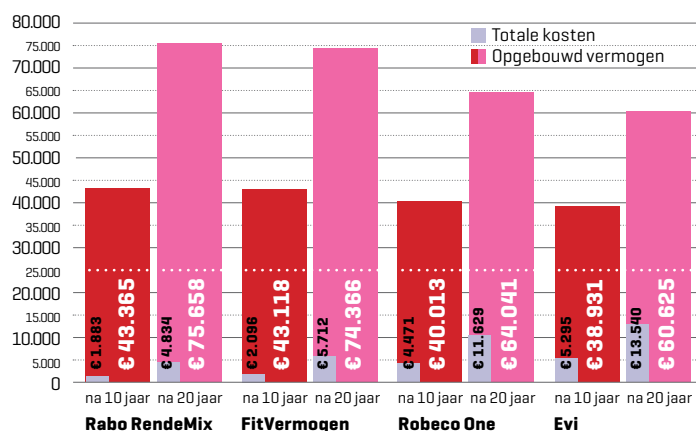
pakketten kunnen zomaar een factor drie goedkoper zijn dan de duurdere merken. Op lange termijn kan dat duizenden euro's aan rendement schelen.

Neem een belegger die voor 25.000 euro een portefeuille wil aanschaffen, voor de helft bestaande uit aandelen en voor de andere helft uit obligaties. Als deze belegger dit bedrag belegt in de online vermogensdienst van Rabobank, Rabo RendeMix, dan levert dit na twintig jaar – op basis van historische rendementen op aandelen en obligaties – een bedrag op van ruim 75.000 euro.

In die twee decennia heeft de belegger dan bijna 5.000 euro betaald aan onder meer transactiekosten en kosten voor dienstverlening. Bij Evi van Van Lanschot lopen deze kosten in diezelfde periode op tot ruim 13.500 euro. De opbrengst bij Evi is daardoor veel lager, nog geen 61.000 euro.

Rendement en kosten na jaren beleggen in een alles-in-een-pakket (neutraal) van vier aanbieders

Met een inleg van 25.000 euro in 2015. De rendementen kunnen na twintig jaar 15.000 euro lager uitvallen bij een dure aanbieder. Dat is maar liefst een kwart van de totale opbrengst.



*Uitgangspunt is om via online vermogensbeheer zo dichtmogelijk in de buurt te komen bij een verdeling van het vermogen in 50% aandelen en 50% obligaties.

*Het gemiddelde rekenrendement is gebaseerd op de historische rendementen van aandelen en obligaties over een lange periode.



2. Zelf een mixfonds kopen

Bij een aantal van de hierboven beschreven totaalpakketten gaat het, kort gezegd, om handig verpakte mixfondsen waaraan soms een fiks prijskaartje hangt. Beleggers kunnen ook kiezen voor bestaande mixfondsen.

Die zijn gemiddeld genomen goedkoper dan de duurdere totaaloplossingen en bieden de vrijheid om ze aan te kopen via een bank of broker naar keuze. Alles-in-een-pakketten zijn vaak alleen (voordelig) aan te schaffen bij de bedenker van het product. Mixfondsen van ING, Robeco, Kempen en SNS daarentegen zijn bij de meeste effectendienst-

verleners verkrijgbaar. Wij gingen op zoek naar mixfondsen waarvan de verhouding obligaties plus cash en obligaties ongeveer gelijk is. Rekening houdend met een dergelijk neutraal profiel zijn via de meeste brokers diverse mixfondsen te koop die jaarlijks niet meer dan 0,7 procent aan kosten rekenen (zie tabel).

KEUZE BROKER BELANGRIJK

Om voordelig zelf een mixfonds aan te schaffen, is de keuze voor een voordelige broker essentieel. Want behalve de kosten voor het fonds – dit geld gaat naar de beheerders van het beleggingsfonds – kunnen banken of brokers ook nog kosten in rekening brengen,

Voordelige neutrale, goed verkrijgbare mixfondsen

NEUTRAAL MIXFONDS	ISIN-CODE	LOPENDE JAARLIJKSE KOSTEN
Think Total Market		
UCITS ETF Neutraal	NL0009272772	0,40%
SNS Optimaal Oranje	NL0010579165	0,55%
NN Dynamic Mix Fund III	NL0000293165	0,61%
Robeco Balanced Mix	NL0010510863	0,66%
Kempen Profiefonds 3	NL0000290476	0,68%

zoals transactiekosten of jaarlijkse 'abonnementskosten' of een 'service fee'. Die extra kosten kunnen het rendement op lange termijn behoorlijk drukken.

Gesteld weer een belegging van 25.000 euro in een neutraal mixfonds. De transactiekosten, doorgaans een paar tientjes, zijn op de lange termijn een verwaarloosbare kostenpost. Dat geldt niet voor eventuele servicekosten. Bij ABN Amro betaal je voor het 'Zelf beleggen'-profiel elk jaar 0,18 procent servicekosten aan de bank. Die kosten worden per kwartaal van het belegd vermogen afgetrokken voordat dit kan gaan renderen. Daardoor blijft bij ABN Amro de opbrengst op lange termijn duizenden euro's achter ten opzichte van een belegging in hetzelfde mixfonds bij brokers als Lynx, Today's, TradersOnly en Binck Basic. Deze partijen rekenen helemaal geen servicekosten.

Opvallend is dat prijsvechter DeGiro ook een service fee voor de hier genoemde mixfondsen rekent en zelfs nog iets meer dan ABN Amro, namelijk 0,2 procent per jaar. Voor de buy-and-hold-belegger die één keer een groot bedrag inlegt, is DeGiro dan ook een minder aantrekkelijk alternatief op dit moment. Dat kan binnenkort anders zijn, aangezien DeGiro bezig is de service fee en transactiefondsen voor een aantal mixfondsen te laten vervallen.

Voor beleggers die regelmatig geld bijstorten, zijn de transactiekosten wel van belang. Lynx, Today's, TradersOnly, Binck Basic en DeGiro zijn dan voordelige opties.

➔ Kort samengevat

Zelf een mixfonds kopen?

- Kies een voordelig mixfonds.
- Kies voor een langetermijninvestering een broker zonder jaarlijkse abonnementskosten of service fee. Dat kan duizenden euro's schelen.
- Lynx, Today's, TradersOnly en Binck Basic rekenen geen service fee of abonnementskosten voor de genoemde mixfondsen, voor zover beschikbaar.

3. Zelf een mixfonds bouwen

Mixfondsen zijn al te koop voor ongeveer een half procent aan jaarlijkse kosten. Dat is niet duur in vergelijking met de rekening die aan sommige alles-in-een-beleggingsproducten hangt.

Maar met een beetje inspanning kan het nog de helft goedkoper: door zelf losse etf's (indexfondsen, die de prestaties van een bepaalde beursindex volgen) te kopen.

Een neutrale portefeuille is al samen te stellen door voor eenzelfde bedrag een brede aandelen-tracker en een brede obligatietracker te kopen. Deze trackers volgen mandjes waarin tientallen, zo niet honderden aandelen vertegenwoordigd zijn, zodat een goede spreiding gegarandeerd is.

Aanbieders als Vanguard, Think ETF's, iShares en Amundi bieden dergelijke etf's (zie tabel). Om zelf een mixfonds tegen lage kosten te bouwen is het wel belangrijk om een broker te kiezen die geen bewaarloon of service fee rekent en liefst ook geen transactiekosten.

Bij DeGiro kunnen de hier genoemde fondsen gratis aangekocht en aangehouden worden. Bij Lynx, Today's, TradersOnly en Binck Basic zijn alleen (lage) transactiekosten verschuldigd. ING rekent geen transactiekosten, maar wel een stevige service fee en kosten voor het aanhouden van een rekening.



Zelf een neutraal mixfonds bouwen

- Koop voor eenzelfde bedrag goedkope aandelen- en obligatiefondsen.
- Meng bijvoorbeeld twee van onderstaande fondsen. De kosten van dit mixfonds zijn het gemiddelde van de jaarlijks lopende kosten per etf.
- Voor een offensief of defensief mixfonds moet de verhouding in belegd geld tussen de aandelen- en obligatietracker respectievelijk verhoogd of verlaagd worden.

AANDELEN-ETF'S

FONDSNAAM	ISIN-CODE	LOPENDE JAARLIJKSE KOSTEN
Vanguard FTSE All-World Ucits ETF	IE00B3RBWM25	0,25%
Think Global Equity Ucits	NL0009690221	0,20%
iShares MSCI Europe UCITS ETF (Dist) (EUR)	IE00B1YZSC51	0,35%
Amundi ETF S&P 500 UCITS ETF USD (USD)	FR0010912576	0,15%

OBLIGATIE-ETF'S

FONDSNAAM	ISIN-CODE	LOPENDE JAARLIJKSE KOSTEN
iShares Euro Aggregate Bond UCITS ETF	IE00B3DKXQ41	0,25%
Think iBoxx Government Bond UCITS ETF	NL0009690254	0,15%
SPDR® Barclays Euro Aggregate Bond UCITS ETF (EUR)	IE00B41RYL63	0,17%

ZELF BELEGGEN

Wie liever zelf specifieke aandelen of obligaties kiest in plaats van de mandjes waaruit mixfondsen bestaan, kan jaarlijks veel geld besparen door een goedkope aanbieder te kiezen. Op de volgende pagina's leest u ons jaarlijkse onderzoek naar kosten van zelf beleggen.

GEVOELEN IN DE SAMENLEVING

door Paul
Frentrop



De socioloog J.A.A. van Doorn waarschuwde in maart 2007 voor het opkomende populisme in de Tweede Kamer: "Terwijl andere politici hun rol van volksvertegenwoordiger combineren met realiteitsbesef en verantwoordelijkheidsgevoel, laten populistten alleen de veronderstelde of door henzelf gemanipuleerde stem van de massa gelden. Zij hebben geen kompas waarmee ze hun koers kunnen bepalen, maar een radarantenne die continu staat afgesteld op het straatrumoer." Zes maanden later verleende minister Bos van Financiën de verklaring van geen bezwaar voor het overnemen en opknippen van ABN Amro. Dat ging niet goed en weer een jaar later kocht Bos voor 16,7 miljard het Nederlandse deel van de bank van de Belgen.

Zeven jaren verstreken en vorige maand verscheen het jaarverslag over 2014. Op pagina 244 stond het salaris van de bestuurders vermeld en als door 244 wespen gestoken kwam de Tweede Kamer in actie. Het was een schande. Enerzijds jegens de belastingbetaler, anderzijds jegens de 'gewone' bankmedewerkers die 'op de nullijn zitten'. Maar ook jegens de aandeelhouders van de bank: te weten alle 17 miljoen Nederlanders, volgens Jesse Klaver, lid van de fractie van GroenLinks, die voorlopiep in de strijd en zich voor het eerst in zijn leven om aandeelhouders bekommerde. Dat salaris was juridisch dan wel in orde, maar druiste volgens de Kamerleden in tegen 'de gevoelens in de samenleving' en die gevoelens vonden ze belangrijker dan de wet.

Ik ben geen fan van die gevoelens. Toen Van Doorn daarover schreef, was de Tweede Kamer dat evenmin. Gevoelens in de samenleving heetten toen 'onderbuikgevoelens'. Waarom nu niet meer? Ik zal het *Gesundes Volksempfinden* er niet bijslepen. Dat negentiende-eeuwse begrip is besmet geraakt door de nazi's, die het als de bron van het recht beschouwden. Het ging volgens hen niet om wat in de wet stond, maar om wat het volk vond. Deze opvatting was in 1755 ontsprongen aan de Franse romancier Rousseau als *Volonté générale* en is sindsdien vaak misbruikt door mensen die zeggen in de naam van het volk te spreken.

Leuk is wel dat 'links' in het debat rond ABN Amro vond dat de aandeelhouder meer te zeggen moet krijgen. Wie zelf aandeelhouder is, kijkt toch anders. En aandeelhouder is men. Van de zeven systeemrelevante banken in Nederland zijn er vier van ons allemaal (ook SNS, Bank Nederlandse Gemeenten en de Waterschapsbank). Eén gaat dicht (RBS). Alleen ING en Rabo worstelen nog in de markt, argwanend gevolgd door snel verontwaardigde volksvertegenwoordigers.



➤ VEB-onderzoek brokerkosten 2015

KOSTENVERSCHILLEN ZELF BELEGGEN BLIJVEN GROOT

De dalende trend in de kosten voor beleggen via internet lijkt tot stilstand te zijn gekomen, maar de verschillen blijven groot. DeGiro is voor de meeste beleggers net als vorig jaar de voordeligste keuze, maar ING beweegt ook de goede kant op.

Stelt u zich eens voor dat een komkommer bij de ene supermarkt één euro kost, en bij de andere 10 euro. Zou u bij die tweede winkel ooit een komkommer kopen? Sommige beleggers wel.

Dat valt in elk geval op te maken uit het feit dat alle in dit onderzoek genoemde brokers klanten hebben die via het betreffende online platform beleggingstransacties uitvoeren. De verschillen in kosten tussen de diverse platformen zijn enorm. Bij het goedkoopste platform, DeGiro, wordt voor een order in Nederlandse aandelen 2 euro gerekend, plus 0,02 procent

van het orderbedrag. Een order voor 2.000 euro in bijvoorbeeld aandelen Unilever komt daarmee bij DeGiro op 2,40 euro aan transactiekosten. De goedkoopste partij die daarna komt, rekt 4,80 euro voor dezelfde order, exact het dubbele dus.

De VEB vergeleek net als vorig jaar aandelenorders met een omvang van 1.000, 2.000, 4.000, 8.000 en 30.000 euro. Als we de kostenverschillen voor deze vijf ordersoorten middelen, blijkt dat men voor aandelenorders op de Nederlandse beurs waarvoor men bij DeGiro 100 euro aan provisie kwijt is, bij de op één na goedkoopste (ING Bank) al

het dubbele betaalt. Bij de duurste aanbieder zijn de kosten ruim vijf maal zo hoog (zie tabel rechts).

Voor Amerikaanse aandelen zijn de kostenverschillen nog veel groter dan die voor Nederlandse aandelen. Andere voordelige aanbieders zijn al gauw 75 procent duurder. De duurste partij (SNS Bank) is 10 keer zo duur. Een deel van die enorme verschillen is terug te voeren op de kosten voor het omrekenen van euro's naar dollars. Deze kunnen zelfs hoger uitvallen dan transactiekosten.

Het kostenaspect is één ding, zaken als de deskundigheid van de klantenservice, gebruikersvriendelijkheid van de website en de grootte van het productassortiment zijn uiteraard ook van belang. Maar met dit soort prijsverschillen zou iedere belegger zich moeten afvragen of die de voordelen van service voldoende compenseren.

OPTIES

De laagste tarieven voor optieorders in Amsterdam zijn ongeacht de ordergrootte te vinden bij DeGiro, die 0,85 euro per optie rekent. Dat is de helft van wat de nummers twee rekenen (Lynx en TradersOnly): 1,70 euro per optiecontract. Alex Aandelen en Alex Algemeen zijn samen met Rabobank Basis en SNS het duurst: gemiddeld 3,5 keer de prijzen van DeGiro.

FONDSEN

ING is momenteel de voordeligste partij als het gaat om fondsen en trackers, want ING berekent geen transactiekosten. Wel wordt een vaste vergoeding en een variabele service fee gerekend voor het aanhouden van de beleggersrekening.

Bij DeGiro kan onder voorwaarden gratis worden gehandeld in een 'kernselectie' van beleggingsfondsen en trackers. Wanneer een belegger echter binnen een maand meer dan één transactie doet in hetzelfde instrument uit de kernselectie, wordt de transactie afgerekend tegen het tarief van de

betreffende beurs.

Binck heeft het fondsenplatform Fundcoach overgenomen. Hier kost beleggen in beleggingsfondsen 10 euro per transactie en in trackers 5 euro per transactie. Periodiek beleggen kan vanaf 20 euro per maand en is dan zonder transactiekosten. Er is wel een service fee van minimaal 60 euro en maximaal 200 euro per jaar over de waarde van de portefeuille.

SLOTSOM

Dat beleggen in fondsen nu via verschillende partijen gratis kan, is een goede ontwikkeling.

Voor effecten als aandelen is het een ander verhaal. Er zijn in het afgelopen jaar bij de bestaande partijen nauwelijks aanpassingen geweest van de tarifiering voor beurstransacties.

DeGiro heeft nog altijd baanbrekend scherpe prijzen en is met grote voorsprong de voordeligste aanbieder. Sommige partijen hanteren naar eigen zeggen kortingsstructuren voor actieve of grote beleggers, deze zijn niet in dit onderzoek meegenomen, maar ook dan zullen weinig aanbieders in de buurt van DeGiro komen.

ING timmert van de grootbanken het meest aan de weg, met de mogelijkheid om gratis in fondsen te handelen en het verlagen van de kosten voor optiehandel en de valutakosten, die zijn doorgevoerd na de peildatum van dit onderzoek. Voor partijen als ABN Amro, Rabobank, Alex en SNS zijn de lijstjes zonder meer pijnlijk.

DE GOEDKOOPSTE KEUZE VOOR U

Om te bepalen wie de goedkoopste broker is, hebben we verschillende standaardsituaties doorgerekend. Wilt u weten welke bank of broker het voordeligst is voor u? Doe de test op veb.net/goedkoopshandelen.

BROKERKOSTEN: DE RESULTATEN

- DeGiro is de goedkoopste partij voor aandelenorders in Amsterdam.
- Transacties ter waarde van € 100 bij DeGiro kosten bij nummer 2 ING het dubbele (€ 200).
- Bij Alex bent u voor deze orders € 514 kwijt. Voor Amerikaanse aandelen zijn de verschillen nog veel groter.
- Wat bij DeGiro voor € 100 euro kan, kost bij SNS Bank maar liefst € 1032.

GEMIDDELDE PROVISIE AANDELENORDERS NEDERLAND

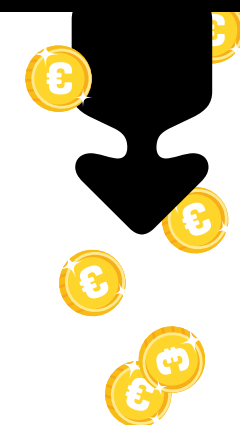
€ 100	DeGiro
€ 200	ING
€ 230	Saxo Bank
€ 255	Lynx
€ 255	TradersOnly
€ 255	Today's Brokers
€ 346	Binck Active
€ 399	Rabobank Actief
€ 421	Alex Aandelen
€ 421	Binck Basic
€ 421	ABN Amro Zelf
€ 421	ABN Amro Zelf Plus
€ 429	Rabobank Basis
€ 444	SNS Bank
€ 514	Alex Algemeen
€ 514	Alex Derivaten

GEMIDDELDE PROVISIE OPTIEORDERS NEDERLAND

€ 100	DeGiro
€ 200	Lynx
€ 200	TradersOnly
€ 212	Today's Brokers
€ 229	Binck Active
€ 235	Saxo Bank
€ 265	ING
€ 265	Rabobank Actief
€ 271	Alex Derivaten
€ 320	ABN Amro Zelf Plus
€ 341	Binck Basic
€ 341	ABN Amro Zelf
€ 353	Alex Algemeen
€ 353	Rabobank Basis
€ 353	Alex Aandelen
€ 353	SNS Bank

GEMIDDELDE PROVISIE AANDELENORDERS VS

€ 100	DeGiro
€ 175	TradersOnly
€ 185	Lynx
€ 185	Today's Brokers
€ 460	Binck Basic
€ 460	Binck Active
€ 545	Alex Algemeen
€ 545	Alex Aandelen
€ 545	Alex Derivaten
€ 582	Rabobank Actief
€ 604	ING
€ 619	Rabobank Basis
€ 681	Saxo Bank
€ 811	ABN Amro Zelf
€ 811	ABN Amro Zelf Plus
€ 1.032	SNS Bank



HOE BEREKEND?

Dit overzicht geeft een indicatie van de totale kosten voor een serie van beursorders van verschillende omvang die bij de goedkoopste partij samen 100 euro zouden kosten.

Peildatum: 20 maart 2015 Bron: Brokertarieven.com

Tegen wil en dank was de beursgenoteerde bodemonderzoeker Fugro afgelopen tijd veelvuldig in het nieuws. Na meerdere winstwaarschuwingen en een historische dividendknip volgde de onverwachte entree van Boskalis als grootaandeelhouder. Velen gaan ervan uit dat Boskalis uit is op een overname, maar volgens Paul van Riel is dat geen optie. 11 vragen aan de CEO van Fugro.

INTERVIEW

FUGRO-TOPMAN PAUL VAN RIEL

OVERNAME DOOR BOSKALIS UITGESLOTEN

"Je weet niet dat je ademhaalt tot dat iemand een hand voor je mond doet." Zo schetst Paul van Riel van Fugro de impact van de onverwachte en onaangekondigde 'aanval' van Boskalis op de onafhankelijkheid van Fugro.

De bodemonderzoeker uit Leidschendam kreeg in Boskalis eind vorig jaar een nieuwe grootaandeelhouder. Alle ontkenningen van Boskalis-topman Peter Berdowski ten spijt, gaat de buitenwereld ervan uit dat de investering een opmaat is naar een overnamebod.

De mannen uit Leidschendam zien een overname alleen helemaal

niet zetten. Sterker, een samengaan met een aannemer, wat Boskalis uiteindelijk is, zou de marktleiderspositie van Fugro ondergraven en daarmee de positie van het bedrijf sterk aantasten. Dat dit gevaar niet helemaal denkbeeldig is, blijkt uit het feit dat ook derden zoals brancheorganisatie NLI ingenieurs en klanten waarschuwen voor een verlies van Fugro's positie als onafhankelijk, dienstverlenend onderzoeks- en ingenieursbureau.

Van Riel schetst in een gesprek hoe Boskalis volgens hem ook te werk had kunnen gaan en waarom onafhankelijkheid voor Fugro van levens-

belang is. Hij licht ook toe hoe het bedrijf zelfstandig uit de put denkt te klimmen waar het na recente winstwaarschuwingen, het schrappen van het dividend en een flinke koersdaling in terecht is gekomen.

1 Was de actie van Boskalis een overval?

"Dat kun je wel zeggen. Het kwam totaal onverwacht. We kregen nabeurs nog wel een telefoontje dat er een persbericht aan zat te komen die dag, dat is wel de minste beleefdheid die kan worden betracht."



2 Dat klinkt alsof het ook anders had gekund.

"Laat ik een voorbeeld geven uit eigen praktijk. Fugro was een tijd geleden geïnteresseerd in een Noors bedrijf dat in zwaar weer verkeerde en waarvan de koers sterk onderuit was gegaan. We zijn daar toen heen gegaan, hebben onze intenties uitgesproken en zijn onderhandelingen gestart. Wij hebben toen een converteerbare lening verstrekt, die het bedrijf hielp en ons de mogelijkheid bood om een belang op te bouwen. Uiteindelijk hebben wij ons belang winstgevend afgestoten en er een goede samenwerking aan overgehouden. Zij blij, wij blij. Zo kan het ook."

3 Alle ontkenningen ten spijt, gaat bijna iedereen ervan uit dat Boskalis uit is op een overname. Heeft u overwogen om de zogenaamde 'put up or shut up' regel van AFM in te roepen om toch meer zekerheid te krijgen?

"Het zou bizar zijn als je als management niet alle opties op een rij zou zetten en dit is uiteraard een van de opties. Maar aangezien de

persberichten van Boskalis klip en klaar zijn, zien wij daar geen aanleiding voor. Er staat dat het niet gezien moet worden als een opmaat tot een bod, dus daar gaan we van uit."

4 U wijst steeds op de onafhankelijke positie van Fugro. Waarom is die zo belangrijk?

"Het gaat om de onafhankelijkheid die Fugro nodig heeft voor het uitvoeren van zijn strategie als onafhankelijke dienstverlener. In onze waardeketen leveren de ingenieursbureaus, onderzoeksbureaus en architecten onafhankelijk advies, zodat de klant de beste oplossing krijgt voor de eisen die hij stelt. Denk bijvoorbeeld aan ons inspectiewerk. Ons onderdeel Survey doet voor een aantal grote oliemaatschappijen al jaren inspecties van pijpleidingen en kabels. Dat is een jaarlijks terugkerende activiteit. Die is voor ons heel belangrijk, want die biedt ons continuïteit. Het kan dan niet zo zijn dat wij én degene zijn die de spullenboel inspecteert én degene zijn die deze heeft neergelegd. Dat is de slager die zijn eigen vlees keurt."

5 U bent dus gewoon geen goede overnameprooi?

"Voor een partij aan de aannemerskant niet. Als we onder één dak zitten met de aannemer die het werk uitvoert kunnen wij het wel schudden. Brancheorganisatie NLIngenieurs heeft al publiekelijk laten weten dat onze onafhankelijkheid weg is als Fugro met Boskalis samengaat. Dan wordt ons in principe ons lidmaatschap ontnomen. In een aan-

**'HET ZOU BIZAR
ZIJN ALS JE ALS
MANAGEMENT
NIET ALLE OPTIES
OP EEN RIJ ZOU
ZETTEN'**

tal andere landen staat ook in de wet dat de onafhankelijke positie gewaarborgd moet zijn. Ook hebben veel klanten regels en voorschriften om te voorkomen dat er belangentegenstellingen ontstaan. Praktijkvoorbeelden waar men een combinatie geprobeerd heeft laten ook zien dat het niet werkt. Bij een overname door bijvoorbeeld een ander geldt dit argument niet. Stel dat Fugro onderdeel zou zijn van een andere onafhankelijke dienstverlener, dan is er wat dit betreft niets aan de hand."

6 Hoe kan het dat de buitenwereld die onafhankelijkheid van Fugro blijkbaar niet op de juiste waarde heeft geschat?

"Misschien hebben we die boodschap niet genoeg uitgedragen. Onafhankelijkheid zit in ons bloed, maar het is net alsof je pas merkt dat je adem haalt als iemand een hand voor je mond houdt. Dan denk je: wat gebeurt er nu?"

7 Boskalis heeft de afgelopen jaren Smit en Dockwise overgenomen. Dat ging ook gepaard met flinke weerstand. De heer Berdowski staat sindsdien bekend als een man die zijn zin krijgt.

"Bij HBG kreeg Boskalis zijn zin niet, als ik het goed heb. Daar is het bestuur van Boskalis, onder wie Berdowski, ook de strijd aangegaan. (In 2000 staakte Boskalis pogingen om bouwbedrijf HBG over te nemen; red.)"

8 De reden dat Boskalis een groot belang kon nemen is dat de koers sterk is gedaald. Dit is mede een gevolg van het instorten van de markt voor olie en gas. Verwacht u een spoedig herstel als in 2009?



"Het is de vierde keer dat ik de cyclus naar beneden meemaak. In 2008 en 2009 was er een hele korte scherpe dip. Ik denk dat deze cyclus wat langer gaat worden. Mijn gevoel zegt dat het wel even zal duren voordat de balans tussen vraag en aanbod weer herstelt en daar gaat het uiteindelijk om."

'MIJN GEVOEL ZEGT DAT HET WEL EVEN ZAL DUREN VOORDAT DE BALANS TUSSEN VRAAG EN AANBOD WEER HERSTELT EN DAAR GAAT HET UITEINDELIJK OM'

9 U bent ondertussen bezig met een herprofilering. De resterende seismische-data-acquisitie-activiteiten en de Subsea-divisie worden verkocht. Is dit daarvoor het juiste moment?

"We willen het liefst verkopen in een goede markt, maar hebben besloten dat we daar niet op gaan wachten. Te zijner tijd zal blijken wat de consequenties zijn voor de waarde. Wij willen niet het risico nemen en wachten. De opbrengst van de verkopen is vooral bestemd voor het afbouwen van schulden. Het is voor het bedrijf belangrijk dat het in deze tijd niet met een te grote schuld zit."

10 Was het schrappen van het dividend daarom ook bittere noodzaak?

"Aandeelhouders willen graag een consistent dividend, dus dat is iets dat we met pijn in het hart hebben gedaan, maar het moest. We hebben ook regels die zeggen of we wel of niet uitkeren en het resultaat was duidelijk en simpel: geen dividend."

11 Waarom moeten aandeelhouders desondanks de moed erin houden?

"Wij denken dat wij een heel goede strategie hebben. We gaan de onderdelen Geotechniek en Survey verder uitbouwen. Er wordt gebouwd, de aarde wordt gebruikt en de wereld heeft geotechniek en survey nodig. Wij zitten in groeiende markten en uiteindelijk kunnen we daar als bedrijf veel aandeelhouderswaarde creëren. We moeten wel door de huidige dip heen, maar dat gaat ons lukken."

VRAAG HET DE VEB

De experts van de VEB-Beleggersservice staan dagelijks honderden aangesloten beleggers te woord. In elke Effect behandelen ze een aantal veelgestelde vragen. U vindt meer antwoorden via veb.net/vraaghetdeveb.



juridische kosten en kosten voor accountancycontrole.

Doordat deze indirecte kosten in de koers verwerkt zitten, vallen ze minder op. De lopende kostenfactor weerspiegelt een deel van deze kosten. Het gaat daarbij om een totaal percentage van de jaarlijkse kosten.

Maar niet alle kosten zitten in de lopende kostenfactor. Zo zijn de transactiekosten binnen het fonds zelf en op- en afslagen daarin niet inbegrepen. Daarmee blijft het voor beleggers helaas lastig om de kosten tussen beleggingsfondsen onderling te vergelijken.

4 BIJ MIJN BROKER KAN IK ZOWEL HET FONDS ROBECO N.V. AANKOPEN ALS ROBECO EURO G, DIE QUA BELEGD VERMOGEN EN BELEGGINGSVERDELING OVEREENKOMEN. ZIJN DIT DEZELFDE FONDSEN?

Nee. Robeco biedt fondsen aan in allerlei varianten (de zogenoemde fondsklassen). Hoewel beide fondsen door Robeco in de markt zijn gezet en de beleggingsverdeling hetzelfde is, betreft het hier een andere fondsklasse. Het verschil tussen het **Robeco Eur G (ISIN: NL0010366407)** en het **Robeco N.V. (ISIN: NL0000289783)** fonds zit in de kosten.

En dat heeft weer te maken met de distributievergoeding. Sinds 1 januari 2014 is het provisieverbod ingegaan, waardoor Nederlandse beleggingsondernemingen, zoals banken, geen provisies meer mogen ontvangen van aanbieders van beleggingsfondsen.

Inmiddels hebben verschillende fondshuizen varianten beschikbaar gemaakt zonder distributievergoeding. Dat is ook het geval bij de het Robeco Eur G-fonds. Dat is een nieuwe klasse, waarin geen distributievergoeding in de beheersvergoeding is opgenomen. Dat verklaart de lagere lopende kostenfactor.

1 IN HOEVERRE KAN IK VAN MIJN BANK OF BROKER VERWACHTEN DAT DEZE INFORMATIE VERSTREKT OVER DE AANDELEN DIE IK IN PORTEFEUILLE HEB?

Het is steeds gebruikelijker dat banken en brokers informatie verstrekken over beleggingen, ook wanneer u zelf zonder advies uw beleggingen beheert (*execution only*-relatie). Denk daarbij aan informatie gericht op de beleggingen zelf, zoals een fusie of overname waar een beleggingsbeslissing op te nemen is, maar ook aan waarschuwingen voor de risico's.

Op grond van een uitspraak van het klachteninstituut financiële dienstverlening mag een belegger met een *execution only*-relatie van zijn effecteninstelling verwachten dat

dat hij wordt geïnformeerd over objectieve effectentechnische informatie die van wezenlijk belang is bij het nemen van een effectenbeslissing.

Daarbij komt ook dat de informatie die de effectendienstverlener verstrekt, op grond van de wet, niet feitelijk onjuist en/of misleidend mag zijn.

2 OP MIJN AFSCHRIFT ZAG IK STAAN 'PAYMENT IN LIEU OF DIVIDENDS', WAT BETEKENT DIT?

De zogeheten *payment in lieu of dividends* heeft betrekking op de dividenduitkering. Wanneer u op de handelsdag voorafgaand aan de zogeheten *ex-dividenddatum* de betreffende aandelen bezit, ontvangt u doorgaans dividend dat ook als zodanig op het transactie-

afschrift is vermeld.

Echter, wanneer uw aandelen zijn uitgeleend, kan de dividendbetaling staan omschreven als 'payment in lieu of dividends'. De achterliggende reden is dat u dan geen dividend heeft ontvangen van de uitkerende onderneming, maar dat de 'short belegger', die speculeert op een koersdaling, u heeft gecompenseerd ter hoogte van het dividend.

3 BIJ EEN BELEGGINGSFONDS ZIE IK DE 'LOPENDE KOSTENFACTOR' STAAN, WAT ZIJN DEZE KOSTEN?

De lopende kostenfactor heeft betrekking op de kosten binnen het beleggingsfonds zelf. Dan kan het gaan om de beheerskosten van het beleggingsfonds, marketingkosten,

Consumentenbedrijven als Unilever, Heineken, Coca-Cola en Procter & Gamble zijn al tijden zeer geliefd onder beleggers. Gespreid beleggen kan via kant-en-klare beleggingsfondsen of door zelf een paar goedkope indexfondsen aan te schaffen.

ZELF DOEN OF BELEGGINGSFONDSEN

GESPREID BELEGGEN IN CONSUMENTENAANDELEN



DBeleggen in wereldwijd opererende consumentenbedrijven biedt het beste van twee werelden. Allereerst voldoen deze ondernemingen aan het bekende mantra van superbelegger Warren Buffett die adviseert om te beleggen in sterke merken. Bovendien zetten de Unilevers en Procter & Gambles zwaar in om een belangrijke positie te krijgen in opkomende markten waar consumenten snel rijker en kooplustiger worden.

Wie niet op één paard wil wedden, kan zich verheugen in een ruime sortering aan beleggingsfondsen die zich richten op consumentengrootmachten. Wij beoordeelden twee van dergelijke populaire fondsen en geven een doe-het-zelf-alternatief met goedkope trackers.

ROBECO GLOBAL CONSUMER TRENDS EQUITIES F EUR

ISIN-CODE: LU0871827464

Het Robeco Global Consumer Trends-beleggingsfonds belegt wereldwijd in bedrijven die zich richten op consumenten, zoals Visa, Nike en Nestlé. De aandelen die de fondsmanagers selecteren, moeten passen binnen drie trends.

De eerste trend speelt in op de digitale consument, die steeds meer gebruikmaakt van mobiele apparatuur en internet. De tweede trend is de consument uit opkomende markten die meer te besteden heeft. Trend drie is de aantrekkingskracht van merken op consumenten.

De grote hoeveelheid bedrijven die aan deze kwalificaties voldoen, worden beoordeeld op basis van winstvooruitzichten en waardering. Daarnaast praten de fondsmanagers met het management

van de bedrijven en de analisten die de aandelen volgen.

RENDEMENT, RISICO EN KOSTEN

Het fonds van Robeco vergelijkt zich met de wereldwijde aandelenindex MSCI ACWI, een mandje van aandelen uit ruim veertig landen uit alle sectoren. Een erg accurate vergelijkingsmaatstaf is dat niet. Waar consumentenaandelen overheersen in het Robeco-fonds, zijn in de vergelijkingsindex ook aandelen van banken, verzekeraars en energiebedrijven te vinden.

Dat verschil zet ook meteen de prestaties van dit fonds ten opzichte van de index in perspectief. Het Robeco-fonds heeft de afgelopen drie jaar veel beter gepresteerd dan de vergelijkingsindex met rendementen van respectievelijk 87 procent en

60 procent. In vergelijking met een andere index, die een mandje aandelen van wereldwijde luxe- en basis consumentengoederen en -diensten bevat, presteert Robeco Global Consumer Trends gemiddeld.

Op het gebied van kosten en risico scoort dit Robeco-fonds wat minder. De 1 procent aan jaarlijkse kosten maakt het een vrij dure belegging. Bovendien blijkt de reputatie van 'laag risico' die aan deze categorie fondsen kleefte er een om te nuanceren. Zo verloor het Robeco Global Consumer Trends-fonds 42 procent van zijn waarde in crisisjaar 2008.

WAAROM HIERIN BELEGGEN?

Het fonds kan een interessante belegging zijn voor beleggers die willen beleggen in een fonds met focus

KOPEN?



Top 5

1. Facebook	2,8%
2. Google	2,7%
3. Visa	2,5%
4. Starbucks	2,5%
5. Mastercard	2,5%

Ongoing charge:	0,97%
Rendement 3 jaar:	87%
Rendement benchmark 3 jr:	60%

op consumentenbedrijven en dan met name de bedrijven uit de technologiehoek. Het fonds belegt onder meer in internetbedrijven als Facebook, Google en het Chinese Tencent. Hiermee wijkt het fonds af van passieve producten (etf's) die meer beleggen in de Nike's, Walt Disney's en Coca-Cola's van deze wereld.

De doelstelling van het fonds is weinig ambitieus: langetermijngroei door te beleggen in met name bedrijven die profiteren van stijgende consumentenuitgaven.



PICTET-PREMIUM BRANDS-I EUR ISIN-CODE: LU0217138485

Pictet-Premium Brands gaat op zoek naar bedrijven met sterke merken, oftewel premium brands. Ook moeten de producten en diensten van goede, duurzame kwaliteit zijn; bedrijven die hierover beschikken, kennen vaak een hoge groei en hoge marges volgens de fondsmanagers. Verder moet de waardering aantrekkelijk zijn alvorens deze fondsbeheerders in te stappen. Duidelijk is dat de beheerders, net als bij het Robeco-fonds overigens, de waardering niet als uitgangspunt nemen in hun aandelenselectie.

Bedrijven waar het fonds nu fiducia in heeft, zijn modehuis Burberry, sportonderneming Nike en warenhuis Macy's. Ook de Zwitserse horlogebedrijven Richemont (Het gaat onder meer om Cartier, Piaget en Baume et Mercier) zitten

in portefeuille, waarbij de beheerders onlangs een deel van Swatch hebben verkocht omdat het fonds bang is dat dit horlogebedrijf hinder gaat ondervinden van de opgelopen koers van de Zwitserse frank die de winstmarges kan aantasten.

Hoewel deze bedrijven inspeelen op de groeiende middenklasse in opkomende regio's als Azië en Zuid-Amerika, beleggen de fondsmanagers niet in aandelen met een notering in deze regio's. Het fonds van Robeco doet dit wel. De meeste aandelen richten zich verder op het luxe segment, waardoor het fonds een sterke focus kent.

RENDEMENT EN RISICO

De rendementen van het fonds zijn zowel het afgelopen jaar als de laatste drie en vijf jaar matig geweest.

Zo bleef het fonds zijn vergelijkings-index de laatste drie jaar met 20 procentpunt achter (56% tegen 76%). Misschien dat het fonds vanwege die achterblijvende prestaties begin 2013 zijn 'oude' vergelijkingsmaatstaf heeft ingewisseld voor een nieuwe. Sinds twee jaar worden de eigen prestaties niet meer afgezet tegen een index met luxe goederen- en servicebedrijven maar tegen de breed gespreide aandelenindex MSCI World. Echt geholpen heeft dat niet.

Het fonds had in de jaren 2009 tot en met 2012 moeite om de oude index bij te houden, maar ook de MSCI World weet het fonds niet bij te benen: in 2014 bleef het fonds ruim 12 procentpunt achter (6,75% versus 19,5%).

WAAROM HIERIN BELEGGEN?

Pictet-Premium Brands belegt in premiumbedrijven, maar vraagt daar ook een premieprijs voor. Beleggers moeten jaarlijks 1,22 procent van hun ingelegd vermogen afdragen aan kosten. Dat is veel, zeker ook omdat de prestaties van de laatste jaren die hoge kosten niet rechtvaardigen.

Dat neemt niet weg dat het fonds in aansprekende luxe-bedrijven belegt. Kijk echter ook naar alternatieve fondsen zoals het ING Luxury Consumer Goods Fund (NL0000289684). Dit fonds presteert de afgelopen jaren beter en is met 0,81 procent aan jaarlijks doorlopen-de kosten ook goedkoper.

Top 5

1. Burberry	6,1%
2. Nike	5,8%
3. Macy's	5,6%
4. L'Oréal	5,5%
5. Diageo	4,5%

Ongoing charge:	1,22%
Rendement 3 jaar:	56%
Rendement benchmark 3 jr:	76%



PICTET-PREMIUM BRANDS BELEGT IN PREMIUM-BEDRIJVEN, MAAR VRAAGT DAAR OOK EEN PREMIUM-PRIJS VOOR



ZELF AAN DE SLAG

Opvallend genoeg zijn er maar weinig etf's (relatief goedkope fondsen die een index volgen) te koop die zich richten op mondiaal opererende consumentenbedrijven. Voor een beetje actieve belegger is het echter niet moeilijk om zo'n fonds zelf samen te stellen door één, twee of meer etf's aan te schaffen. Dit kan bijvoorbeeld met etf's van iShares, dat hieronder als voorbeeld wordt aangehaald, maar ook aanbieders als Lyxor en Amundi bieden vergelijkbare etf's aan.

Voor de Europese bedrijven nemen we de iShares STOXX Europe 600 Personal & Household Goods ETF. Dit product belegt in ondernemingen die zich richten op

persoonlijke- en huishoudartikelen. Unilever, producent van shampoos, crèmpjes en deodoranten, is hier een goed voorbeeld van. Unilever heeft door zijn grootte – het concern is op de beurs inmiddels meer dan honderd miljard euro waard – een gewicht van bijna 20 procent in de etf.

Concurrent Nestlé is niet opgenomen in de portefeuille. De Zwitsers richten zich meer op eten en drinken. Beleggers die meer zien in dit soort bedrijven kunnen ook de iShares STOXX Europe 600 Food & Beverage ETF overwegen (zie Genoeg keus om te combineren).

In de VS selecteerden we de iShares U.S. Consumer Goods ETF,

ISHARES STOXX EUROPE 600 PERSONAL & HOUSEHOLD GOODS UCITS ETF
ISIN-CODE: DE000A0H08N1

Top 5

1. Unilever	18,6%
2. British American Tobacco	15,9%
3. Reckitt Benckiser	8,8%
4. LVMH	7,5%
5. Richemont	7,1%

Per halverwege februari

Ongoing charge:	0,5%
-----------------	------

ISHARES U.S. CONSUMER GOODS ETF
ISIN-CODE: US4642878122

Top 5

1. Procter & Gamble	10,9%
2. Coca-Cola	7,7%
3. PepsiCo	6,9%
4. Philip Morris	6,0%
5. Altria	5,1%

Per halverwege februari

Ongoing charge:	0,45%
-----------------	-------



MET ETF'S

maar ook hier kan een belegger zijn eigen richting opgaan. In de etf zitten bekende namen als Coca-Cola, P&G en Philip Morris, terwijl in de niet op goederen maar services gerichte etf van iShares (iShares U.S. Consumer Services ETF) bedrijven zitten als Walt Disney, Home Depot en Amazon.

Beleggers die ervoor zouden kiezen evenveel geld te beleggen in de twee besproken etf's, krijgen een gespreide portefeuille met consumentenbedrijven als Unilever, British American Tobacco en P&G (zie top 5). De jaarlijks doorlopende kosten zullen rond de 0,5 procent uitkomen. Daartegenover staan wel hogere aanschafkosten, omdat meer dan één beleggingsproduct wordt gekocht bij een broker.

COMBINATIE VAN ETF'S

Top 5

1. Unilever	9,3%
2. British American Tobacco	7,9%
3. Procter & Gamble	5,4%
4. Reckitt Benckiser	4,4%
5. Coca-Cola	3,9%

Per halverwege februari

Ongoing charge: 0,48%

GENOEG KEUS OM TE COMBINEREN

ISHARES STOXX EUROPE 600 PERSONAL & HOUSEHOLD GOODS UCITS ETF (DE) DE000A0H08N1

Europese producenten van persoonlijke en huishoudelijke producten.
Rendement afgelopen 3 jaar: 72%

ISHARES STOXX EUROPE 600 FOOD & BEVERAGE UCITS ETF (DE) DE000A0H08H3

Europese voeding- en drankbedrijven. De grote jongens zijn hier Nestlé, AB-InBev en Diageo.
Rendement afgelopen 3 jaar: 71%

ISHARES STOXX EUROPE 600 RETAIL UCITS ETF (DE), DE000A0H08P6

Retailers uit Europa zoals H&M en Zara.
Rendement afgelopen 3 jaar: 53%

ISHARES U.S. CONSUMER GOODS ETF US4642878122

Amerikaanse producenten van consumptiegoederen.
Rendement afgelopen 3 jaar: 83%

ISHARES U.S. CONSUMER SERVICES ETF US4642875805

Amerikaanse consumentendienstverleners.
Rendement afgelopen 3 jaar: 116%

PRE-CRIME

door Sheila Sitalsing



In de strijd tegen losgeslagen handelaren – van het soort dat de bank miljarden kan kosten in verliezen en boetes en advocatenkosten, en dat onbecijferbare reputatieschade kan aanrichten – schakelt JP Morgan een vooruitstrevende methode in: een algoritme dat overmatig riskant gedrag probeert te voorspellen. Waarom ook niet eigenlijk? In het anti-terreurbeleid is het inmiddels doodnormaal om uit enorme bergen data van e-mails, vluchtgegevens, telefoongesprekken en wat dies meer zij patronen te destilleren en verdachten aan te merken. (Niet zelden zijn dat volslagen onschuldige mensen, maar daar heeft de computer weinig mee te schaffen: als het algoritme heeft voorspeld dat iemand een aanslagrisico is, wordt het verkrijgen van een inreisvisum een uitdaging.)

Big data is het nieuwe modewoord, en banken beschikken over bergen geautomatiseerde gegevens over hun personeel. Zo ingewikkeld kan het niet zijn om een algoritme te schrijven dat mogelijke toekomstige verdachten van aanslagen op de reserves en de integriteit van de bank selecteert. Het algoritme selecteert op dingen als: wie slaat altijd de compliancecursussen over, wie overtreedt de handelsregels, wie vertoont anderszins riskant gedrag? Wat mensen niet kunnen omdat ze zaken over het hoofd zien, kan het algoritme wel, denkt Sally Dewar van JP Morgan, die het programma leidt. "Dit kan ons helpen gedragspatronen te voorspellen," zei Dewar vorige maand tegen Bloomberg. E-mails, chatgegevens en telefoongesprekken kunnen bij de analyse worden betrokken.

Het voorspelprogramma is maar één van de bestrijdingsmiddelen die JP Morgan hanteert. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is de bank al meer dan 36 miljard dollar kwijt aan juridische kosten wegens klantenmisleiding, rogue trading en aanpalende zaken. Dat is slecht voor de bottom line en slecht voor de bonussen. Naast het voorspelprogramma wordt er ook gewerkt aan "cultuurverandering", en omdat niets zich zo moeilijk laat veranderen als cultuur zijn er ook anonieme kliklijnen gekomen voor medewerkers die verdachte collega's erbij willen lappen.

Bloomberg ging in zijn berichtgeving over het gedragsvoorspelalgoritme grote ethische vragen stellen, liet experts reppen van "gedachtenpolitie" en een "helend vlak", en haalde er Minority Report bij, de boeiende sciencefictionfilm uit 2002 waarin Tom Cruise op mensen jaagt die schuldig zijn aan pre-crime: het mogelijk begaan van een moord in de toekomst. Straks vlieg je erbij de bank nog uit omdat je een bewonderende tweet over Nick Leeson hebt geplaatst. Maar eigenlijk doet de bank niets anders dan zijn core business – financiële risico's inschatten, bundelen, afwentelen en afdekken – uitbreiden naar zijn personeelsbestand. Of de top van de bank ook in het algoritme wordt meegenomen, vermelden de berichten helaas niet.

Beleggers zijn de afgelopen jaren opgeschrikt door een flink aantal gevallen van fraude en omkoping bij beursfondsen. Volgens Paul Arlman en Arjen Tillema van Transparency International Nederland is dat voor bedrijven een reden te meer om werk te maken van corruptiebestrijding in eigen gelederen.

CORRUPTIEBESTRIJDING IS EIGEN BELANG

Corruptie, fraude en belangenverstrengeling zijn vertrouwde ingrediënten in de dagelijkse nieuwsstroom, en Paul Arlman is daar wel tevreden over. Jarenlang heeft de voormalig voorzitter van de Nederlandse afdeling van non-profitorganisatie Transparency International gestreden om corruptie onder de aandacht te brengen. Hij wordt nu op zijn wenken bediend. "Er komen nu veel meer corruptie-affaires naar buiten dan een jaar of vijf geleden."

Transparency International heeft inmiddels afdelingen in meer dan honderd landen en brengt, sinds de oprichting in 1993, corruptie in kaart. Het bekendste resultaat van die inspanningen is de

jaarlijkse Corruption Perceptions Index, een rangschikking van alle landen in de wereld op basis van de mate waarin ze als corrupt ervaren worden. Maar waarom noemt een organisatie die vecht tegen corruptie zich 'transparent'? Arjen Tillema, tot voor kort partner en advocaat bij NautaDutilh en sinds eind januari de nieuwe voorzitter van Transparency International Nederland: "Corruptie is misbruik van macht of bevoegdheid voor je eigen private doel, ten nadele van anderen die ervan uit mogen gaan dat je integer handelt. Integriteit gaat over ethisch handelen. Dat is over het algemeen het handelen waarvan je het geen probleem vindt als het op zaterdagochtend in de krant staat. Daarom omvat het werk van Transparency International ook on-

derwerpen als integriteit en transparantie."

Anders dan bijvoorbeeld Amnesty International bemoeit de anti-corruptieorganisatie zich in de regel niet met lopende individuele zaken. Ook sleept ze geen individuen of instellingen voor de rechter. "Om dat goed te doen moet je het hele dossier kennen," zegt Tillema. "Anders is het risico op missers aanzienlijk. Wij willen organisaties – overheden, ondernemingen – laten nadenken over corruptie. Bestrijding van corruptie, in al haar vormen, moet een terugkerend gespreksonderwerp zijn binnen organisaties. Hoe gaat een organisatie om met fraude, integriteitsschendingen, omkoping, smeergeldpraktijken? Dat kan vaak nog beter."



Beeld MARK VAN DEN BRINK



Arjen Tillema (links) en Paul Arlman van Transparency International Nederland

Arlman vult aan: "Waarschuwen is een belangrijk onderdeel van onze missie. We kunnen bedrijven waarschuwen dat ze zich aan de wet moeten houden, maar dat kunnen ze zelf ook wel bedenken. Je kunt ze ook waarschuwen voor de risico's op ethisch, moreel en reputatieel vlak. Als je als organisatie op het randje opereert, hetzij ethisch, hetzij moreel of juridisch, dan kun je er gemakkelijker van afvallen."

Tillema: "In mijn praktijk als advocaat heb ik instellingen nog wel eens voorgehouden: je zou niet alleen moeten zien wat de wet nu van je vereist, maar je moet je ook een beeld vormen van de eisen die het publiek aan je stelt, niet alleen nu, maar ook over bijvoorbeeld vijf of tien jaar. Je handelen van nu wordt misschien in 2018 onderzocht en in 2020 worden de conclusies getrokken. Dan wordt er niet meer gekeken naar de norm van 2015, hoe unfair dat ook kan voelen."

Hoe kan het dat er de laatste jaren zo veel corruptie- en fraude-affaires naar buiten komen?

Arlman: "Als je tien jaar geleden omkocht, kwam dat niet naar buiten. Dat dat nu veel vaker gebeurt, heeft onder meer te maken met de opkomst van sociale media, waardoor misstanden veel sneller in de openbaarheid komen. Een andere belangrijke ontwikkeling is de toepassing van de strenge Amerikaanse anti-corruptiewetgeving. Ook bedrijven die buiten de VS opereren zullen hard aangepakt worden door de Amerikanen in geval van misstanden. Een transactie in dollars of benadeling van een

Amerikaanse concurrent waar ook ter wereld kan ervoor zorgen dat het Amerikaanse ministerie van Justitie of toezichthouder SEC achter je aan komt en gigantische boetes oplegt."

Tillema: "De Lockheed-affaire uit de jaren '70 was nota bene een belangrijke aanleiding voor de Amerikaanse Foreign Corrupt Practices Act. Die ruime inzet van anti-corruptiewetten in de VS is overigens vooral ontstaan uit eigenbelang. Amerikaanse bedrijven voelden zich benadeeld omdat zij zich moesten houden aan allerlei hoge standaarden en bedrijven uit andere landen niet."

Tillema vervolgt: "Corruptiebestrijding omvat uiteraard meer dan alleen geld binnenhalen door handhavers. De ethische component speelt ook mee. De notie dat corruptie zaken corrumpeert, bijvoorbeeld armoedebestrijding belemmert en ervoor zorgt dat medicijnen niet in ziekenhuizen komen en kinderen niet naar school kunnen. Corruptie heeft een directe impact op bijna alles. Het speelt globaal gezien ook in bijna alle sectoren, en daar moet iets aan gedaan worden."

Arlman: "Ik vroeg ooit aan een bestuurder van een grote beursgenoteerde onderneming wat het ergste van corruptie is. Zijn antwoord: dat er de foute beslissingen uitkomen. Dat is voor het bedrijfsleven een cruciaal punt."

Jullie zijn voortdurend bezig om onder meer bedrijven bewust te maken van de negatieve impact die corruptie heeft. Is het niet hemeltergend dat dit nog nodig is?

Arlman: "Ja, dat is zo. Om je bezig te houden met corruptiebestrijding moet je optimist zijn, anders hou je het niet vol."

Hoe vaak bent u in uw tijd bij Transparency International voor naïef versleten?

Arlman: "Natuurlijk ben ik weleens uitgemaakt voor een naïeve zeur.

'CORRUPTIE HEEFT INVLOED OP BIJNA ALLES. DAAR MOET IETS AAN GEDAAN WORDEN'

Dat ze je verweten de moraalridder uit te hangen. 'Zo gaat dat nu eenmaal in Togo, was dan het credo. Maar vooral de laatste jaren was die kritiek gemakkelijk te pareren. Want als je er niet van overtuigd bent dat corruptie bestuurlijk slecht is, politiek slecht is, sociaal slecht is, beslist technisch slecht is, juridisch onrechtmatig en economisch slecht is, en als ethiek je ook niks zegt omdat je dat niet geleerd hebt op de businessschool, dan heb ik nog een laatste suggestie: het eigenbelang. Ga maar naar Togo, ga de boel maar omkopen, maar morgen staat de Amerikaanse overheid voor je deur om je te pakken."

Tillema: "Ook de Nederlandse toezichthouders en Justitie zijn hier de laatste jaren veel scherper op. Sceptis is er nog steeds. Laatst liet iemand in de krant optekenen dat een samenleving niet kan functioneren zonder *wheelen* en *dealen* en dat corruptie niet uit te bannen is omdat de mens hebzuchtig en creatief is. Maar daar gaat het helemaal niet om. We hebben gekozen voor een democratische samenleving waarin de rechtstaat het uitgangspunt is. Niet voor een samenleving waarin een onontdekte truc uitstekend is."

Zijn Nederlandse ondernemingen nu doordrongen van de risico's die samenhangen met corruptie?

Arlman: "De grootste zeg twintig bedrijven wel. Die hoeft je weinig meer te vertellen. Maar van de veertigduizend bedrijven die daarna komen, weten we dat ze nog veel te weinig of soms zelf niets weten over anti-corruptieregels."

Hoe kunnen beleggers het corruptierisico bij beursgenoteerde bedrijven inschatten?

Tillema: "De Corruption Perceptions Index die wij jaarlijks publiceren kan een belangrijk instrument voor beleggers zijn. Als een bedrijf zaken-



doet in een land dat in die index op bijvoorbeeld plaats 150 staat, dan is dat reden tot hoge waakzaamheid. Dan kun je op je klompen aanvoelen dat er heel veel dingen zijn die heel goed geregeld moeten zijn."

Arlman: "Alleen kijken naar activiteiten in die vreemde landen is niet genoeg. Tal van affaires in West-Europa afgelopen jaren bewijzen dat. Verkeerde intenties zijn nog steeds aanwezig. Recent is onderzoek gedaan onder achthonderd topmanagers in Nederland en Duitsland. Hen werd de vraag voorgelegd of ze onder de tafel geld zouden betalen als ze daarmee een deal zouden binnenhalen. Een kwart van de ondervraagden zei: 'ja, dan doe ik het.'"

Aandeelhouders van bedrijven als Imtech en SBM hebben flink moeten bloeden door corruptie-affaires. Wat kunnen beleggers doen om de kans op een dergelijk debacle te minimaliseren?

Arlman: "Beleggers moeten bedrijven vragen stellen, bijvoorbeeld in de aandeelhoudersvergaderingen. Hoe is het compliance-systeem geregeld? Heeft een bedrijf de hele keten van activiteiten goed in de hand en wat is *the tone at the top*? Alles om te voorkomen dat je als belegger over een jaar in de krant moet lezen dat er torenhoge boe-

tes betaald moet worden."

Tillema: "Het is ook zinvol om de accountant te bevragen. Vanaf dit jaar moeten accountants bij financiële ondernemingen expliciet kijken naar gedrag en cultuur binnen de onderneming. Dat houdt niet zelden verband met corruptie- en integriteitsrisico's. Daar zijn vragen over te stellen door beleggers. En ook voor de commissaris ligt hier tegenwoordig een steeds belangrijkere rol."

Kunt u voorbeelden geven van bedrijven die het op anti-corruptiebeleid goed voor elkaar hebben?

Arlman: "Opvallend genoeg zijn dat vaak ondernemingen die hebben laten zien hoe het niet moet, zoals Siemens en Tyco. Siemens kampte

'WE HEBBEN GEKOZEN VOOR EEN DEMOCRATISCHE SAMENLEVING WAARIN DE RECHTSTAAT HET UITGANGSPUNT IS. NIET VOOR EEN SAMENLEVING WAARIN EEN ONONTDEKTE TRUC UITSTEKEND IS'

een paar jaar geleden met een bijzonder grootschalige fraude. Het bedrijf heeft de bestuurders eruit gegooid, gigantische boetes betaald en probeert nu dag in dag uit een ethische onderneming te zijn, want ze willen nooit meer terug naar de oude situatie."

Ethisch ondernemen is ook de schijn van belangenverstrengeling voorkomen. Is dat goed geregeld in Nederland?

Arlman: "Er valt nog het nodige te verbeteren. Neem draaieurconstructies, bijvoorbeeld een bestuurder die in één keer overstapt naar de raad van commissarissen van hetzelfde bedrijf. Bij de overheid mogen ministers in de dag na hun vertrek baantjes aannemen in de sector die ze reguleerden. Minister van Verkeer en Waterstaat Eurlings die overstapte naar KLM, dat was een zeer onwenselijke situatie. In België moeten alle ministers achttien maanden wachten voordat ze een nieuwe baan accepteren die gelieerd is aan hun oude activiteiten. In Nederland is de minister van Defensie de enige die een wachttijd heeft."

De overstap van Camiel Eurlings naar KLM heeft niet al te veel ophef veroorzaakt. Hoe kan dat?

Arlman: "In Nederland houden wij er niet van om elkaar aan te spreken op integriteit. Maar als je een beetje ruggengraat hebt, zou je tegen bestuurders moeten zeggen: Jan, je bent een vreselijk goede ceo geweest, maar je moet nu niet met een commissaris willen worden."

Tillema: "Draaieurconstructies zijn typisch zo'n onderwerp dat het beeld van de gemiddelde Nederlander over onze instituties versterkt. Het is belangrijk dat ook aan dit soort onderwerpen aandacht wordt besteed. Als je dat onvoldoende doet vreet dat uiteindelijk aan het vertrouwen in onze instituties en ons economische en politieke model."



ROBOTS KRIJGEN STEEDS MEER VRIENDEN

Sommige bedrijven veranderen de wereld, en beleggers van het eerste uur kunnen er schatrijk mee worden. Zijn robotbedrijven nu interessant voor beleggers?

Exact 95 jaar geleden werd het begrip 'robot' voor het eerst gebezigd in een Tsjechisch toneelstuk en sinds dat moment heeft het de collectieve verbeelding beziggehouden.

Nog steeds wordt er veel – en meer dan ooit – verwacht van robotisering en kunstmatige intelligentie, op allerlei fronten. En er worden bedreigingen in gezien, van verdringing op de arbeidsmarkt tot aan het einde van de

mensheid. Dat laatste is de mening van de beroemde natuurkundige Stephen Hawking. Voor het zover kan komen zijn er gelukkig nog aandelen.

WAAROM INTERESSANT?

Robotica is een enorme groeiemarkt. Het gebruik van robots is de afgelopen jaren al enorm toegenomen en die groei is nog niet voorbij. Analisten van Robeco becijferden dat de groei van het aantal

robots in het afgelopen decennium maar liefst 10 procent op jaarbasis was. In 2014 was de groei zelfs 15 procent. Op dit moment is de auto-industrie de belangrijkste afnemer van robots. In Japan is nu al één op de zes arbeiders in een autofabriek vervangen door een robot. In Duitsland en vooral China ligt dat aantal veel lager. Daar liggen dus groeimogelijkheden. Maar ook andere industrieën lenen zich prima voor het inzetten van robots.

Robots zijn de droom van ie-

dere personeelsmanager. Ze hebben geen pauzes nodig, slapen nooit en zijn niet te beroerd om gevaarlijk of saai werk te doen, terwijl salarisonderhandelingen of functioneringsgesprekken achterwege kunnen blijven.

NEURALE NETWERKEN

Het verschil tussen een robot en een gewone machine is dat de robot geprogrammeerd kan worden om verschillende dingen te doen en daarbij min of meer zelf beslist welke handeling op welk moment of in welke situatie het beste is. Een robot 'denkt' dus. Niet zoals een mens denkt, maar op basis van de kennis die mensen in de robot hebben gestopt.

In de toekomst blijft het wellicht niet bij dit denken, maar zullen computers en dus ook robots kunnen leren. Dat gaat via neurale netwerken. Onlangs slaagde het Britse bedrijfje DeepMind (onderdeel van Google) erin, een computer te leren om zelf een eenvoudig computerspelletje te spelen. Dat lijkt niets bijzonders, maar het is iets anders dan een schaakcomputer, die het spel speelt op basis van ontelbare regels en partijsituaties die in het geheugen zitten.

Naast beeldherkenning speelt spraakherkenning een belangrijke rol bij de opkomst van kunstmatige intelligentie. Ook hier worden de laatste jaren grote vorderingen gemaakt. Het is tegenwoordig mogelijk een gesproken tekst automatisch te laten vertalen, wat bijvoorbeeld handig is voor de ondertiteling van live-programma's op televisie. Maar echt leuk wordt het pas als die vertaling door de computer ook weer met de stem en intonatie van degene die de originele tekst uitspreekt, wordt voortgebracht. Dat is een toepassing waarin Microsoft (eigenaar van Skype) al ver is. Amerikanen kunnen al in het Engels spreken tegen iemand die alleen Spaans verstaat, en dat gaat vrij goed.

**IN DE TOEKOMST
BLIJFT HET NIET
BIJ DENKEN,
MAAR ZULLEN
COMPUTERS
EN DUS OOK
ROBOTS KUNNEN
LEREN. ONLANGS
SLAAGDE HET
BRITSE BEDRIJFJE
DEEPMIND ERIN,
EEN COMPUTER
TE LEREN OM ZELF
EEN EENVOUDIG
COMPUTER-
SPELLETJE
TE SPELEN**

IN BEDRIJF

Google is van de grote Amerikaanse technologiebedrijven waarschijnlijk het meest actief bezig met de uitbouw van een positie in robottechnologie. Het bedrijf was al vaak in het nieuws met de zelfrijdende auto, in feite ook een soort robot. Google nam de afgelopen jaren allerlei bedrijven over die zich bezighouden met verschillende aspecten van robotica. Zo kocht het in 2013 het Japanse Schaft, dat op mensen lijkende robots maakt, en Meka Robotics, dat gespecialiseerd is in robots die werken naast mensen, zoals in het huishouden. Ook het hiervoor genoemde Britse bedrijf DeepMind en Boston Dynamics, dat robots ontwikkelt die op verschillende terreinen kunnen lopen, zijn inmiddels onderdeel van de softwaregigant. Het is duidelijk dat Google werkt aan een robot die goed kan samenwerken met mensen.

In maart werd bekendgemaakt dat Google samen met een dochter van farmaceutisch bedrijf Johnson & Johnson robots voor chirurgische doeleinden gaat ontwikkelen. Niet dat de robots de menselijke chirurgen gaan vervangen, maar ze kunnen wel assisteren. Ook wordt een platform ontwikkeld voor data-analyse.

Voor Google, Microsoft en Facebook is de robot misschien

nog bijzaak, zij het een belangrijke, maar er zijn ook bedrijven waarvoor het een hoofdactiviteit is. De grootste robotproducenten zijn Japans. Bekende namen zijn Fanuc, Kawasaki, Epson en Nabtesco. Ook het Zweeds-Zwitserse industriële concern ABB maakt robots, net als het Duitse KUKA. Hieronder bekijken wij deze bedrijven nader.

FANUC: ZEER WINSTGEVEND

Het Japanse Fanuc is de grootste producent van industriële robots ter wereld. Fanuc heeft ook productievestigingen in de VS en Europa. Het aandeel (Tokyo code 6954.T) is onderdeel van de Nikkei-index. Fanuc levert aan Apple, aan enkele van de grootste autofabrikanten en aan televisiemakers zoals Panasonic, dat een fabriek heeft in Amagasaki waar iedere maand twee miljoen televisies uitkomen en waar tussen de robots nog maar 25 mensen werken.

Fanuc is zeer winstgevend, maar was tot voor kort weinig bereid die winst met aandeelhouders te delen. Op aandringen van een grote Amerikaanse belegger werd onlangs gemeld dat Fanuc een deel van de berg cash waar het op zit aan aandeelhouders zal gaan uitkeren. Het aandeel maakte een koerssprong en behalve voor beleggers was het ook een overwinning voor de Japanse premier Abe,



BELEGGEN IN ROBOTS

Kerncijfers 10 beursgenoteerde bedrijven, actief in robotica

NAAM	BEURS	KOERS	JAAROMZET (TAX 2015)	BEURSWAARDE	KW (TAX 2015)	DIV % (TAX 2015)
Fanuc	Tokio	JPY 26.250	JPY 0,7 mrd	JPY 6,3 mrd	26,4	0,9%
Nabtesco	Tokio	JPY 3.480	JPY 218,5 mln	JPY 446 mln	24,5	1,1%
Kawasaki Heavy Ind	Tokio	JPY 607	JPY 1,51 mrd	JPY 1,01 mrd	18,5	1,6%
Seiko Epson	Tokio	JPY 2.131	JPY 1,08 mrd	JPY 852 mln	6,8	2,7%
ABB	Zürich	CHF 20,64	CHF 37 mrd	CHF 47,8 mrd	16,4	0,8%
KUKA	Frankfurt	€ 72,00	€ 2,7 mrd	€ 2,6 mrd	27,0	0,6%
iRobot	Nasdaq	\$ 32,88	\$ 630,4 mln	\$ 975,6 mln	20,9	0,0%
Google	Nasdaq	\$ 552,00	\$ 60,9 mrd	\$ 378,5 mrd	19,3	0,0%
Facebook	Nasdaq	\$ 83,13	\$ 17,1 mrd	\$ 233,6 mrd	42,6	0,0%
Microsoft	Nasdaq	\$ 40,77	\$ 94,1 mrd	\$ 334,5 mrd	16,3	3,0%

**GOOGLE IS
VAN DE GROTE
AMERIKAANSE
TECHNOLOGIE-
BEDRIJVEN
WAARSCHIJNLIJK
HET MEEST ACTIEF
BEZIG MET DE
UITBOUW VAN EEN
POSITIE IN ROBOT-
TECHNOLOGIE**

die er werk van maakt dat Japanse bedrijven beter naar hun aandeelhouders luisteren.

Fanuc zal een aandeleninkoopprogramma opstarten en het dividend verhogen. Het dividendrendement is nu een bescheiden 0,9 procent en dat gaat dus omhoog. Niet de hele, goedgevulde kas zal worden uitgekeerd, want er wordt nog steeds fors geïnvesteerd in nieuwe productiefaciliteiten en onderzoekscentra. Het aandeel Fanuc is met een koers-winstverhouding van 26 in het licht van de groeikansen niet eens duur, zeker als rekening wordt gehouden met de aankomende dividendverhogingen.

De Japanse beurs kent nog meer aandelen die actief zijn met robottechnologie. Deze zijn wat goedkoper dan Fanuc, wat onder meer te verklaren is uit het feit dat deze bedrijven ook in andere, minder exotische sectoren activiteiten ontplooiën. Nabtesco bijvoorbeeld (Tokyo code 6268.T) maakt onderdelen voor productierobots, maar ook meer traditionele machines, onder meer voor de productie van halfgeleiders. Kawasaki Heavy Industries (Tokyo code 7012.T) is een conglomeraat dat zich behalve met robots ook bezighoudt met zaken die variëren van motorfietsen tot kunstmanen. Seiko Epson (Tokyo code 6724.T) is op 7 keer de winst de goedkoopste van dit groepje, maar dat heeft ook te maken met de weinig sexy printers en horloges die met hun merken de bedrijfsnaam vormen. Het onderdeel Sensor Industrial Equipment houdt zich bezig met de ontwikkeling van productierobots, maar is relatief klein.

EUROPA

Op de Europese beurzen zijn de robotproducenten dun gezaaid. Het Zweeds-Zwitserse Asea Brown Boveri (ook bekend als ABB, fondscode ABBN.VX) houdt zich wel bezig met robotica, maar voor ABB

zijn energie en automatisering de belangrijkste activiteiten.

In Duitsland is er echter KUKA Industrial Robots (fondscode KU2.F). KUKA maakt robots en automatiseringssystemen voor allerlei fabrieken en heeft vestigingen over de hele wereld. Op 27 keer de winst en met een bescheiden dividend is de waardering van KUKA in lijn met die van Fanuc.

Een robotmaker die aanzienlijk sneller groeit, is het Amerikaanse iRobot Corporation (NYSE symbool IRBT), dat vooral bekend is van de stofzuigerrobots. iRobot maakt echter ook robots die vloeren schrobben en robots voor defensie en veiligheid, die bijvoorbeeld worden ingezet bij het ontmantelen van explosieven.

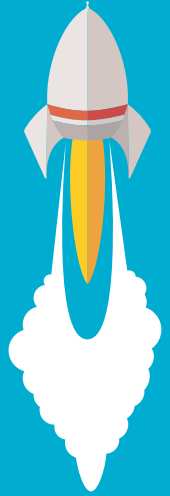
KANSEN

Aandelen van robotmakers zijn niet goedkoop. Van de hierboven genoemde lijkt iRobot het voordeligst. In 2015 wordt 1,57 dollar per aandeel verdiend, waarmee de koers-winstverhouding net 20 is. Volgens analisten verdubbelt de winst per aandeel in de komende twee jaar, zij taxeren 3 dollar in 2017. Er wordt geen dividend uitgekeerd. Ook voor de wat langere termijn zijn de groeivoorzichten goed, Bloomberg schat de gemiddelde winstgroei op 2 procent per jaar.

ROBOT-ETF

Voor wie geen keuze kan maken uit de hierboven genoemde aandelen is er ook een tracker, de ROBO-STOX Global Robotics and Automation ETF. Dit beleggingsfonds volgt een index van bedrijven die actief zijn in de wereldwijde robotica en automatiseringsindustrie, waaronder de hierboven genoemde aandelen. De Lopende Kosten Factor (LKF) is 0,95 procent. Niet heel laag voor een indexvolger, maar dit is wel een unieke. De ticker op de New York Stock Exchange is makkelijk te onthouden: ROBO.





De publieke ophef over bestuurdersbeloningen is dit jaar heftiger dan ooit. Vooral stijgende bonussen en vaste salarissen roepen weerstand op. Maar de echte winstknaller voor bestuurders is de forse waardeestijging van de aandelenpakketten die ze eerder als onderdeel van hun beloningen ontvingen.

DE TURBO ACHTER BESTUURDERSBELONINGEN

Ophief over beloningen is geen nieuw verschijnsel, maar zo fel en breed gedeeld als de kritiek dit jaar is, was die nog niet eerder. Vooral de financiële wereld krijgt karrenvrachten kritiek over zich heen. De heisa bereikte vorige maand een nieuwe climax rond de salarissen bij ABN Amro en ING.

Onder druk van de maatschappelijke onvrede stortte het ABN-bestuur de honderdduizend euro die zij er van commissarissen aan basissloon bij hadden gekregen weer terug. Bij ING gaat topman Ralph Hamers echter wel 28 procent meer verdienen. Vanaf dit jaar ligt zijn basissloon op 1,62 miljoen euro.

De verhoging van het salaris van bankbestuurders is een lang voorspelde reactie op de recente maatregelen om bonussen in te dammen. Na de financiële crisis mag een bonus bij financiële instellingen niet hoger zijn dan 20 procent van het basissalaris. Verhoging van dit basissalaris biedt dan toch nog perspectief op verhoging van de totale beloning.

VEELVOUD

Toch zijn het vaste salaris en de cashbonus niet eens de belangrijkste componenten van de beloning van veel bestuurders. Die rol is weggelegd voor de aandelenbeloning, een toekenning van aandelen wanneer de bestuurder na een prestatieperiode van drie jaar aan vooraf vastgestelde doelstellingen heeft voldaan.

Uit analyse onder 23 grotere beursgenoteerde bedrijven in Nederland blijkt de aandelenpot die bestuurders hebben opgebouwd het basissalaris vele malen te overstijgen. Vooral in de laatste twee jaar hebben de bestuursvoorzitters van de grootste Nederlandse beursfondsen de waarde van de in die jaren ontvangen aandelenpak-

TOP 10

WAARDESTIJGING AANDELENBELONING VEELVOUD VAN HET BASISSALARIS VAN CEO'S

	WAARDE ONTVANGEN AANDELEN 2013 EN 2014	WAARDE AANDELEN TEN OPZICHTE VAN BASIS SALARIS EIND 2014	WAARDESTIJGING AANDELEN IN 2014 (IN EURO'S)	WAARDESTIJGING AANDELEN IN Q1 2015 BASISSALARIS 2014 (MLN €)
Nancy McKinstry (Wolters Kluwer)	31,3 miljoen	34 keer	21,2 miljoen	6,6
Paul Polman (Unilever)	17,9 miljoen	14 keer	10,7 miljoen	4,3
Erik Engström (Reed Elsevier)	13,1 miljoen	9 keer	9,8 miljoen	2,3
Richard Blickman (Besi)	2,9 miljoen	6 keer	2,2 miljoen	1,9
Dick Boer (Ahold)	5,6 miljoen	6 keer	3,3 miljoen	1,6
Jean-Francois van Boxmeer (Heineken)	6,4 miljoen	6 keer	3,6 miljoen	1,6
Ton Büchner (AkzoNobel)	4,4 miljoen	5 keer	3,0 miljoen	1,2
Alexander van der Lof (TKH)	1,9 miljoen	5 keer	8,0 miljoen	0,6
Frans van Houten (Philips)	4,3 miljoen	4 keer	1,2 miljoen	0,6
Bruno Chabas (SBM Offshore)	2,1 miljoen	3 keer	6,5 miljoen	0,6
Eelco Hoekstra (Vopak)	1,7 miljoen	3 keer	1,7 miljoen	0,4

Bron: register AFM, Bloomberg en jaarverslagen

ketten zien stijgen tot een veelvoud van hun basissalaris. Op de meest recente peildatum (7 april 2015) was de gemiddelde waarde van die aandelen 5,7 maal zo hoog als het basissloon (zie bovenstaande kader).

TURBO

Aandelenpakketten van bestuurders blijken daarmee de turbo achter het beloningspakket. Alle topmannen van de bedrijven die wij onderzochten zagen hun aandelen zonder uitzondering meer waard worden. Bij koersstijgingen kan de waarde van toegekende aandelen flink hoger uitpakken, en dat is precies wat er in de afgelopen jaren is gebeurd. In de laatste 27 maanden steeg de Amsterdamse hoofdgraadmeter AEX met ongeveer 45 procent, maar de beurskoersen van de meeste bedrijven, zoals Ahold, Reed Elsevier of Wolters Kluwer, schoten aanzienlijk sneller omhoog. Vooral de bestuursvoorzitter van die laatste, Nancy McKinstry,

heeft de waarde van haar aandelenpakketten zien stijgen. Deze Amerikaanse staat al bijna twaalf jaar aan het roer van het uitgeefconcern en heeft een basisloon van 912 duizend euro. De aandelen die ze in 2013 en 2014 kreeg toebedeeld, waren eind 2014 meer dan 34 keer haar basissalaris waard. Deze verzameling aandelen is in het eerste kwartaal van 2015 door de aanhoudende stijging van de beurskoersen van Wolters Kluwer nog eens ruim 20 procent in waarde gestegen, tot 6,6 miljoen euro (zie tabel hierboven). Daarnaast ontving McKinstry begin 2015 nog voor ruim 10 miljoen euro aan aandelen Wolters Kluwer, omdat het beloningsplan, dat van 2012 tot 2014 liep, volledig uitkeerde.

Unilever-bestuursvoorzitter Paul Polman is de nummer twee van de ranglijst. Zijn aandelenpakket was eind 2014 zo'n 18 miljoen euro waard, oftewel dik 14 maal zijn basissalaris van 1,25 miljoen euro.

VOOR DE GEMIDDELTE BELEGGER IS HET HAAST ONDOENLIJK UIT HET JAARVERSLAG OP TE MAKEN WAT DE TOPMAN NOU EXTRA VERDIENT DOOR DE AANDELEN DIE HIJ ALS PRESTATIEBELONING TOEGEKEND HEEFT GEKREGEN

RANGLIJST

De misschien wel verrassende nummer vier van de lijst van best-betaalde bestuurders, achter Reed Elsevier-topman Erik Engström, is Richard Blickman. Blickman is de hoogste baas van het aan de Midkap genoteerde Besi. Alleen al in de afgelopen twaalf maanden verdrievoudigde de beurskoers van deze toeleverancier aan de chipindustrie tot boven de dertig euro, en daar plukt Blickman ook de financiële vruchten van. De aandelenran-ches die hij in 2013 en 2014 als langetermijnbeloning ontving, hadden eind 2014 een waarde van net geen 6,5 keer zijn basissalaris van 450 duizend euro.

De 61-jarige Blickman kreeg in 2013 en 2014 voorwaardelijk respectievelijk ruim 82 duizend en 74 duizend aandelen toegekend. Omdat de omzet vorig jaar met 50 procent steeg tot 380 miljoen euro en de nettowinst verdrievoudigde tot 71 miljoen euro, mocht hij begin dit jaar nog eens 92 duizend aan-

delen definitief bijschrijven. Blickman werkt al sinds de oprichting van Besi in 1991 bij het concern dat de afgelopen jaren aan een opmars bezig is. Chipfabrikanten als Infineon, NXP en STMicroelectronics zijn klant bij de in het Gelderse Duiven gevestigde bouwer van machines die chips kunnen monteren, sorteren en verpakken.

KRACHTTOER

De bedragen die ceo's uiteindelijk met hun aandelen binnenhalen, verschijnen niet in de jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven. Wel staat daarin hoeveel stukken de ceo's aan het begin van een prestatieperiode voorwaardelijk ontvangen. Omdat de aandelen een kostenpost zijn, moet er op de toekenningsdatum een prijs aan de aandelen worden gehangen zodat deze beloningscomponent in de bedrijfscijfers kan worden verwerkt. Maar die prijs komt eigenlijk nooit overeen met de daadwerkelijke beurskoers, omdat bedrijven bij het toekennen

NA ALLE NEGATIEVE PUBLICITEIT OVER BONUSSEN EN OPTIEREGELINGEN IS BELONEN IN AANDELEN POPULAIR GEWORDEN

WAARDESTIJGING AANDELEN

De afgelopen twee jaar hebben ceo's hun aandelenpakketten fors in waarde zien toenemen. Ook dit jaar gaat het hard met de aandelenbeloning. Dankzij ingrijpen van de Europese Centrale Bank zijn beurskoersen in het eerste kwartaal al meer gestegen dan analisten voor heel 2015 voorzien hadden. Nancy McKinstry, Paul Polman en Erik Engström zagen daardoor respectievelijk 6,6 miljoen euro, 4,3 miljoen euro en 2,3 miljoen euro bijgeschreven worden op hun effectenoverzicht. Dit is ruim zeven, drie en anderhalf keer meer dan hun basissalaris.

KASSA IN HET EERSTE KWARTAAL

DANKZIJ STERK GESTEGEN BEURSKOERSEN HEBBEN SOMMIGE BESTUURDERS VIA HUN AANDELEN IN DRIE MAANDEN AL EEN VEELVOUD VERDIEND VAN HUN JAARSALARIS

WAARDESTIJGING AANDELENPAKKET IN 2015 (TOT 7 APRIL) TEN OPZICHTE VAN HET BASISSALARIS 2014 (IN %)

Nancy McKinstry (Wolters Kluwer)	730%
Paul Polman (Unilever)	342%
Erik Engström (Reed Elsevier)	167%
Richard Blickman (Besi)	413%
Dick Boer (Ahold)	162%
Jean Francois van Boxmeer (Heineken)	136%
Ton Büchner (AkzoNobel)	141%
Alexander van der Lof (TKH)	137%
Frans van Houten (Philips)	50%
Bruno Chabas (SBM Offshore)	72%
Eelco Hoekstra (Vopak)	67%

WELKE BESTUURDERS VERDIENDEN HET MEEST IN 2014?

1. Ben van Beurden (Shell)	€ 27.694.488
2. Nancy McKinstry (Wolters Kluwer)	€ 14.798.842
3. Erik Engström (Reed Elsevier)	€ 9.419.938
4. Paul Polman (Unilever)	€ 9.104.531
5. Olivier Piou (Gemalto)	€ 7.303.989
6. Jean-François Van Boxmeer (Heineken)	€ 6.930.952
7. Christophe Cuvillier (Unibail-Rodamco)	€ 5.916.590
8. Lakshmi Mittal (ArcelorMittal)	€ 4.961.740
9. Bruno Chabas (SBM Offshore)	€ 4.784.099
10. Richard Blickman (BE Semiconductor Ind)	€ 4.695.749
11. Frans van Houten (Philips)	€ 4.239.701
12. Alexander Wynaendts (Aegon)	€ 3.946.355
13. Ton Büchner (Akzo Nobel)	€ 3.288.470
14. Peter Wennink (ASML Holding)	€ 3.104.972
15. Dick Boer (Ahold)	€ 3.027.782

Totale beloning op basis van vast salaris, bonus, aandelen- en optiebeloningen, pensioenbijdragen en onkostenvergoedingen.

Bron: bestuursvoorzitter.nl. Zie deze site voor een uitleg van de berekening.



zelf de waarde van het aandeel op kunstmatige wijze vaststellen. Hoe dat precies gebeurt, is voor buitenstaanders nauwelijks te controleren, maar het komt meestal neer op een forse korting ten opzichte van de marktprijs. De waarde van de aandelen die na de prestatieperiode uitbetaald worden, staan ook nooit in de beloningsstaatjes in het jaarverslag. Daardoor zijn de precieze bedragen die verdiend worden met aandelen voor beleggers vaak niet duidelijk en wordt de daadwerkelijke waarde vaak onderschat.

Na alle negatieve publiciteit over bonussen en optieregelingen is belonen in aandelen populair geworden. Bijkomend voordeel voor bestuurders en commissarissen: voor de gemiddelde belegger is het haast ondoenlijk uit het jaarverslag op te maken wat de topman nou extra verdient door de aandelen die hij als prestatiebeloning toegekend heeft gekregen.

MEEDEINEN

Een variabele beloning in aandelen kan doorgaans op instemming rekenen van grote en kleine beleggers. Bestuurders deinen dan net als aandeelhouders mee op de beurskoers en moeten loyaal zijn aan het bedrijf om hun aandelen uiteindelijk te kunnen cashen. Daardoor ontstaat een belangenparallelle.

Het belonen in aandelen vindt zijn oorsprong in de gedachte dat de waardeverandering van aandelen bepaald wordt door het handelen van bestuurders. Maar die relatie is niet zo zwart-wit als vaak wordt gedacht. Neem het ruime geldbeleid van de Europese Centrale Bank dat de rente telkens naar nieuwe laagterecords brengt en aandelenbeurzen een ongekende ruggensteun geeft. Die kwantitatieve verruiming zal in menig bestuurskamer met gejuich zijn ont-

OVER HET ONDERZOEK

Om te beoordelen in welke mate bestuursvoorzitters profiteerden van de beursrally, keken we naar de aandelen die zij vergaarden als onderdeel van hun langetermijnbeloning. Het gaat om vijf tranches.

In de eerste plaats de aandelen die zijn uitbetaald in de jaren 2013, 2014 en 2015. Daarnaast namen we ook de voorwaardelijk toegekende aandelen in 2013 en 2014 mee. Aandelen die bestuurders met eigen geld aan- of verkochten tijdens de onderzoeksperiode tellen niet mee.

De voorwaardelijke aandelen zijn op dat moment nog geen eigendom van de bestuurder. Om de aandelen daadwerkelijk te ontvangen, moet de bestuurder een aantal doelen halen. Meestal krijgen bestuurders daarvoor een periode van drie jaar: de prestatieperiode. Voor het onderzoek gaan we ervan uit dat die voorwaardelijke aandelen na de prestatieperiode ook daadwerkelijk vrijvallen aan de bestuurders.

Aanvankelijk was de koersontwikkeling ten opzichte van naaste concurrenten het belangrijkste prestatie criterium. Tegenwoordig gaat het ook om de ontwikkeling

van de winst per aandeel van het bedrijf, het rendement op geïnvesteerd vermogen of doelstellingen op het vlak van duurzaamheid.

SELECTIE

Voor het onderzoek keken we naar de aandelenbeloning bij 23 beursgenoteerde bedrijven, vijftien AEX-fondsen en acht ondernemingen uit de Midkap. Een voorwaarde was dat de huidige bestuursvoorzitter in 2012 ook al in functie moest zijn. Onder de hoofdfondsen viel een trits aan bedrijven af. Boskalis heeft voor het bestuur geen langetermijn-aandelenplan. De topmannen van ASML, Randstad, Shell en ING zitten nog te kort om de waarde-stijging van hun aandelenpakketten over de laatste twee jaar te bepalen.

Ten slotte deden niet mee: de recent van ING afgesplitste verzekeraar NN Group (geen historie als beursfonds), Gemalto, de Franse vastgoedbelegger Unibail-Rodamco en Altice (splitst beloningen niet uit naar individuele bestuurders). Oci had op het moment van onderzoek nog geen jaarverslag gepubliceerd.

**HET BELONEN IN
AANDELEN VINDT
ZIJN OORSPRONG
IN DE GEDACHTE
DAT DE WAARDE-
VERANDERING
VAN AANDELEN
BEPALD WORDT
DOOR HET
HANDELEN VAN
BESTUURDERS**

vangen. Een bloemetje naar Mario Draghi en zijn mannen is misschien niet eens zo'n gekke geste.

In het recente tumult rond de salarissen bij ABN Amro en ING was het een door commissarissen voorgestelde verhoging van het vaste salaris die de lont in het kruitvat bleek. Maatschappelijke ophef en boegeroep was hun deel. Maar de zilvervloot halen bestuurders niet per se binnen met hun basissalaris of de jaarlijkse bonus. Het grotere geld kunnen ze binnenhalen door middel van hun aandelen.

BRITSE HUIZENBOUWERS IN DE GUNST BIJ TOPBELEGERS

De Britse huizenmarkt beleeft al weer een aantal jaren een opleving, en dat is te merken aan de flink gestegen aandelen van beursgenoteerde huizenbouwers. Toch is een aantal bouwbedrijven nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd naar de maatstaven van topbeleggers als John Templeton en Joseph Lakonishok.

Terwijl Nederlandse huizenprijzen slechts langzaam omhoog kruipen, is het aan de overkant van het Kanaal al jaren bonanza. De prijs van Britse woningen stijgt al een aantal jaren met vele procenten.

De toegenomen vraag naar koopwoningen ligt aan de basis van die prijsopdrijving. Vanwege veranderende gezinssamenstellingen en bevolkingsgroei is jaarlijks behoefte aan 250.000 nieuwe woningen. Afgelopen jaar was nog niet de helft van dat aantal daadwerkelijk in aanbouw. Ook de lage rente speelt een belangrijke rol in

de stijging van de huizenprijzen, aangezien lenen zo goedkoper wordt. En dan zijn er nog de buitenlandse partijen die een rol spelen. Zo worden huizen, vooral in Londen, door rijke Russen en Chinezen gezien als vluchthaven voor hun geld.

De stijging van de huizenprijzen met dubbele cijfers in de laatste jaren is in de toekomst niet meer houdbaar, maar enkele procenten stijging per jaar, dat moet mogelijk zijn volgens analisten.

Zo drukken analisten van zakenbank JPMorgan Chase beleggers op het hart om toch vooral hun Britse huizen aandelen vast te

DE STIJGING VAN DE HUIZENPRIJZEN MET DUBBELE CIJFERS IN DE LAATSTE JAREN IS IN DE TOEKOMST NIET MEER HOUDBAAR, MAAR ENKELE PROCENTEN STIJGING PER JAAR, DAT MOET MOGELIJK ZIJN VOLGENS ANALISTEN

KERNCIJFERS DRIE BRITSE HUIZENBOUWERS

Naam	Marktkapitalisatie	K/W-ratio	PEG-ratio	Dividendrendement [%]
Taylor Wimpey	£ 5.1 mrd	10,89	0,38	5,76
Bovis Homes Group	£ 1.2 mrd	9,45	0,25	4,09
Bellway	£ 2.4 mrd	9,29	0,49	3,58

bron: Bloomberg 8 april 2015

Sinds het begin van 2014 volgen we tientallen aandelen die volgens de beleggingsmethodes van twaalf vermaarde beleggers populair zijn. Via veb.net/formidabele is na te lezen welke Europese aandelen voldoen aan de strenge selectiecriteria van legendarische beleggers als Warren Buffett, Peter Lynch, John Templeton en negen anderen.

➔ lees hoe twaalf formidabele beleggers aandelen selecteren via veb.net/formidabele selectie

houden ondanks de grote koerswinsten uit recente tijden. De analisten zijn optimistisch over de sector en zien zeker 10 procent koerspotentieel de komende twaalf maanden.

OPTIMISME

Dat optimisme wordt gevoed door verwachtingen van de bouwbedrijven die bij de presentatie van de jaarcijfers een nabije toekomst met fors gestegen bedrijfsresultaten schetsten. Het helpt daarbij ook dat de Britse centrale bank een stijging van de rente verder naar de toekomst heeft geschoven. De huidige waarderingen van bouwbedrijven zijn stevig, maar worden gerechtvaardigd door expansie van de operationele marges en een goed rendement op het geïnvesteerde kapitaal. Bovendien weten de bedrijven sterke kasstromen te genereren, wat voor analisten een belangrijke rechtvaardiging is van de bovengemiddelde waarderingen.

En dan zijn er nog de aantrekkelijke dividenduitkeringen in de

sector. Gemiddeld bedraagt het dividendrendement in de huizensector ongeveer 5 procent. De acht grootste huizenbouwers in het Verenigd Koninkrijk keren de komende 3 jaar naar verwachting ongeveer 6,5 miljard Britse pond aan dividend uit, gemiddeld 24 procent van de huidige marktkapitalisatie.

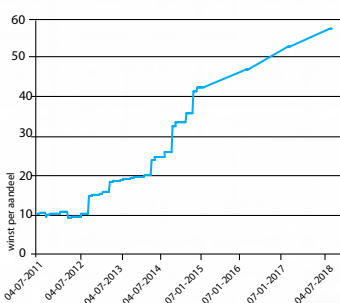
De optimistische visie van JPMorgan Chase over de Britse huizenmarkt wordt ondersteund door de winstverwachtingen voor de aandelen in de Bloomberg UK Homebuilder index, een index bestaande uit een tiental Britse huizenbouwers. Door Bloomberg gepeilde analisten verwachten dat de winst van deze aandelen dit jaar met 11 procent stijgt tot 46 pond per aandeel. Ook in de jaren die hierop volgen, verwachten deze analisten dat de groei doorzet naar 57 pond in 2017.

VOOR WIE DURFT

Huizenbouwers zijn gezien het cyclische karakter overigens niet voor iedere belegger geschikt, ondanks de verstevigde balansen ten opzichte van crisisjaar 2007. Voor wie durft in te zetten op het aanhoudende succesverhaal van de Britse huizenmarkt weet zich wellicht gesteund door de eisen die door ons gevolgde bekende beleggers stellen aan een interessante belegging. Drie Britse bouwaandelen trekken daarbij de aandacht.

BLOOMBERG INDEX HUIZENBOUWERS

■ Bloomberg Huizenbouwers-index wpa



TAYLOR WIMPEY

Optimistische dividendverdubbelaar



Taylor Wimpey is de derde grootste huizenbouwer van het Verenigd Koninkrijk. De huizenbouwer verdubbelde het dividend begin maart nadat het een stijging van 17 procent van de omzet kon melden en een winststijging van bijna 40 procent. Met de verdubbeling van het dividend komt het dividendrendement voor dit jaar uit op ongeveer 6 procent afgezet tegen de koers van medio april.

Topman Peter Redfern toonde zich in een gesprek met persbureau Bloomberg zichtbaar tevreden over de markt waarin hij opereert. De condities voor de huizenmarkt zijn anders dan de afgelopen 15 jaar, aldus Peter Redfern: "De rentes blijven laag voor een langere periode en concurrentie tussen banken zorgt voor gunstige condities op de hypotheekmarkt voor consumenten. De huizenprijzen stijgen redelijk, dit is een gezonde situatie om in te zitten."

Recent afgegeven prognoses onderstrepen het optimisme bij Taylor Wimpey. Eerder afgegeven verwachtingen zullen ruimschoots gehaald worden. Ook voorziet het bedrijf voor 2015 een afname van de bouwkosten. Het is dan ook weinig verrassend dat het bedrijf verwacht dat de sterke prestaties worden voortgezet.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Het aandeel Taylor Wimpey kan rekenen op gematigd analistenoptimisme met 14 koopadviezen en 5 houdadviezen. Toch zijn er verschillende analisten zoals die van zakenbank HSBC en Goldman Sachs die het aandeel in 2015 boven de 200 Britse pence zien stijgen. Het Amerikaanse Goldman Sachs heeft het aandeel in maart toegevoegd aan zijn favorietenlijst. De bank ziet daarbij een koerspotentieel van ruim 25 procent vanaf het koersniveau van half april.

Hoewel analisten redelijk optimistisch zijn over Taylor Wimpey is de waardering van het bedrijf op de beurs lager dan gemiddeld in de sector, en dat maakt het aandeel aantrekkelijk volgens de beleggingsstrategie van Joseph Lakonishok, de wetenschapper/belegger die een mechanische manier van aandelenselectie gebruikt.

MEER OVER DE BELEGGINGS-METHODIEK VAN JOSEPH LAKONISHOK: VEB.NET/LAKONISHOK

IN HET KORT

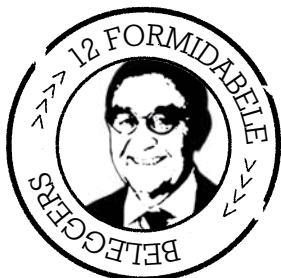
Wat Taylor Wimpey interessant maakt volgens de strategie van Lakonishok

- ➔ Koers-winstverhouding lager dan het sectorgemiddelde
- ➔ Koers-boekverhouding lager dan het sectorgemiddelde
- ➔ Koers-omzetverhouding lager dan het sectorgemiddelde
- ➔ Zesmaands koersrendement hoger dan de Stoxx Europe 600-index
- ➔ Verwachte winstgroei positief

Analisten hebben in de afgelopen maand de winst per aandeel opwaarts bijgesteld.

BOVIS HOMES

Scherpe keuzes van een kleine, snelle groeier



Ten opzichte van grootmachten als Berkeley en Taylor Wimpey is Bovis Homes een bescheiden huisbouwer. Dat wil niet zeggen dat de bouwer daarmee minder interessant zou zijn. Bovis geldt als de snelste groeier onder de bouwers in het Verenigd Koninkrijk. De omzet steeg afgelopen jaar met 46 procent, de winst voor belasting nam zelfs toe met 70 procent naar 134 miljoen Britse pond. De focus van het bedrijf op het rijkere zuidelijke deel van het Verenigd Koninkrijk heeft duidelijk resultaat opgeleverd. Beleggers hebben mogen delen in de feestvreugde. Het dividend steeg met bijna 160 procent afgelopen jaar tot een dividendrendement van 4 procent. Daarmee onderstreept het bedrijf zijn vertrouwen in de toekomst. Lage rentes en gunstige loonontwikkeling maken huizen betaalbaarder. Wel waarschuwt de bouwer voor mogelijke onzekerheid rondom de Britse verkiezingen.

Voor Bovis Homes geldt dat het koerspotentieel wellicht hoger is dan bij de overige bouwaandelen, maar het is goed te beseffen dat het hier om een 'smallcap'-aandeel gaat. Die zijn in de regel risicovoller dan de grote jongens. Ook mogelijke strengere hypotheek-eisen in de toekomst en een dalend consumentenvertrouwen kunnen Bovis hard raken. Daar staat tegenover dat het bedrijf nauwelijks

schuld heeft. Dat was aan de vooravond van de vorige crisis, in 2007, wel anders.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Het aandeel Bovis heeft overwegend positief gestemde analisten, met 13 koopadviezen, 3 houdadviezen en slechts 1 verkoopadvies. Het gemiddelde 12-maands koersdoel van 1065 pence geeft het aandeel een potentieel van ruim 12 procent. Ook hier zijn Goldman Sachs en HSBC het meest positief met koersdoelen van respectievelijk 1235 en 1340 pence.

Net als het eerder beschreven Taylor Wimpey is de waardering van Bovis op de beurs lager dan het sectorgemiddelde. Opgeteld bij de verwachte winstgroei en het hoge koersrendement afgelopen jaren maakt dit het aandeel interessant volgens de beleggingsstrategie van Joseph Lakonishok.

IN HET KORT

Wat Bovis Homes interessant maakt volgens de strategie van Lakonishok

- Koers-winstverhouding lager dan het sector gemiddelde
- Koers-boekverhouding lager dan het sectorgemiddelde
- Koers-omzetverhouding lager dan het sectorgemiddelde
- Zesmaands koersrendement hoger dan de Stoxx Europe 600-index
- Verwachte winstgroei positief
- Analisten hebben in de afgelopen maand de winst per aandeel opwaarts bijgesteld

MEER OVER
DE BELEGGINGS-
METHODIEK
VAN JOSEPH
LAKONISHOK:
[VEB.NET/
LAKONISHOK](http://VEB.NET/LAKONISHOK)



AANDELEN TE KOOP OP DE LONDENSE BEURS

De aandelen van deze Britse huisbouwers zijn te koop op de beurs van Londen. Beleggers dienen rekening te houden met de stamp duty van 0,50% bij aankoop van aandelen met een notering in het Verenigd Koninkrijk. Voor geïnteresseerde beleggers zijn de aandelen te vinden onder de volgende ISIN-codes:

- Taylor Wimpey: ISIN GB0008782301
- Bovis Homes Group: ISIN GB0001859296
- Bellway: ISIN GB0000904986

BELLWAY

Klein van stuk, groot in Londen



Eind maart kon Bellway, een bouwer van relatief bescheiden omvang, het beste half jaar ooit rapporteren. Topman John Watson toonde zich uitgelaten over de omzetsijging van bijna 20 procent en een veel hogere winstgroei. "Bellway heeft een ongelooflijk goed resultaat geboekt, waarbij het marktaandeel won en flink kon bijdragen aan het leveren van huizen om het tekort te verhelpen", aldus Watson met gevoel voor pathos. Vooral de populariteit van Londen heeft Bellway goed vooruitgeholpen. Het bedrijf heeft hier veel activiteiten. Daarnaast is er flink geprofiteerd van het Help to Buy-programma waarbij de overheid starters op de huizenmarkt met subsidies een steun in de rug geeft. Daarin zit ook een risico. Succesvolle overheidssubsidies aan de woningsector zijn wel vaker ten onder gegaan hun eigen succes. Voorlopig lijkt dat nog niet aan de orde. In aanloop naar de Britse parlementsverkiezingen in mei hebben de drie grootste politieke partijen het wegwerken van het huizentekort tot een belangrijk thema gebombardeerd.

Ook voor Bellway geldt dat het als iets kleiner aandeel risicovoller is dan de grotere bouwers. Daarmee is het koerspotentieel gemiddeld wel hoger dan de grotere

aandelen als Berkeley en Taylor. Net als Bovis Homes is ook de balans relatief conservatief met slechts een beperkte netto-schuld.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Het aandeel Bellway krijgt 10 koopadviezen en 9 houdadviezen van de analisten die het aandeel volgen, daarbij heeft het aandeel een gemiddeld 12-maands koersdoel van 2165 pence, ongeveer 9 procent ten opzichte van de huidige koers. Optimistische analisten van Goldman en HSBC zien het aandeel stijgen tot respectievelijk 2600 en 2800 pence.

Bellway koppelt een lage schuld aan een jarenlange stijging van de winst per aandeel, maar toch is het aandeel goedkoper op de beurs dan veel concurrenten. Dat zijn karakteristieken waardoor het aandeel past binnen de beleggingsmethodiek van de bekende belegger John Templeton.

MEER OVER DE
BELEGGINGS-
METHODIEK VAN
JOHN TEMPLETON:
[VEB.NET/
TEMPLETON](http://VEB.NET/TEMPLETON)

IN HET KORT

Wat Bellway interessant maakt volgens de strategie van Templeton

- Koers-winstverhouding is lager dan de gemiddelde koers-winstverhouding de afgelopen 5 jaar.
- Koers-boekverhouding is lager dan het sectorgemiddelde.
- De winst per aandeel nam toe over de afgelopen 5 jaar.
- De operationele marge is hoger dan over de afgelopen 5 jaar
- Totale schuld ten opzichte van ebitda is gelijk aan of lager dan 3
- De schuld ten opzichte van de bezittingen is over de afgelopen 5 jaar lager dan het sectorgemiddelde.

DE VERLEIDELIJKE LOKROEP VAN DIVIDEND



door
**Schukken
& Kerdel**



Vorig jaar steeg het dividend op de beurs voor het vijfde jaar achter elkaar. Het totale bedrag dat aandeelhouders wereldwijd in hun zak konden steken? Bijna \$1,2 biljoen! Een stijging van 60 procent sinds 2009, terwijl de rente op spaargeld en obligaties tot een historisch dieptepunt is gedaald.

Geen wonder dus, dat veel beleggers driftig op zoek zijn naar aandelen met een goed dividendrendement. Zo sla je meer vliegen in één klap, is de gedachte. Ten eerste levert dividend een fijne bron van inkomsten op. Dat is niet alleen zeer welkom nu je met je spaarrente nog maar nauwelijks je vermogensbelasting kunt betalen. Veel beleggers zien dividend ook als stabiel inkomen dat je kunt uitgeven zonder op je vermogen in te teren. Als laatste geldt dividend als een teken van kwaliteit. Want als het niet goed ging, zou het bedrijf toch geen hoog dividend uitkeren? De financiële sector is niet te beroerd om deze verleidelijke logica aan te wakkeren. Maar verleidelijk is niet hetzelfde als waar. Niet dat er iets mis is met dividend. Wij worden zelf ook vrolijk als het op onze rekening wordt bijgeschreven. Maar als je je beleggingsportefeuille louter op dividendrendement inricht, kan dat je vermogensgroei verlagen en je risico vergroten.

Waarom? Allereerst is dividend geen gratis geld. Elke euro die een bedrijf uitkeert gaat ten koste van de waarde van het onderliggende aandeel. Als je dat dividend niet herbelegt maar uitgeeft, gaat dat ten koste van je vermogensopbouw. Reken jezelf dus niet rijk, want in feite ben je gewoon op je vermogen aan het interen. Een prominente plek op de dividendranglijst staat ook niet garant voor een stabiel rendement of kwaliteit. Het dividendrendement wordt namelijk bepaald door de hoogte van het dividendbedrag in relatie tot de waarde van het aandeel. Een waardeloos bedrijf dat met zijn laatste centen een hoog dividend uitkeert, creëert zo een jaloersmakend dividendrendement. Daarom schitterden bedrijven als Fortis, SNS en KPN vlak voor hun implosie bovenaan de dividendlijstjes.

Omgekeerd kan een laag (of geen) dividend juist duiden op een sprankelend bedrijf. Google en Warren Buffett's Berkshire Hathaway hebben bijvoorbeeld nog nooit een cent uitgekeerd en Apple en Microsoft deden dat pas na hun jaren van explosieve groei. Wie consequent dividend had nagejaagd had de beste jaren van deze bedrijven dus gemist.

Daarmee willen we niet zeggen dat je moet proberen de volgende Apple of Google te ontdekken. Integendeel, probeer juist zo breed mogelijk te spreiden en zorg dat het risico goed aansluit bij je doelstellingen. Geld nodig voor uitgaven? Dan kun je altijd je 'eigen' dividend creëren door periodiek een plukje van je portefeuille te verkopen. Dat is beter dan een arbitrair dividendsjabloon over je portefeuille te leggen.

Twee van de grootste Amerikaanse industriebedrijven, General Electric en Honeywell, worden door beleggers gewaardeerd om hun stabiele prestaties en hoge dividend. Welke van de twee is op dit moment het aantrekkelijkst?

GENERAL ELECTRIC **vs.** HONEYWELL

AMERIKAANSE INDUSTRIEREUZEN GEWOGEN

General Electric is de constante in de portefeuille van veel Amerikaanse beleggers. Het is het enige aandeel dat vanaf de start in 1896 altijd in de Dow Jones Index opgenomen is geweest. De geschiedenis van het bedrijf begint in 1876, als Thomas Edison in New Jersey een laboratorium opzet waarin hij niet veel later de gloeilamp zou uitvinden. Inmiddels is General Electric (NYSE symbool GE) het grootste industrieconglomeraat ter wereld, met een beurswaarde van 250 miljard dollar.

GE is vooral actief in infrastructuur en technologie voor energie en transport. Daarnaast is er een tak die zich bezighoudt met financiële dienstverlening (GE Capital). Het bedrijf heeft inmiddels aangekondigd die tak grotendeels te verkopen. De verzekeringstak werd al in 2005 verkocht, retailbank Synchrony Financial werd vorig jaar naar de beurs gebracht (NYSE symbool SYF) en in maart werden de onderdelen consumentenkrediet in Australië en Nieuw-Zeeland nog verkocht voor 6,3 miljard dollar. In Nederland sluit de kleine bank GE Artesia de deuren. Wat rest zijn financiële diensten

die passen bij de waar die verkocht wordt: financiering, leasing, vlootbeheer. GE Capital zal in 2016 nog maar voor een kwart van de winst verantwoordelijk zijn, tegen bijna de helft in veel jaren in het vorige decennium.

GE maakt van alles, en het zijn vooral grote dingen: turbines voor energiecentrales op gas en waterkracht, kernreactors, boorinstallaties voor de olie-industrie, medische systemen, windmolens, vliegtuigmotoren, locomotieven en waterzuiveringsinstallaties.

ALLEGAARTJE

Het lijkt een allegaartje, maar er is de laatste jaren meer lijn in het bedrijf gekomen. De financiële tak wordt dus teruggesnoeid en de ooit zo belangrijke media-afdeling (NBC Universal) is in 2013 verkocht aan Comcast. De focus komt volledig op

apparatuur en techniek te liggen.

Door zijn recente koerswijziging gaat GE steeds meer lijken op een bedrijf als Honeywell. Die onderneming (NYSE symbool HON) maakt onder meer elektronische controlesystemen, klimaatinstallaties en automatiseringssystemen voor gebouwen en industriële complexen. Honeywell is net als GE een belangrijke leverancier voor elektronische vliegtuigsystemen en onderdelen aan Airbus, Boeing en de NASA. Ook op de markten voor energieopwekking komen de twee elkaar geregeld tegen. In beurswaarde is Honeywell met 80 miljard dollar maar een derde van wat GE waard is. Qua omzet is die verhouding nog wat ongunstiger: 40 miljard tegen bijna 150 miljard dollar in 2014.

In 2001 was er even sprake van een overname van Honeywell door GE. De bedrijven waren rond, maar met name de Europese mededingingsautoriteiten maakten zoveel bezwaar dat het plan werd afgeblazen. Honeywell is voor de meeste andere concurrenten wat te groot als overnameprooi, hoewel een fu-

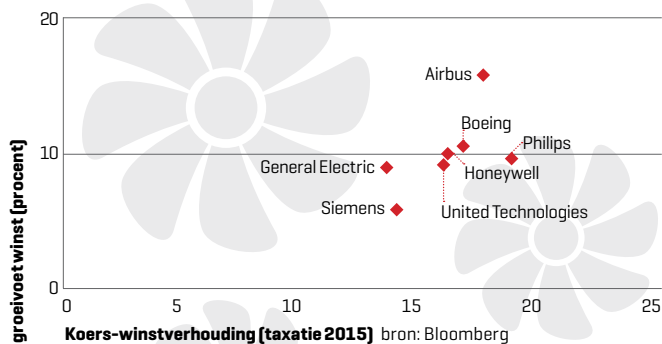
sie met een iets groter bedrijf als United Technologies wel tot de mogelijkheden behoort.

Aandelen in grote industriebedrijven en conglomeraten zijn over het algemeen geen groeibriljanten meer. Ze zijn vaak vooral aantrekkelijk vanwege het hoge dividend. Honeywell lijkt met een dividendrendement van 2 procent niet de beste inkomstenbelegging, maar het bedrijf is wel zeer winstgevend. De operationele marge lag in 2014 op 14,4 procent. Dat is bijna het dubbele van de marge van 8,2 procent die belangrijkste afnemer



**OP DE MARKTEN
VOOR ENERGIE-
OPWEKKING
KOMEN DE
TWEELKAAR
GEREGELD TEGEN**

INDUSTRIEBEDRIJVEN KOSTEN 15 TOT 20 KEER DE WINST, GENERAL ELECTRIC IETS MINDER



Boeing maakt, terwijl die vliegtuigbouwer met 2,4 procent een hoger dividend uitkeert. Bovendien boekt Honeywell de laatste jaren veel vooruitgang in productiviteit en winstgevendheid dankzij herstructureringen. De operationele kasstroom steeg van 3,5 miljard dollar in 2012 naar 5 miljard in 2014. Honeywell schroeft de payoutratio gestaag op, een trend die de komende jaren vermoedelijk doorzet.

REPUTATIE VAN DIVIDENDKAMPIOEN

General Electric heeft met 3,7 procent een dividendrendement waar weinig bedrijven in deze sector aan kunnen tippen. Het bedrijf heeft ook een reputatie hoog te houden op dat gebied. Het deed GE en be-

leggers veel pijn toen het bedrijf in het dieptepunt van de crisis zich voor het eerst in 71 jaar gedwongen voelde het dividend te verlagen. GE Capital kreeg zware klappen toen het financiële systeem wereldwijd kraakte. Sinds die domper in 2009 heeft GE er echter veel aan gedaan de balans te versterken en de omvang van de financiële tak te verkleinen. Na 2009 is het dividend ieder jaar verhoogd, waarmee GE duidelijk maakt dat het zijn reputatie van dividendkampioen graag terug wil.

GE betaalt nu een dividend uit van 0,23 dollar per kwartaal, voor 2009 was dat 0,31 dollar. Als dat niveau van 1,24 dollar per jaar weer wordt bereikt, is het dividendrendement maar liefst 5 procent. Gezien de verbeterde winstgevendheid is dat geen onrealistische verwachting.

GE nam vorig jaar de energietak van het Franse Alstom over voor 12,5 miljard euro. Het gaat met name om de productiefaciliteiten voor turbines voor kolen- en gascentrales. Daarnaast werden nog drie joint ventures opgericht: één voor de nucleaire activiteiten, één voor duurzame energie en één met een elektriciteitsnetwerk. Om instemming van de Franse overheid te krijgen, heeft GE wel concessies moeten doen in de zeggenschap en garanties moeten afgeven over werkgelegenheid. De overname van Alstom verhoogt de omzet van het concern met 10

miljard dollar en de operationele winst met 600 miljoen dollar per jaar. Daarnaast zal in 2016 voor een miljard dollar aan kostenbesparingen kunnen worden gerealiseerd.

KANSEN

Industriebedrijven als General Electric en Honeywell kunnen de komende jaren profiteren van het aantrekken van de wereldeconomie. Een forse stijging van de Amerikaanse dollar die daarmee naar verwachting gepaard gaat, kan voor sommige bedrijfsonderdelen een risico zijn, als er sterke concurrenten uit Europa actief zijn. Dat is bijvoorbeeld het geval bij de windturbines en de medische systemen van GE, die concurreren met het Deense Vestas en ons eigen Philips en met het Duitse Siemens voor beide activiteiten.

Voor de onderdelen die leveren aan de vliegtuigindustrie gaat dat minder op, GE en Honeywell domineren deze markten en de belangrijkste klant Boeing denkt ook in dollars. Analisten verwachten dat Honeywell de komende jaren wat sneller groeit, maar meevallers in de verkoop van onderdelen van GE Capital kunnen het aandeel General Electric ook impulsen geven. Bovendien is GE de afgelopen twee jaar sterk achtergebleven ten opzichte van de markt én Honeywell. Dat maakt de waardering van General Electric op dit moment aantrekkelijker.

10-PUNTEN-CHECK

GENERAL ELECTRIC



HONEYWELL

Winst per aandeel groeit volgens analisten 9% per jaar tot \$ 1,91 in 2017	1 GROEIKANSEN	Winst per aandeel groeit volgens analisten 10% per jaar tot \$ 7,47 in 2017
Goed, EBITDA-marge stabiel rond 18%	2 WINSTGEVENDHEID	Prima, EBITDA-marge ook 18% en loopt op tot 20% in 2016
Nettoschuld \$ 134 miljard is niet gering	3 BALANS	Zeer solide: nettoschuld is negatief
Klein, General Electric is veel te groot	4 KANS OP OVERNAME	Niet uitgesloten
Nu de financiële tak wordt teruggesnoeid: beperkt	5 RISICO'S	Voor aandelenbegrippen beperkt, zeker gezien de balans
Nu 3,7 procent, bij terugkeer oude peil: 5 procent	6 DIVIDENDRENDEMENT	2,0 procent, relatief laag
Goedkoop vergeleken met concurrenten: 14,3 keer de verwachte winst 2015	7 WAARDERING AANDEEL	In lijn met de sector op 16,7 keer de winst, maar groeit sneller
Positief: 13 kopen, 10 houden, 1 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Positief: 18 kopen, 6 houden, 0 verkopen
Het aandeel zit al ruim een jaar in een zijwaartse beweging	9 TECHNISCH BEELD	Het aandeel zit al ruim twee jaar in een fraaie uptrend
Afbouw GE Capital zorgt regelmatig voor goed nieuws	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Jaarcijfers waren conform verwachtingen, outlook bevestigd
Waardering en dividend maken het aandeel GE nu aantrekkelijk	CONCLUSIE	Honeywell is een prima belegging, maar op dit moment relatief duur

In Amerika zijn Master Limited Partnerships de afgelopen jaren sterk in opkomst. Vooral energiebedrijven maken gretig gebruik van deze fiscaal gunstige houdstermaatschappijen. Beleggers investeren er graag in. De vraag is hoe lang nog.



AMERIKAANS BELEGGEN IN FISCAAL VOORDEEL



Op de beurzen lopen de koersen hard vooruit op toekomstige winsten die allerminst zeker zijn. Spaarrekeningen en vastrentende waarden leveren beleggers weinig soelaas. Door het rentebeleid van de centrale banken bieden de meeste obligaties niet eens 1 procent rendement. In Amerika is dat niet anders. Daarom hebben veel beleggers Master Limited Partnerships (MLP's) in hun armen gesloten als aanvulling op hun aandelenportefeuille. Welke belegger begint in deze tijden nu niet te watertanden van een stabiel rendement van 5 tot 10 en soms zelfs 30 procent op jaarbasis?

AANVULLENDE KAPITAALBRON

MLP's zijn entiteiten waar energiebedrijven infrastructuuronderdelen in onderbrengen. Vooral olie- en gasbedrijven die over pijpleidingen beschikken hebben gekozen voor de structuur van een MLP. De pijpleidingen verbinden olieraffinaderijen met opslagterminals. Voor de bedrijven kan het een interessante aanvullende kapitaalbron zijn, ook al is het iets duurder dan bankfinanciering. Shell bracht eind vorig jaar een vehikel voor één miljard dollar naar de beurs waarin Amerikaanse pijpleidingen zijn ondergebracht. Shell Midstream Partners schreef er sindsdien 10 procent aan beurswaarde bij. Bij SBM Offshore wilde de activistische belegger Centaurus dat het bedrijf voor de financiering van zijn vloot schepen

**VOOR BEDRIJVEN
KUNNEN DE
MLP'S EEN
AANVULLENDE
KAPITAALBRON
ZIJN, OOK AL
IS HET IETS
DUURDER
DAN BANK-
FINANCIERING**

gebruik ging maken van een MLP. Het Schiedamse bedrijf noemde het eerst te complex, maar kwam daar op terug. De bouwer van oliewinningen en opslagschepen wil later dit jaar via MLP's geld ophalen in de VS.

VTI, de Nederlandse tankterminaldivisie van de oliehandelaar Vitol, koos vorige zomer voor de route van MLP's en haalde via een beursgang aan de New York Stock Exchange bijna

een half miljard dollar op voor expansie.

De structuur van financiering van MLP's wordt georganiseerd via een samenwerkingsverband dat veel weg heeft van een Nederlandse commanditaire vennootschap (CV). MLP's hebben één of meerdere beherende vennoten. Die worden *general partners* genoemd. De stille vennoten, ook wel *limited partners*, zijn particuliere beleggers, maar ook steeds meer institutionele beleggers. Beleggers kunnen deelbewijzen ('units') in de partnerships kopen en deze via de Amerikaanse beurs ver-

handelen. Beleggers zijn er dol op omdat de vrije kasstroom groten-deels aan hen wordt uitgekeerd. Het betreft vaak meerjarige contracten met een inflatiecorrectie.

MLP's zijn in de jaren tachtig opgezet als subsidie voor de Amerikaanse olie- en gasindustrie, en dat zijn ze feitelijk nog steeds. MLP's hoeven geen belasting over hun verdiensten te betalen. Voorwaarde is dat 90 procent of meer van de gemaakte winst wordt uitgekeerd aan de partners. Bedrijven plukken de voordelen die de politiek in de jaren tachtig mogelijk heeft gemaakt. Het Congres heeft de route al aangelegd in het tijdperk van president Ronald Reagan. Om te profiteren van de fiscale voordelen moeten de activiteiten van de MLP's gericht zijn op de productie en ontwikkeling van natuurlijke grondstoffen: olie en gas, bosbouw, kolenwinning, of het hergebruik van stukken land. Via die laatste route heeft de Amerikaanse begrafenisonderneming Stonemor

zich ook kunnen structureren als een MLP. Het is een uitzondering op de regel. Het vehikel is vooral populair in het transport en de opslag van olie- en gasproducten.

GEEN TOEVAL

In Europa hebben de geïntegreerde grote oliemaatschappijen zelf vaak de pijpleidingen in handen. "Dat is niet erg efficiënt", zegt ING-bankier Richard Ennis. Oliemaatschappijen in de VS die doen aan opsporing, winning, transport, verwerking én distributie van olie- en gasproducten willen liever geen laagrenderende bezittingen hebben zoals pijpleidingen en opslagfaciliteiten. Dat bedrijven als Shell tot de verkoop van hun leidingen zijn overgegaan, is geen toeval. Richard Ennis: "Nu is het

moment voor grote oliebedrijven om niet-kernactiviteiten als pijpleidingen te verkopen. MLP's hebben een voordeel boven andere kopers. Ze hebben meer armslag omdat de overheid ze subsidieert. Hun dollars zijn goedkoper." De grote concurrenten zijn durfkapitalisten. Die zijn momenteel ook actief als koper. De belastingvoordelen laten ze niet aan zich voorbij gaan. "Ook zij werken volop met vehikels die ze omvormen tot MLP's", zegt Ennis.

Net als vastgoedfondsen hebben MLP's voorspelbare inkomsten. Het is een van de redenen waarom superbelegger Warren Buffett met zijn dochterbedrijven MidAmerican Energy en PacifiCorp ook belangen heeft in het transport van aardgas. Ongetwijfeld zal de belangstelling van de topbelegger ook gewekt zijn door de sterke rendementen afgelopen jaren.

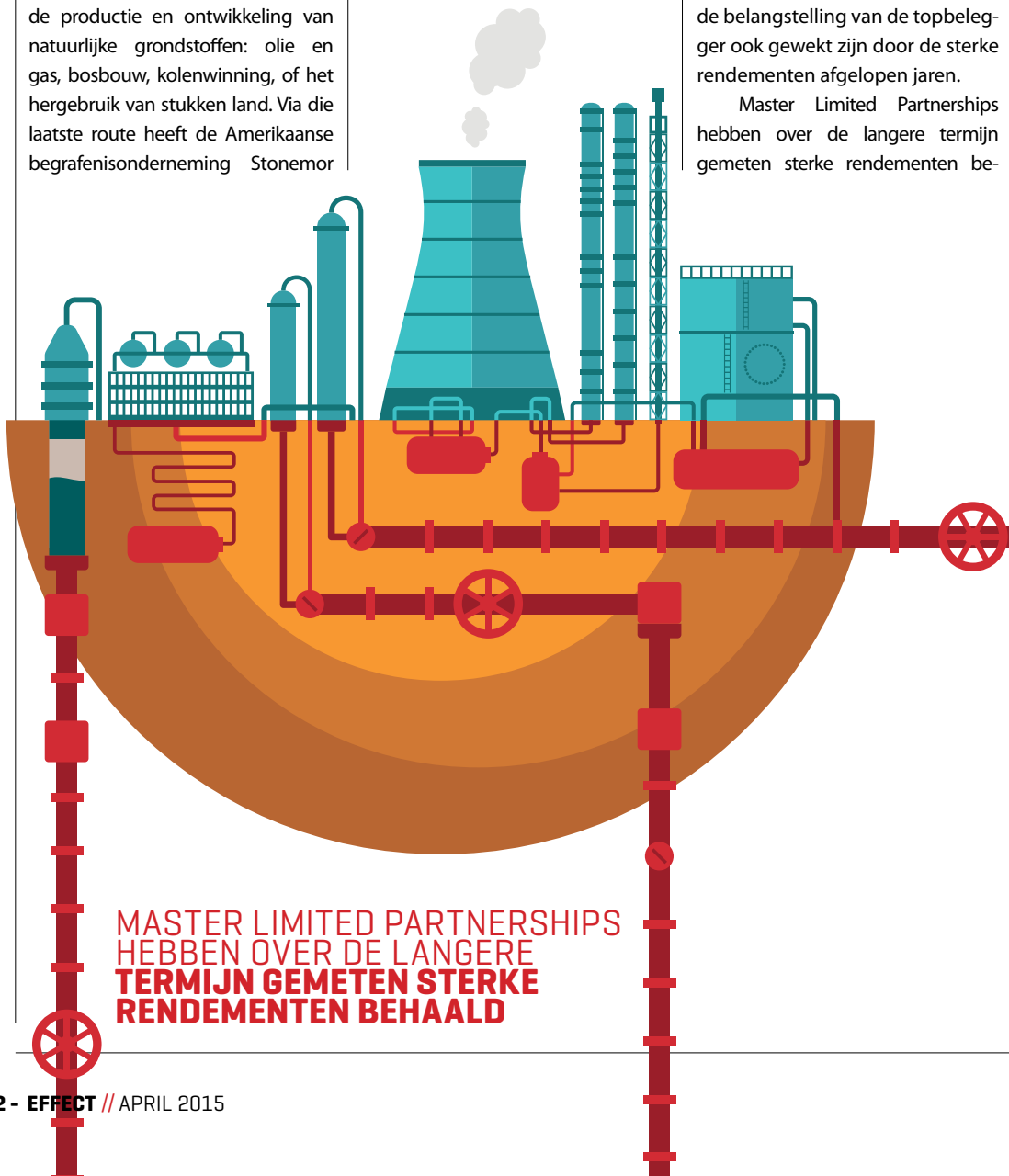
Master Limited Partnerships hebben over de langere termijn gemeten sterke rendementen be-

haald. De Alerian MLP Index van de vijftig meest prominente MLP's uit de energiesector is 345 miljard dollar waard. Dat was in 2007 nog slechts 100 miljard dollar. Die toestroom van beleggersgeld is mede afkomstig van verschillende beleggingsfondsen en exchange traded funds (etf's) die afgelopen jaren zijn opgetuigd en zich voornamelijk richten op de fiscaal gedreven beleggingsconstructies. Zakenbanken brachten nooit zoveel van deze MLP's naar de beurs als afgelopen jaar. Amerika telt nu meer dan 125 MLP's waarin ongeveer 600 miljard dollar is belegd. In New York verstrekt de Nederlandse financiële instelling ING veel leningen aan Master Limited Partnerships. Bankier Richard Ennis zegt: "Voor particulieren kunnen de MLP's vanwege de ruime dividenden en fiscale voordelen een mooie hoeksteen van een pensioenportefeuille zijn. De rendementen zijn gemiddeld 11 procent op jaarbasis waarvan de helft in dividenden." Ook in 2013, toen andere hoogrenderende beleggingen minder goed presteerden, deden Master Limited Partnerships het nog heel behoorlijk – een enkele zware uitglijder daargelaten.

SCHADUWKANT

MLP's mogen hun populariteit danken aan hun voorspelbare inkomsten, maar toch zijn er behoorlijke risico's verbonden aan deze beleggingen. Omdat MLP's relatief met veel geleend geld werken, kan een snelle rentestijging negatieve impact hebben.

Bovendien zijn de royale uitkeringen aan beleggers niet altijd op te brengen. Een paar maanden geleden verraste Kinder Morgan met de mededeling dat ze geen MLP meer willen zijn. Energiemagnaat Richard Kinder is nota bene een van de geestelijke vaders van de constructie. Voor zijn onderneming bleek een agressief groeipad toch lastig door de hoeveelheid vrije kasstroom die hij moest uitkeren. Begin vorig jaar halveerde een van de grootste Amerikaanse MLP's in waarde. Boardwalk Pipeline Partners kreeg rake klap-



**MASTER LIMITED PARTNERSHIPS
HEBBEN OVER DE LANGERE
TERMIJN GEMETEN STERKE
RENDEMENTEN BEHAALD**



DE AFHANKELIJK-
HEID VAN DE OLIE-
EN GASPRIJS IS
EEN REDEN TOT
WAAKZAAMHEID
VOOR BELEGERS
IN MLP'S. VEEL
VAN DERGELIJKE
VEHIKELS ZIJN
TE VERGELIJKEN
MET EEN TOLWEG.
ALS ER MINDER
VERKEER IS,
ZULLEN DE
INKOMSTEN
SLINKEN



pen nadat het participanten had overrompeld met de mededeling dat de dividenden met 80 procent verlaagd zouden worden.

Maar de belangrijkste reden voor beleggers om extra alert te zijn is de afhankelijkheid van de olie- en gasprijs. Sommige MLP's zijn te vergelijken met een tolweg. Als er minder verkeer is, zullen de inkomsten slinken.

Een lage olieprijs zal op korte termijn geen grote impact hebben op de resultaten van de MLP's. ING-bankier Richard Ennis: "De inkomsten van de pijpleidingen worden niet direct geraakt voor de gedaalde olieprijs. Voor het transport van A naar B wordt een vergoeding gerekend die afhangt van de hoeveelheid olie en gas die erdoorheen stroomt."

Darin Turner, die vanuit Dallas een beleggingsfonds in MLP's runt voor de Amerikaanse vermogensbeheerder Invesco, vertelt een gelijksoortig verhaal. "De kasstromen staan bij de meeste MLP's niet bloot aan kortetermijnschommelingen in de olieprijs. Toch zie je het effect wel duidelijk. Particulieren stellen zich terughoudender op."

Zolang de olieprijs schommelt, zullen MLP's volgens Turner een vo-

latiele belegging blijven. Bij vermogensbeheerder Legg Mason menen analisten dat de olieprijs wel weer aantrekt. Fysieke olie blijft sowieso nog wel even gewoon doorvloeien in Amerika. "Ondanks de aanzienlijke daling van de olieprijs, verwachten we dat de olie- en gasproductievolume in de VS op peil blijven in 2015", aldus Michael Clarfeld en Chris Eades in hun recente rapport *Will MLPs Weather The Storm?* Het duo voorspelt dat de uitkeringen van MLP's aan beleggers zullen blijven groeien, ondanks de onrust. De fondsbeheerders wijzen erop dat zelfs in 2009, toen de olieprijs in elkaar klapte van 140 dollar naar 40 dollar, de dividenduitkeringen aan beleggers bleven toenemen. "Het groeitempo zal wel vertragen, net zoals in eerdere perioden van onrust."

Toch ziet Turner weinig reden tot bezorgdheid. Bij de huidige energieproductie in Noord-Amerika is er nog steeds een tekort aan transportmogelijkheden. Sommige regio's met grote velden kunnen volgens hem 30 tot 50 procent meer capaciteit aan pijpleiding gebruiken. "Overproductie is niet onze grootste zorg. Waar wij het wel veel over hebben, is het terugvallen van de wereldwijde

vraag naar olie en gas. Als de productie in Amerika sterk terugvalt, kun je je je afvragen of we de totale infrastructuur in 2016 en 2017 wel nodig gaan hebben."

NEDERLANDS PERSPECTIEF

De aantrekkelijke rendementen van MLP's hebben ook de interesse buiten de VS aangewakkerd, merkt ING-bankier Ennis. "Ik hoor dat er behoorlijk wat interesse is vanuit het buitenland door de hoge dividenden en de waardevermeerdering van de units." De bankier erkent dat er ook achterdocht is in het buitenland. Beleggers hebben binnen een MLP weinig tot niets te vertellen. De macht ligt helemaal bij de beheerderspartner. Buitenlandse beleggers twijfelen volgens hem bovendien of de politiek er niet opeens een streep doorheen zet. "Vragen over de houdbaarheid van de structuur krijg ik ook weleens van leidinggevers", zegt de ING-bankier. "President Obama is niet het meest vriendelijk tegen de oliesector. Maar opvallend genoeg hebben we hem nog nooit

gehoord over deze subsidie aan de olie- en gaswereld."

De fiscale afhandeling van deze beleggingen is ook een punt van aandacht. De belasting die Amerikaanse beleggers moeten betalen – zij wel – kan grotendeels worden teruggevraagd. Voor buitenlandse beleggers is dat weer anders, waarschuwt Erik Jansen, directeur belastingadvies bij Innovative Tax in Nijmegen. Het is volgens hem oppassen voor dubbele belastingheffing. "Het is best ingewikkeld en de belegger zal huiswerk moeten doen en zich goed vooraf moeten laten adviseren." Volgens de belastingadviseur zal er in de VS belasting betaald moeten worden. De hamvraag is hoe de Nederlandse Belastingdienst het aandeel in de MLP in de inkomstenbelasting behandelt. Volgens Jansen kan een participatie in een MLP in box 3 worden ondergebracht. "Maar het hangt erg af van de statuten van de MLP. Toch is het zeker interessant als je tien jaar lang 6 à 7 procent vangt. Op een spaarrekening leg je tegenwoordig geld toe."

Snelgroeiend China heeft de wereldeconomie door de crisis getrokken, maar recente cijfers wijzen erop dat de Chinese motor hapert. Hoe erg is dat?



DE GEVAREN VAN EEN CHINESE GLIJVLUCHT



China verlegt de focus van hoge groei naar duurzame groei, zo liet president Xi Jinping onlangs weten. De goede verstaander weet wat dat betekent: het regime in China geeft nu openlijk toe dat de tijden van constante hoge groei voorbij zijn.

Afgelopen jaar was de kentering al zichtbaar. Waar de Chinese regering inzette op een uitdijning van de economie van 7,5 procent, groeide de economie met 'slechts' 7,4 procent. Dat is het laagste groeicijfer in bijna 25 jaar.

Afgezien van de vertraging zelf is het opmerkelijk dat deze voor de Chinese regering als een verrassing kwam. De vermaarde belegger en China-criticus Jim Chanos stelde wel eens dat de Chinese autoriteiten op 1 januari van het jaar al wisten wat het groeicijfer voor het jaar zou gaan worden. Als China niet eens meer in staat is om de eigen groeidoelstelling te halen, dan moet het menens zijn.

De tanende groei werpt de vraag op waar China zijn opmars aan te danken had in de jaren dat veel andere economieën in de wereld in crisis verkeerden. Onderzoekers van het McKinsey Global Institute gaven daarop recent het antwoord. China's fraaie groeicijfers blijken voor een belangrijk deel te danken aan schul-

den. In een recent rapport becijferen de McKinsey-mannen dat de totale Chinese schuld in 2014 in rap tempo is aangezwollen tot zo'n 2,8 keer de omvang van de economie.

HUIZENPRIJZEN DOOR HET DAK

Daarmee valt de schuldverhouding hoger uit dan die van westerse economieën als de VS of Duitsland. Naar schatting is de helft van de schulden bij huishoudens, bedrijven en de overheid gekoppeld aan vastgoed. Dan gaat het om hypotheeklen, schulden van vastgoedontwikkelaars en lokale overheden, maar ook om kredieten aan verwante industrieën zoals staal en cement.

Het is deze concentratie rondom de vastgoedsector die flinke risico's met zich meebrengt. De huizenprijzen zijn in verschillende Chinese steden sinds 2008 met wel 60 procent gestegen. En nog meer in een stad als Sjanghai, waar zelfs top-

prijzen uit New York en Parijs dichtbij zijn gekomen.

Vorig jaar werd een trendbreuk zichtbaar. Transactievolumes zijn afgenomen en onverkochte voorraden toegenomen. De afkoeling van de vastgoedsector is op diverse plekken in de economie merkbaar, waaronder de bouw en onder verstrekkers van leningen. Lokale overheden leunen sterk op financieringsvehikels om huizen en infrastructuur te bouwen, omdat deze een beperkte bevoegdheid hebben om belastingen te heffen en tot voor kort geen leningen mochten uitgeven.

Te weinig binnenlandse consumptie en te veel investeringen hebben de economische verhouding in China scheefgetrokken. Deze onbalans in combinatie met verslavende schulden hebben verschillende marktkenner, waaronder hedgefondsmanager Jim Chanos, doen waarschuwen voor naderend onheil.

SOCIALE ONRUST

Het lijkt niet waarschijnlijk dat de Chinese autoriteiten de groei nog veel verder laten teruglopen. Aanpassing van het groeimodel — van kredietgedreven naar groei op eigen kracht — heeft tijd nodig. Hervormingen pakken, zeker op korte termijn, niet voor iedereen gunstig uit. Ook al helpt het een economie in evenwicht brengen, zaken als faillissementen voor bedrijven in een sector waar overcapaciteit is en noodzakelijke (om)scholing liggen gevoelig. Mogelijke sociale onrust kan de overheid

dwingen om stimuleringsmaatregelen te nemen en zo tussentijds lucht te blijven blazen in het onhoudbare groeimodel op basis van schulden.

GROEIMOTOR

Als de Chinese overheid voor monetair stimulering kiest, gaat het de kant op die de VS en de eurolanden al eerder hebben gekozen.

De Fed, het stelsel van Amerikaanse centrale banken, heeft vorig jaar het opkoopprogramma van schuld papier afgerond. De Europese Centrale Bank is er vorige maand juist een gestart. Het gaat om schatstap papier van eurolanden.

Ook in Japan en het Verenigd Koninkrijk hebben monetaire en fiscale autoriteiten hun grip op de economie en financiële markten verstevigd door rigoureuze stimuleringsmaatregelen.

Die acties van centrale banken lijken het gewenste effect te sorteren. De Amerikaanse en Britse economie zijn alweer fors gegroeid terwijl ook de eurozone sneller dan verwacht weer aanhaakt.

Goedkoop geld vanuit centrale banken lijkt dus de redding te zijn geweest. Grote economische machtsblokken als Europa en de VS zijn op tijd 'hersteld' om de wereldeconomie een duwtje te geven nu China wat gas terug moet nemen. Dat lijkt in ieder geval het effect op korte termijn. Of massale stimulering ook op langere termijn een zegen blijkt, valt te bezien. De gedrukte leenkosten voor overheden brengen het risico op zelfgenoegzaamheid met zich mee. Een lage rente houdt de schuldenberg immers financierbaar.

Dat verlaagt de prikkel om schulden terug te dringen en structurele hervormingen door te voeren. Zo zichtbaar als een afkoelende Chinese economie is voor de buitenwereld, zo onzichtbaar kan de roes vanuit centrale bank beleid zijn. Dan kan economische groei op langere termijn lager uitvallen. Dat is wellicht een bedreiging voor de ontwikkeling van de wereldeconomie waar die van een afkoelend China bij in het niet valt.

**DE TANENDE GROEI
WERPT DE VRAAG
OP WAAR CHINA
ZIJN OPMARS AAN
TE DANKEN HAD IN
DE JAREN DAT VEEL
ANDERE LANDEN
WERELDWIJD
IN CRISIS
VERKEERDEN**

Niet eerder de afgelopen dertien jaar was de kans zo groot dat een euro en een dollar dezelfde waarde krijgen als nu. Het zou een nieuw hoofdstuk betekenen in een tijdvak van wilde valutabewegingen. De gevolgen voor consumenten, bedrijven, beleggers én grondstofmarkten zijn groot.

VALUTA- TREKKEN DIEPE

Het zijn niet alleen aandelenbeurzen die de laatste tijd niveaus bereikten die lange tijd niet te zien waren. Ook de dollar-index steeg de afgelopen tijd naar het hoogste niveau sinds 2003. In dit mandje wordt de waarde van de Amerikaanse munt afgezet tegenover de valuta van zes belangrijke handelspartners. Ook de euro verloor fors in waarde tegenover de dollar.

Inmiddels glijdt de euro-dollar-verhouding naar pariteit, de situatie waarin beide munten evenveel waard zijn. Dat was voor het laatst het geval in december 2002. Sindsdien heeft de verhouding er al een wilde rit opzitten. In de naweeën van de Amerikaanse huizen crisis klom de euro-dollarverhouding in 2008 boven 1,6. Nog datzelfde jaar won de Amerikaanse munt fors terrein terug, niet alleen tegenover de euro, maar ook tegenover andere va-

luta's. Toen de crisis zich later dat jaar wereldwijd verspreidde, kwam opnieuw een dollarvlucht op gang. Die kon worden verklaard door de status van internationale reservemunt die de Amerikaanse munt al sinds de Tweede Wereldoorlog heeft. Daardoor is de handel in dollarschuld papier de meest liquide ter wereld. Investerders liepen daar dus niet het risico om vast te komen zitten in niet verhandelbare activa. In zekere zin was de Amerikaanse munt, ondanks de zwakke macro-economische fundamenten ten tijde van de crisis, voor veel (institutionele) investeerders een veilige keuze.

Toch reageren valuta niet altijd op de manier die men op basis van economische logica zou verwachten. Dit komt omdat de totstandkoming van een valutakoers een complex samenspel van factoren is waarbij ook niet-rationele argumenten een rol spelen. Zo klom de euro-dollar koers op het hoogtepunt van de eurocrisis in 2011 naar 1,45, ondanks dat de eurozone

volgens sommigen toen op springen stond. Van een 'veilige' keuze kon toen geen sprake zijn. De hoge rentes in combinatie met de overheidsgaranties en de reputatie van de ECB lieten het investeringsgeld niettemin toch naar de Europese eenheidsmunt vloeien.

Het renteverhaal tussen de eurozone en de Verenigde Staten is ook de meest aangehaalde verklaring voor de beweging van de jongste maanden. Alleen is de situatie nu omgekeerd aan die van enkele jaren terug. Dit jaar hebben wereldwijd al 24 centrale banken de rente verlaagd terwijl de Verenigde Staten zich al weer opmaken voor een monetaire verstrakking. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) heeft haar politiek van kwantitatieve versoepeling intussen afgerond en een eerste renteverhoging door de

Federal Reserve is mogelijk al deze zomer aan de orde. In een financiële wereld waar iedereen wanhopig op zoek is naar rendementen, lijkt het daarom logisch dat veel investeringsgeld naar de dollar vloeit.

CONSUMENTEN EN BEDRIJVEN

De gevolgen van de duurdere dollar zijn niet eenduidig positief of negatief. Voor de Amerikanen is een dure dollar op korte termijn mooi meegenomen omdat die de kostprijs van ingevoerde goederen verlaagt. Voor de Amerikaanse exportindustrie is de dollarstijging duidelijk nadelig. Het gaat daarbij niet uitsluitend om bedrijven uit de eigen verwerkende industrie, maar ook om dienstverleners die een groot deel van de omzet buiten de Verenigde Staten realiseren. Heel wat Amerikaanse multinationals verwezen in hun recente kwartaalrapporten dan ook naar de dure dollar als reden waarom de verwachte omzet en winst niet gehaald werd. Inkomsten die in het



PERIKELLEN SPOREN

buitenland werden verkregen in lokale valuta worden bij omzetting in dollar minder waard.

De dollarstijging is ook geen goed nieuws voor bedrijven buiten de dollarzone en overheden die in Amerikaanse dollars hebben geleend. De aflossingen worden zwaarder omdat meer lokale valuta's nodig zijn om dezelfde hoeveelheid dollars te kunnen terugbetalen.

IMPACT OP GRONDSTOFFEN

Omdat de meeste grondstoffen in dollars worden verhandeld, is de impact op de grondstofmarkten aanzienlijk. Een duurdere Amerikaanse munt maakt grondstoffen voor verbruikers buiten de dollarzone duurder. Bij gelijke vraag (en andere parameters) zou de prijs dan moeten dalen om het valuta-verschil te compenseren.



Het is dan ook voor een belangrijk deel aan de duurdere dollar te wijten dat de Bloomberg Commodity Index van 22 grondstoffen eerder dit jaar terugviel naar het laagste peil sinds augustus 2002.

TWEESNIJDEND ZWAARD

Voor grondstofproducenten is de dure dollar een tweesnijdend zwaard. Zo wordt de concurrentiekracht van bijvoorbeeld de Amerikaanse steenkoolindustrie nog verder op de proef gesteld. De meeste gediversifieerde grondstoffengroepen zijn op meerdere continenten actief zodat voor- en nadelen van de dure dollar elkaar min of meer uitvlakken. Grondstofbedrijven die buiten de dollarzone produceren, kunnen wel profiteren van de duurdere Amerikaanse munt. De inkomsten nemen relatief gezien toe terwijl de uitgaven in lokale valuta's afnemen. Zo doen mijnbouwbedrijven het in Zuid-Afrika en Australië ondanks de lagere grondstofprijzen operationeel

niet eens zo slecht. Zo noteert de Zuid-Afrikaanse rand tegenover de dollar op het laagste niveau sinds 2001. Daardoor ligt de goudprijs uitgedrukt in rand amper 7 procent onder het recordniveau terwijl dit in dollar bijna 38 procent is. Lokale goudproducenten zien dus hun inkomsten stijgen. Dit effect speelt in alle grondstoflanden waarvan de munt fors in waarde is gedaald tegenover de dollar. Ook hier is het netto effect uiteraard niet alleen van de valutaschommelingen afhankelijk, maar ook van de evolutie van de grondstofprijs zelf.

Bij ruwe olie, aardgas, verschillende metalen en ook een aantal landbouwgrondstoffen ligt overcapaciteit aan de basis van de forse prijsdalingen. De dure dollar leidt er indirect toe dat de afbouw van de productiecapaciteit, die noodzakelijk is om vraag en aanbod terug in evenwicht te krijgen, vertraging oploopt. De prijs van ruwe olie is sinds vorige zomer (in dollar) met ruim de helft gedaald. Ook aardgas

blijft goedkoop door de stijgende productie en de hoge voorraden.

Een lagere energiefactuur zorgt op korte termijn voor wat ademruimte bij grondstofbedrijven die het moeilijk hebben door de lagere prijzen. Toch is dit op langere termijn geen goede zaak, want op die manier kunnen bedrijven die eigenlijk economisch niet of nauwelijks rendabel zijn toch overleven. Het vrijwillig verlagen van de productie wordt dus uitgesteld, want niemand wil vrijwillig marktaandeel opgeven. Het gevolg is dat een terugkeer naar een markt in evenwicht verder wordt uitgesteld.

OVER DE AUTEUR

■ Koen Lauwers is onafhankelijk financieel analist, gespecialiseerd in grondstoffen

■ Lauwers heeft geen belangen in genoemde producten en bedrijven



Nooit eerder in de geschiedenis waren de bedrijven op de beurs meer waard dan nu. Die recordwaarderingen zijn gebaseerd op één kengetal met boterzachte uitgangspunten: de WACC.

DE WANKELE BASIS VAN DE HUIDIGE BEURSRECORDS



Halverwege maart was de totale waarde van alle bedrijven op de beurs wereldwijd 67.000.000.000.000 dollar. Precies zes jaar na het dieptepunt van de financiële crisis werd daarmee een record gevestigd want niet eerder was meer geld dan die 67 biljoen dollar belegd op de beurs.

Sinds maart 2009 zijn alle beursgenoteerde bedrijven ter wereld tweënhalf keer zoveel waard geworden. De explosie in aandelenwaarderingen staat niet in verhouding tot de bedrijfswinsten die nauwelijks groeiden op de meeste werelddelen. De sleutel ligt bij het instrument waartegen alle verwachte toekomstige winsten naar vandaag worden teruggerekend, de WACC.

De WACC, oftewel de gewogen gemiddelde kostenvoet van kapitaal

(*Weighted Average Cost of Capital*), is het minimale rendement dat beleggers willen zien op hun investering. Het zijn dus de "kosten" die aandelen- en obligatiebeleggers vergoed willen zien voor hun inleg.

Als de WACC hoog is, zijn bedrijven een groot deel van hun inkomsten kwijt om kapitaal te bemachtigen. Er blijft dan dus weinig over van de winst in de toekomst. Aangezien de koers van een aandeel een optelsom is van verwachte toekomstige winsten leidt een hoge WACC tot een lage koers en waardering.

Tegenwoordig is de situatie juist omgekeerd. Doordat rentetarieven ruimschoots zijn gehalveerd ten opzichte van 2009, vragen beleggers een veel lagere vergoeding voor het vermogen dat ze aanbieden ter investering. Daardoor is de waarde van toekomstige winsten,

**AANGEZIEN DE
KOERS VAN EEN
AANDEEL EEN
OPTELSON IS
VAN VERWACHT
TOEKOMSTIGE
WINSTEN LEIDT
EEN HOGE
WACC TOT EEN
LAGE KOERS EN
WAARDERING**

teruggerekend naar vandaag, ruimschoots verdubbeld.

VERGOEDINGEN

Hoe belangrijk de WACC ook moge zijn, een eenduidige manier om deze te berekenen is er niet. De maatstaf bestaat uit twee componenten: de kosten voor vreemd en voor eigen vermogen. Het minimale rendement voor verschafters van vreemd vermogen (schuld) is relatief eenvoudig te

EEN KLEINE VERANDERING IN DE WACC KAN GROTE IMPACT HEBBEN OP DE UITEINDELIJKE WAARDERING VAN EEN AANDEEL

becijferen. Dit is kort gezegd de rente die een bedrijf op uitstaande leningen en obligaties moet betalen. Voor een bedrijf als Unilever dat in een defensieve sector opereert, zijn rentes vandaag buitengewoon laag. Het Brits-Nederlandse bedrijf kan geld ophalen tegen iets meer dan een half procent rente. Na fiscale verwerking worden de netto rentekosten zichtbaar.

Een berekening voor de kosten van aandelenkapitaal is minder eenvoudig. Het is moeilijk om vast te stellen tegen welk rendement beleggers bereid zijn geld in een (risicovol) bedrijf te stoppen. Aangezien een belegger zijn geld ook op een spaarrekening kan zetten, zal hij in ieder geval de (risicovrije) rente vergoed willen zien (opportunitetskosten). Daarnaast zal een belegger een premie willen krijgen voor het risico dat hij loopt. Wie in het kwakkelen de bouwbedrijf Ballast Nedam stapt,

zal vanwege het aanzienlijke risico een hoger rendement eisen dan een belegger in Unilever. Om dit risicoverschil in cijfers uit te drukken, wordt vaak gebruikgemaakt van de zogeheten bèta – gevoeligheid van het aandeel voor de markt – die gebruikt wordt om een risicopremie in te schatten.

De bèta van Unilever is ongeveer één. Dit betekent dat als de AEX 1 procent stijgt (of daalt), het aandeel Unilever eveneens 1 procent stijgt (of daalt). Unilever kent dus een risico dat ongeveer even hoog is als de aandelenmarkt als geheel.

NADELEN

De WACC mag dan in theorie onmisbaar zijn om toekomstige winsten op waarde te schatten, in praktijk zitten er veel haken en ogen aan de berekening. Zo is er geen eenduidigheid over de berekening van de variabelen en kan de waarde veranderen. De bèta verandert bijvoorbeeld als een bedrijf verandert en is ook afhankelijk van de periode die gekozen wordt om het getal te becijferen.

Een kleine verandering in de WACC kan grote impact hebben op de uiteindelijke waardering van een aandeel, omdat het percentage gebruikt wordt voor het terugrekenen van alle toekomstige winsten.

Ook werkt de maatstaf het aangaan van schulden in de hand. Aangezien vreemd vermogen goedkoper is dan eigen vermogen kunnen bedrijven de WACC laten dalen door schulden aan te gaan. Hoe meer

REKENHULP

Zelf de WACC van Unilever bepalen

1 Bepaal de risicovrije rente.
Gebruik als referentie de rente op een degelijke staatsobligatie, momenteel 0,3 procent.

2 Zoek de bèta op.
Voor Unilever is de bèta ongeveer 1.

3 Vermenigvuldig de bèta met de risicopremie voor de gehele categorie aandelen.

Hier gaat het om de premie die beleggers in aandelen willen hebben ten opzichte van beleggers in obligaties. De exacte waarde van dit getal is onderwerp van talloze economische onderzoeken. In de regel wordt uitgegaan van een premie van 4,5 procent.

4 De totale vergoeding die aandeelhouders eisen bedraagt 0,3 procent risicovrije rente plus 4,5 procent risicopremie, oftewel 4,8 procent.

5 De marktwaarde Unilever bedraagt 120 miljard euro en de totale schulden zijn een kleine 10 miljard euro. Het concern kan geld lenen tegen circa 0,5 %. Het aandeel van eigen vermogen in de totale financiering is dus 93 procent $(120/120+10)$ en de inbreng van schuldverschaffers is 7 procent $(10/120+10)$. Een belegger die de wegingen vermenigvuldigt met de kostenvoeten rekent als volgt: $93\% \times 4,8\% + 7\% \times 0,5\%$.

WACC van Unilever: 4,5%.

schulden, hoe lager de WACC en hoe hoger de waardering. Deze "optimalisatie van de kapitaalstructuur" was schering en inslag bij bedrijven voor het uitbreken van de crisis.

Een ander belangrijk manco is dat de WACC in de toekomst constant wordt verondersteld. Niet alleen wordt ervan uitgegaan dat de verhouding tussen schuld en eigen vermogen constant blijft, ook de kosten voor vreemd en eigen vermogen blijven onveranderd. Er wordt dus impliciet verondersteld dat de risicovrije rente – van een Duitse staats-

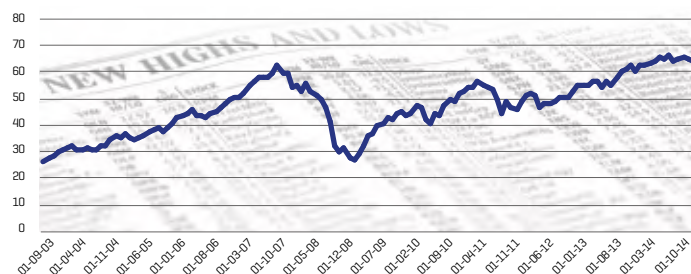
obligatie bijvoorbeeld – constant blijft. Het verleden leert anders. In juli 2002 was de rentevergoeding op een Duitse tienjaarslening nog 5 procent. Mocht de rente normaliseren naar dit soort niveaus dan zal dit zijn weerslag hebben op de WACC (stijgt) waardoor waarderingen in elkaar krukelen. Zelfs als de winsten stijgen en de vooruitzichten goed zijn.

BRUIKBAAR?

De WACC mag in theorie noodzakelijk zijn om toekomstige winsten terug te rekenen naar vandaag, in de praktijk is het onmogelijk om zo'n exact percentage vast te stellen.

Bruce Greenwald, hoogleraar aan de Columbia Business School en autoriteit op het gebied van waardebeleggen, heeft een eenvoudige oplossing voor dit probleem. Hij heeft als vuistregel dat hij minimaal 8 procent rendement eist op een belegging in een defensief bedrijf. Naarmate het risico van de belegging toeneemt, laat hij de kostenvoet oplopen tot 18 procent. Wie de raad van Greenwald volgt, ziet zijn keuze op dit moment ernstig ingeperkt.

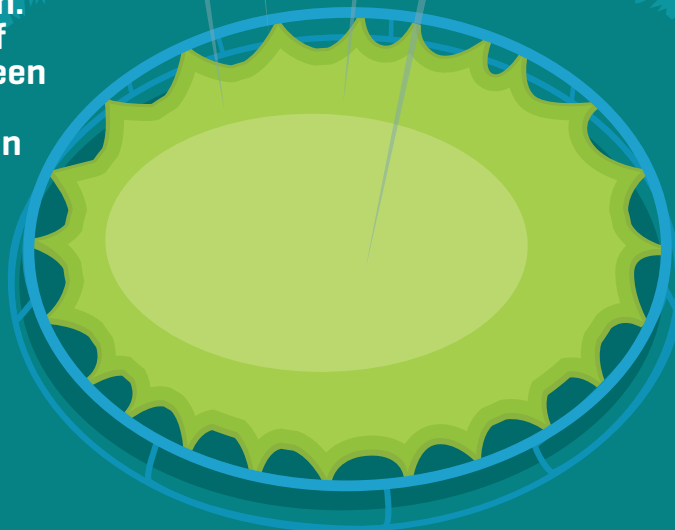
Lage WACC stuwt de waarde van aandelen



Bron: Bloomberg World Exchange Market Capitalisation index.
Bedragen in biljoenen dollars.

TRAMPOLINE OP D€ AEX

De AEX-index is in korte tijd flink opgelopen. Wie rekt op een verdere stijging kan out-of-the-money callopties kopen. Dat kost echter relatief veel optiepremie. Met een trampolineconstructie is het voordeliger, tegen nagenoeg hetzelfde risico. Let op, dit is een zeer speculatieve constructie.



Op 15 december 2014 sloot de AEX op 396 punten. Drie maanden later tikte de AEX een paar keer de 500 puntengrens aan, om vervolgens weer weg te zakken. Op 7 april sloot de AEX voor het eerst sinds 2008 weer boven de 500 punten. Uiteraard werden de aandelenkoersen geholpen door Mario Draghi, die namens de ECB begonnen is met het op grote schaal opkopen van obligaties.

Aangezien hij hier nog een tijdje mee doorgaat, is het niet uitgesloten dat de AEX zijn opmars voortzet. Misschien wel tot de oude top van 700 punten, die sinds het jaar 2000 niet meer gezien is. De meningen zijn verdeeld, en dan kan het handig zijn om opties te hebben. Dit soort momenten leent zich voor straddles of strangles, strategieën die wij eerder bespraken en waarbij zowel call-opties als putopties worden gekocht. Het idee van die strategieën is dat zodra er een forse beweging wordt ingezet, het niet uitmaakt of deze omhoog of omlaag is. De winnende optie zal het verlies op de andere meer dan goedmaken.

Straddles en strangles kosten echter relatief veel optiepremie, zodat er flinke verliezen kunnen optreden als de index onverhoopt een tijdje pas op de plaats maakt.

Het optuigen van een trampolineconstructie kost per saldo ook geld, maar omdat de constructie uit gekochte én geschreven opties bestaat, verdampt de tijdswaarde relatief langzaam. Er wordt een at-the-money call optie gekocht, wat meer call opties met een hogere uitoefenprijs (out-of-the-money) geschreven en nog een groter aantal opties gekocht die ver out-of-the-money zijn.

Er is een marginverplichting omdat de constructie aan het eind van de rit mogelijk geld kost. Het maximale verlies is van tevoren bekend (zie grafiek).

Met het optuigen van een trampolineconstructie wordt ingezet op een fors stijgende koers van

de onderliggende waarde. Bij een daling lopen alle opties waardeloos af, maar bij een beperkte stijging zijn er verschillende scenario's.

Het maximale verlies van deze optiestrategie wordt bepaald door het verschil tussen de uitoefenprijzen van de gekochte en geschreven opties. Het maximale verlies is van tevoren bekend. De maximale winst is in theorie oneindig, als de onderliggende waarde maar genoeg stijgt.

Met opties AEX doen wij (een veelvoud van) de volgende drie transacties(*) om te komen tot een trampolineconstructie met een looptijd van zo'n acht maanden:

- 1** Koop 1 call optie AEX dec 2015 500 à 23,00 euro. Kosten per contract 2300 euro.
- 2** Verkoop (schrijf) 2 call opties AEX dec 2015 520 à 14,10 euro. Opbrengst totaal 2820 euro.
- 3** Koop 4 call opties AEX dec 2015 560 à 4,10 euro. Kosten totaal 1640 euro.

Deze constructie met 7 call-opties kost dus 1120 euro in totaal (2300 – 2820 + 1640 euro). De onderliggende waarde (100 maal de AEX bij een stand van 500 punten) is 50.000 euro waard.

Een belegging in de aandelen van de AEX heeft echter een groter neerwaarts risico: hier kan in het slechtste geval aan het eind van de rit een verlies optreden van 2000 euro, wat samen met de aankoopkosten aan het begin overeenkomt met een

verlies van 3120 euro, 6,2 procent van de onderliggende waarde.

[*] in dit voorbeeld is afgezien van transactiekosten. Koersen begin april 2015, ga na wat de actuele koersen zijn en pas de strategie daar eventueel op aan.

VIER SCENARIO'S

Bovenstaande optieconstructie is aangegaan bij een stand van 500 voor de AEX en kan op de derde vrijdag in december (18 december 2015) op vier manieren eindigen:

1 De AEX staat onder de 500. Alle call opties lopen waardeloos af. U verliest de 1120 euro die aan het begin van de rit voor de constructie werd betaald.

2 De AEX staat tussen 500 en 520. De gekochte call 500 heeft waarde, de rest loopt waardeloos af. Bij 520 is de opbrengst het hoogst, en levert de constructie per saldo 2000 euro op, zodat er 900 euro winst wordt gemaakt.

3 De AEX staat tussen 520 en 560. De gekochte call 500 heeft waarde, maar de twee geschreven calls 520 ook. Deze worden uitgeoefend en kosten geld. De calls 560 lopen waardeloos af. Bij 520 is de opbrengst weer het hoogst, in de grafiek is te zien dat tussen circa 510 en 530 de constructie geld oplevert, bij 560 is

het verlies maximaal, de constructie moet dan worden afgerekend en dat kost per saldo 2000 euro. Samen met de 1120 euro aankoopkosten is het verlies dus maximaal 3120 euro.

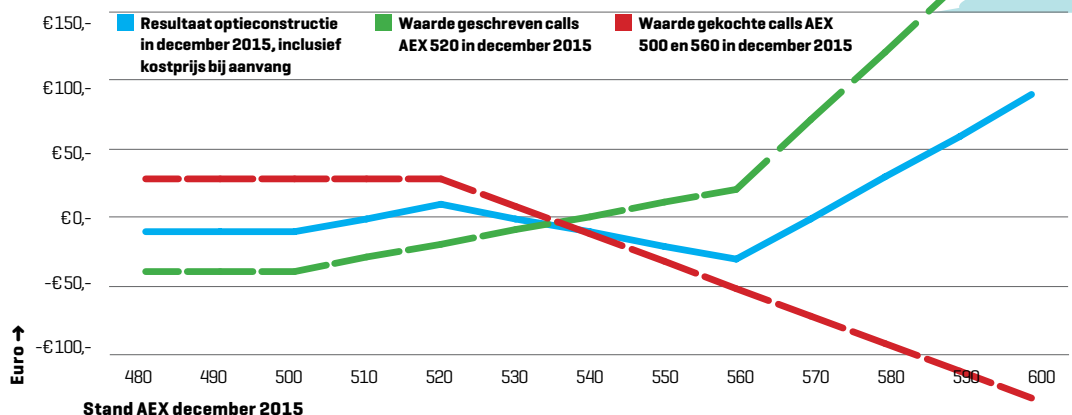
4 De AEX staat boven 560. Alle call opties hebben waarde. Bij 560 is het verlies maximaal, daarna poetsen de vier gekochte calls 560 het verlies snel weg. Boven 570 begint de constructie een winst op te leveren. Bij 600 is de constructie 10.000 euro waard, zodat de winst uitkomt op 8900 euro (de aankoopkosten waren 1120 euro).

OPVOLGING

De trampoline is een behoorlijk complexe optieconstructie waarvan het resultaat op einddatum kan variëren van een maximaal verlies van 3120 euro tot een winst die oploopt tot boven de 10.000 euro. Er wordt vooral ingezet op een grote koerssprong van de onderliggende waarde, terwijl er ook bij een kleine stijging geld wordt verdiend.

Het belangrijkste risico is dat de AEX wel naar 560 stijgt, maar daar in de buurt blijft hangen. Maar afwachten tot de opties aflopen hoeft natuurlijk niet. Als de AEX eerst een beweging naar beneden maakt, is het daarom verstandig de geschreven call opties terug te kopen. Daarmee wordt het maximale verlies verminderd, maar blijft de winstkans behouden.

Trampoline: OMHOOG, OMLAAG, DOOR HET DAK



Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

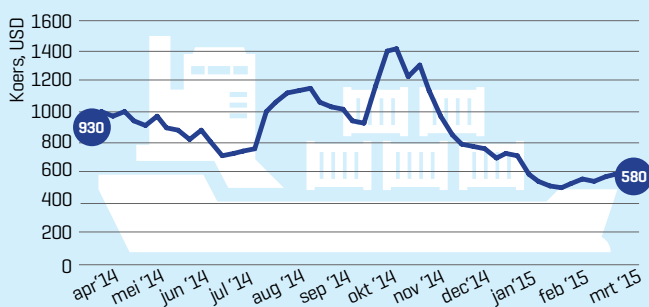
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
12 apr 2015



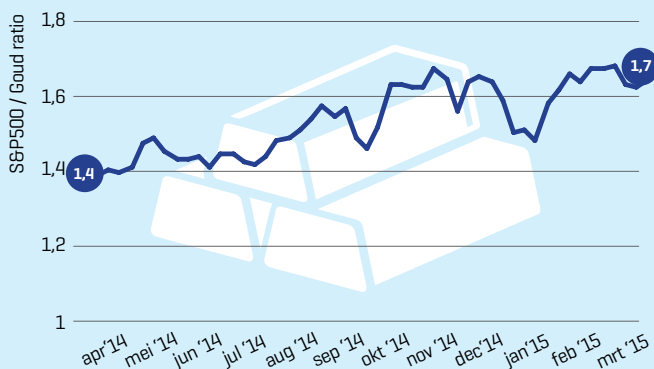
Baltic Dry Index

De scheepvaarttarieven voor het vervoer van bulkgoederen. Graadmeter van de wereldhandel.



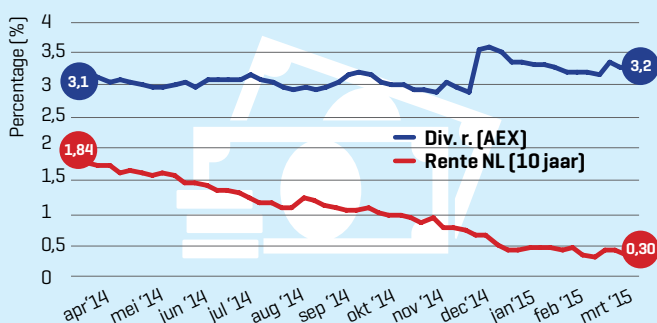
S&P500 / Goud ratio

Relatieve waarderingsmaatstaf: prijs van de S&P 500 index ten opzichte van de goudprijs.

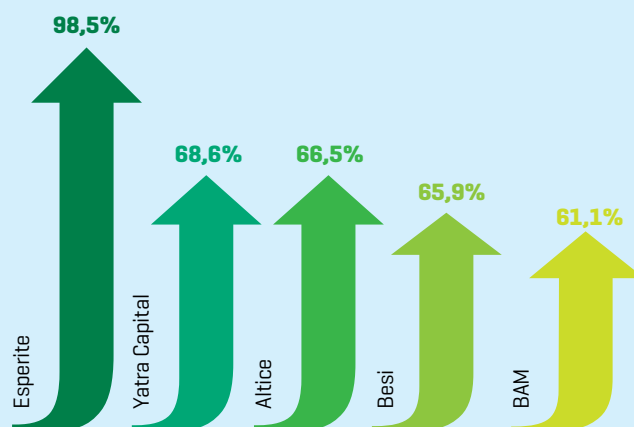


Dividend & rente

Het effectieve rendement van 10-jarige staatsobligatie versus het verwachte dividendrendement van de AEX op basis van taxaties voor de komende 12 maanden.



De snelste koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten

Welke aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

- 1 TKH
- 2 Galapagos
- 3 Besi
- 4 Kendrion
- 5 ASMI

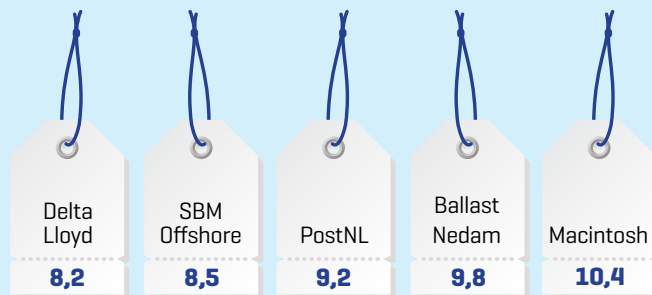
Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

- | | |
|---------------|------|
| 1 Shell | 6,3% |
| 2 NSI | 5,9% |
| 3 Delta Lloyd | 5,5% |
| 4 Kas Bank | 5,5% |
| 5 Besi | 4,7% |

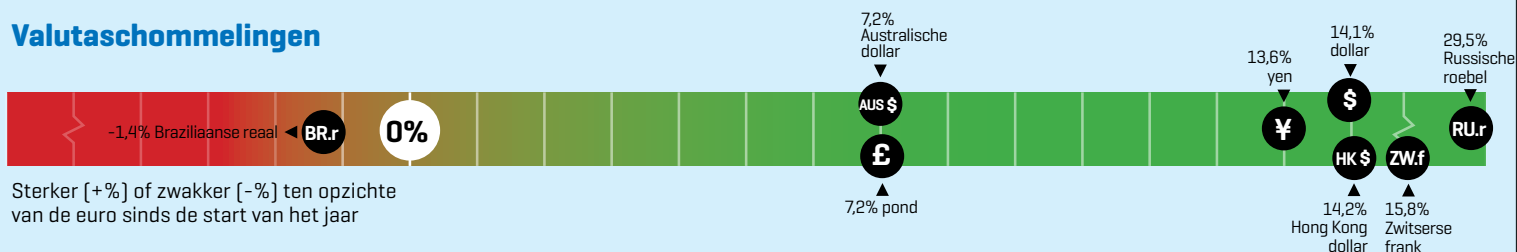
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



*taxaties voor 2015. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



Best presterende beurzen

Rendement sinds start van het jaar [in lokale valuta]

Venezuela Stock Market	42%
Merval [Argentinië]	36%
OMX [Denemarken]	34%

Prestaties belangrijkste beurzen wereldwijd

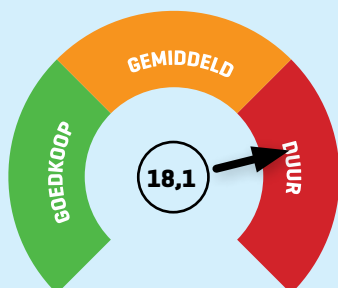
Rendement sinds start van het jaar [in lokale valuta]

Europa [Stoxx 600]	20,5%
VS [S&P 500]	2,1%
VK [FTSE 100]	8,0%
Japan [Nikkei]	14,1%
Zwitserland [SMI]	5,4%
Hong Kong [Heng Seng]	15,5%
Brazilië [Bovespa]	8,4%
Australië [ASX 200]	10,3%
Rusland [Micex]	18,6%

Goedkoopste beurzen

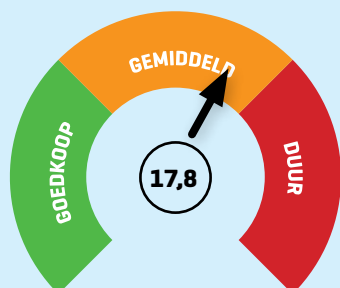
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Micex Index [Rusland]	6,3
Tanzania All Share Index	8,4
Karachi 100 [Pakistan]	9,0



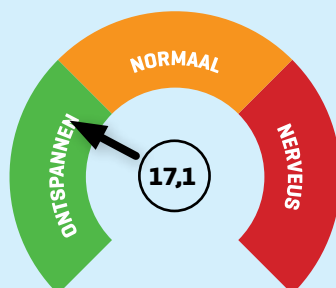
Hoe duur is de AEX?

Koers-winstverhouding van de AEX op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.



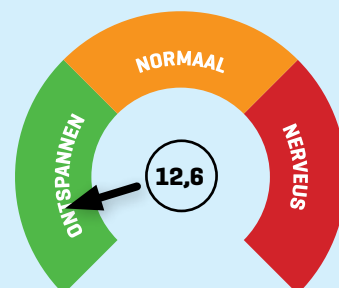
Hoe duur is de S&P 500?

Koers-winstverhouding van 500 belangrijkste Amerikaanse aandelen op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.



Sentiment AEX

De verwachte beweeglijkheid van de AEX volgens optiebeleggers [VAEX]. Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.



Sentiment S&P 500

De verwachte beweeglijkheid van de S&P 500 volgens optiebeleggers [VIX]. Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.

Kerncijfers van de grootste Nederlandse beursfondsen. Een overzicht van de bedrijven uit de AEX, AMX, AScX op basis van rendement, analisten aanbevelingen, waardering en dividend.

Legenda *ref. koers*: referentiekosten gebruikt voor de data; *rend. ytd*: koersrendement vanaf start van het jaar; *buy, hold, sell*: respectievelijk het aantal koop-, houd- en verkoopadviezen; *gem.*: gewogen gemiddelde analistenadviezen van de bedrijven die door meer dan twee analisten gevolgd worden. Hoe hoger het relatief aantal koopadviezen, hoe hoger de gemiddelde score (maximumscore 3, minimumscore 1); *k/w*: koers-winstverhouding; *div. & div.r.*: dividend per aandeel en dividend rendement.

*consensus taxaties. Bron: Bloomberg

Uitleg: Voor uitleg price/book, price/sales, EV/EBITDA, Leverage ratio, ROE, IGD ratio, NAV, bezittingsgraad en de tabellen op de twee vorige pagina's, zie www.veb.net/stats

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering				Verwacht dividend				
Basismaterialen & Chemie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
AkzoNobel	€ 74,73	29,6%	11	12	7	2,1	63,7	19,5	17,8	3,2	1,3	12,8	€ 1,58	2,1%	€ 1,68	2,3%
Aperam	€ 37,43	52,2%	12	2	1	2,7	41,1	16,9	11,7	1,2	0,7	6,8	€ 0,49	1,3%	€ 0,75	2,0%
ArcelorMittal	€ 9,03	-0,7%	18	12	7	2,3	10,6	14,1	10,8	0,4	0,2	4,4	€ 0,22	2,5%	€ 0,26	2,9%
DSM	€ 53,09	4,8%	12	19	3	2,3	50,7	20,2	17,6	1,6	1,0	10,6	€ 1,72	3,2%	€ 1,79	3,4%
IMCD	€ 33,45	18,6%	5	3	0	2,6	32,9	20,1	18,5	3,2	1,3	18,4	€ 0,46	1,4%	€ 0,53	1,6%
OCI	€ 29,89	26,1%	2	4	1	2,1	32,1	24,8	13,3	3,8	1,3	10,7	€ 0,29	1,0%	€ 0,54	1,8%
Bouw, Industrie & Infra	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Aalberts Industries	€ 30,38	23,8%	3	5	1	2,2	28,6	17,5	15,8	2,9	1,5	12,1	€ 0,52	1,7%	€ 0,58	1,9%
AMG	€ 9,02	33,6%	5	0	1	2,7	9,4	10,6	8,8	2,7	0,2	4,5	€ 0,00	0,0%	€ 0,13	1,4%
Arcadis	€ 31,22	25,2%	7	1	2	2,5	30,0	15,4	13,4	2,9	0,9	15,1	€ 0,73	2,3%	€ 0,79	2,5%
Ballast Nedam	€ 2,82	-24,3%	0	2	2	1,5	5,2	9,8	5,1	1,1	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
BAM	€ 4,15	61,1%	6	2	2	2,4	4,8	14,5	9,1	1,4	0,2	25,9	€ 0,09	2,0%	€ 0,15	3,5%
Batenburg Techniek	€ 21,37	31,1%	1	1	0	-	19,0	14,9	10,8	1,5	0,3	-	€ 0,61	2,9%	€ 0,79	3,7%
Boskalis	€ 48,18	6,0%	4	4	2	2,2	43,7	15,2	15,4	1,9	1,8	7,2	€ 1,48	3,1%	€ 1,49	3,1%
Grontmij	€ 3,98	12,8%	1	3	2	1,8	3,9	17,7	11,4	2,4	0,5	18,2	€ 0,07	1,8%	€ 0,15	3,8%
Heijmans	€ 13,10	46,4%	4	6	0	2,4	14,0	24,2	9,2	1,3	0,1	-	€ 0,22	1,7%	€ 0,53	4,0%
Imtech	€ 5,15	33,7%	0	6	3	1,7	3,7	-	22,6	2,2	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,01	0,2%
Kendrion	€ 30,23	39,8%	5	1	0	2,8	31,8	14,4	12,2	2,6	0,9	9,7	€ 0,88	2,9%	€ 1,02	3,4%
Nedap	€ 33,85	26,4%	1	2	0	2,3	28,5	20,0	15,7	4,0	1,3	5,2	€ 1,31	3,9%	€ 1,61	4,8%
Ten Cate	€ 22,16	18,6%	6	2	0	2,8	23,0	17,5	14,9	1,3	0,6	10,2	€ 0,52	2,4%	€ 0,60	2,7%
TKH	€ 34,42	30,6%	7	0	0	3,0	35,4	13,8	12,6	2,8	1,0	9,9	€ 1,18	3,4%	€ 1,30	3,8%
Communicatie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Altice	€ 108,65	66,5%	3	5	1	2,2	97,0	88,3	50,8	13,9	-	34,3	€ 0,33	0,3%	€ 0,36	0,3%
Brill	€ 25,97	1,0%	0	1	0	-	27,5	17,7	16,0	1,8	1,1	10,4	€ 1,15	4,4%	€ 1,17	4,5%
DocData	€ 22,77	15,0%	1	0	0	-	26,8	17,0	14,9	4,0	0,9	8,1	€ 0,67	2,9%	€ 0,76	3,3%
KPN	€ 3,35	27,6%	14	14	7	2,2	3,0	68,4	44,1	3,2	1,8	7,5	€ 0,08	2,4%	€ 0,10	2,9%
Reed Elsevier	€ 24,06	21,2%	7	19	2	2,2	22,2	19,3	17,9	16,1	2,4	16,8	€ 0,62	2,6%	€ 0,66	2,7%
Telegraaf	€ 6,00	-1,5%	2	2	0	2,5	6,5	14,2	13,8	1,1	0,5	5,6	€ 0,25	4,2%	€ 0,27	4,5%
Wolters Kluwer	€ 31,69	25,0%	8	13	7	2,0	28,6	17,3	16,3	4,4	2,5	12,7	€ 0,74	2,3%	€ 0,77	2,4%
Consumptie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Accell	€ 17,49	28,6%	0	3	1	1,8	15,5	13,7	13,3	1,6	0,5	11,1	€ 0,65	3,7%	€ 0,68	3,9%
Acomo	€ 25,58	34,6%	2	3	0	2,4	22,2	17,5	16,7	4,6	1,0	13,6	€ 1,06	4,1%	€ 1,10	4,3%
Ahold	€ 19,46	31,9%	11	16	6	2,2	16,9	18,4	17,1	3,7	0,5	8,8	€ 0,54	2,7%	€ 0,58	3,0%
Beter Bed	€ 23,49	36,6%	6	1	1	2,6	22,3	20,7	16,6	8,2	1,4	15,8	€ 0,99	4,2%	€ 1,26	5,4%
Heineken	€ 74,69	26,7%	11	20	5	2,2	70,5	21,9	19,8	3,5	2,2	13,0	€ 1,21	1,6%	€ 1,37	1,8%
Macintosh Retail Group	€ 2,62	-27,2%	1	1	3	1,6	6,0	10,4	3,3	0,5	0,1	238,8	€ 0,00	0,0%	€ 0,09	3,2%
Sligro	€ 36,78	17,7%	6	4	0	2,6	37,8	17,9	16,7	2,9	0,6	11,3	€ 1,26	3,4%	€ 1,32	3,6%
Stern	€ 12,80	-1,6%	1	1	0	-	14,0	18,5	-	0,5	0,1	7,2	-	-	-	-
Unilever	€ 40,90	25,3%	10	22	8	2,1	37,9	22,9	21,3	9,7	2,4	15,6	€ 1,18	2,9%	€ 1,26	3,1%
Wessanen	€ 6,98	32,9%	5	4	0	2,6	6,4	24,1	21,9	3,4	1,1	20,8	€ 0,11	1,6%	€ 0,12	1,8%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Brunel	€ 20,02	47,2%	3	6	0	2,3	17,7	22,2	19,9	3,1	0,7	10,8	€ 0,66	3,3%	€ 0,69	3,5%
DPA	€ 1,80	9,1%	1	0	0	-	2,0	11,3	10,0	1,9	1,0	14,1	€ 0,08	4,4%	€ 0,09	5,0%
Randstad	€ 57,24	42,9%	11	11	3	2,3	55,5	17,7	15,4	3,1	0,6	14,8	€ 1,55	2,7%	€ 1,74	3,0%
USG	€ 13,89	48,8%	8	1	1	2,7	14,0	16,6	13,3	2,4	0,5	13,9	€ 0,29	2,1%	€ 0,36	2,6%
Energie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Fugro	€ 26,18	51,7%	5	6	2	2,2	23,2	28,0	19,4	1,5	0,9	12,0	€ 0,13	0,5%	€ 0,36	1,4%
SBM Offshore	€ 11,44	17,0%	8	6	5	2,2	12,8	8,5	6,8	1,1	0,5	8,5	€ 0,00	0,0%	€ 0,35	3,1%
Shell	€ 28,08	1,5%	15	14	3	2,4	31,1	14,7	10,6	1,1	0,4	4,1	€ 1,77	6,3%	€ 1,78	6,3%
Logistiek 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Air France-KLM	€ 8,44	5,9%	8	12	10	1,9	7,6	26,2	5,9	-	0,1	3,5	€ 0,01	0,1%	€ 0,05	0,6%
PostNL	€ 4,66	50,4%	9	10	2	2,3	4,6	9,2	9,0	-	0,5	4,6	€ 0,00	0,0%	€ 0,05	1,1%
TNT Express	€ 7,63	37,7%	3	12	5	1,9	6,8	27,9	21,8	1,9	0,6	23,2	€ 0,11	1,5%	€ 0,14	1,8%
Vopak	€ 54,12	25,6%	2	12	4	1,9	48,2	21,9	19,9	3,9	5,2	13,8	€ 0,94	1,7%	€ 1,02	1,9%
Technologie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
ASMI	€ 44,08	25,6%	11	3	0	2,8	45,8	15,9	14,8	1,6	5,1	21,7	€ 0,66	1,5%	€ 0,72	1,6%
ASML	€ 94,70	5,8%	17	16	8	2,2	95,2	26,1	20,6	5,4	7,0	25,8	€ 0,77	0,8%	€ 0,93	1,0%
Besi	€ 30,74	65,9%	5	1	0	2,8	26,5	15,3	15,7	3,5	3,0	13,5	€ 1,46	4,7%	€ 1,34	4,3%
Gemalto	€ 78,27	15,2%	10	7	5	2,2	76,6	18,9	16,7	2,9	2,8	16,6	€ 0,46	0,6%	€ 0,50	0,6%
ICT	€ 7,20	23,9%	1	0	0	-	6,5	12,2	10,9	1,9	1,0	9,5	€ 0,25	3,5%	€ 0,28	3,9%
Neways	€ 9,98	36,7%	1	0	0	-	9,5	11,6	8,3	1,7	0,3	11,2	€ 0,26	2,6%	€ 0,36	3,6%
Ordina	€ 1,85	47,5%	1	3	0	2,3	1,8	14,2	13,7	1,2	0,5	16,8	€ 0,03	1,7%	€ 0,04	2,1%
Philips	€ 27,38	13,4%	10	17	4	2,2	26,5	20,2	16,4	2,3	1,1	16,3	€ 0,84	3,1%	€ 0,90	3,3%
TomTom	€ 8,18	47,9%	6	5	4	2,1	6,7	37,0	24,9	2,1	2,0	10,3	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Overig 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Corbion	€ 19,05	37,9%	6	4	0	2,6	19,1	21,6	19,3	2,4	1,5	17,3	€ 0,33	1,7%	€ 0,35	1,8%
Esperite	€ 2,96	98,5%	0	0	0	-	-	-	-	1,1	0,9	213,4	-	-	-	-
Fagron	€ 41,50	19,5%	4	2	2	2,3	43,9	18,1	16,5	8,3	2,9	15,5	€ 1,06	2,5%	€ 1,23	3,0%
Galapagos	€ 23,00	48,5%	8	1	0	2,9	24,1	13,1	-	4,2	6,6	-	-	-	-	-
Value8	€ 11,23	0,9%	0	0	0	-	-	-	-	1,9	0,9	14,9	-	-	-	-
Yatra Capital	€ 5,80	68,6%	0	0	0	-	-	-	-	1,0	-	-	-	-	-	-

Koers & Rendement				Karakteristieken		Analisten aanbevelingen					Waardering			Verwacht dividend			
Banken		ref.koers	rend. ytd	Leverage ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
BinckBank		€ 8,87	25,9%	13,3%	12,2%	2	5	1	2,1	7,5	13,5	13,5	1,4	€ 0,31	3,5%	€ 0,33	3,7%
ING		€ 14,14	30,6%	5,8%	7,9%	24	9	0	2,7	14,0	12,6	11,6	1,1	€ 0,54	3,8%	€ 0,59	4,2%
Kas Bank		€ 12,85	29,7%	5,6%	11,2%	3	1	0	2,8	11,3	12,8	11,4	0,9	€ 0,71	5,5%	€ 0,79	6,1%
Vastgoed		ref.koers	rend. ytd	NAV	bezet-tings-graad	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Eurocommercial Properties		€ 43,46	23,6%	€ 35,7	99,5%	5	7	0	2,4	43,7	21,4	20,5	1,4	€ 1,97	4,5%	€ 2,02	4,6%
NSI		€ 4,32	17,3%	€ 4,7	79,9%	2	3	0	2,4	4,7	12,9	11,9	0,8	€ 0,25	5,9%	€ 0,27	6,3%
Unibail-Rodamco		€ 256,80	20,6%	€ 167,2	98%	6	10	7	2,0	246,8	24,8	23,0	1,7	€ 9,59	3,7%	€ 10,05	3,9%
Vastned Retail		€ 47,81	27,7%	€ 42,7	97,6%	5	2	2	2,3	47,2	20,8	20,1	1,0	€ 2,04	4,3%	€ 2,07	4,3%
Wereldhave		€ 65,00	14,0%	€ 54,4	92,5%	4	4	4	2,0	64,7	19,3	17,7	1,2	€ 2,96	4,5%	€ 3,08	4,7%
Verzekeraars		ref.koers	rend. ytd	IGD ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Aegon		€ 7,58	21,1%	208,0%	4,3%	8	16	6	2,1	7,3	10,9	9,5	0,6	€ 0,24	3,2%	€ 0,27	3,6%
Delta Lloyd		€ 18,58	2,1%	183,0%	13,3%	9	6	4	2,3	18,5	8,2	8,4	1,5	€ 1,03	5,5%	€ 1,03	5,5%
NN Group		€ 27,30	9,9%	303,0%	3,4%	7	11	3	2,2	26,9	11,6	10,6	0,4	€ 1,16	4,2%	€ 1,25	4,6%

FONDSEN DASHBOARD

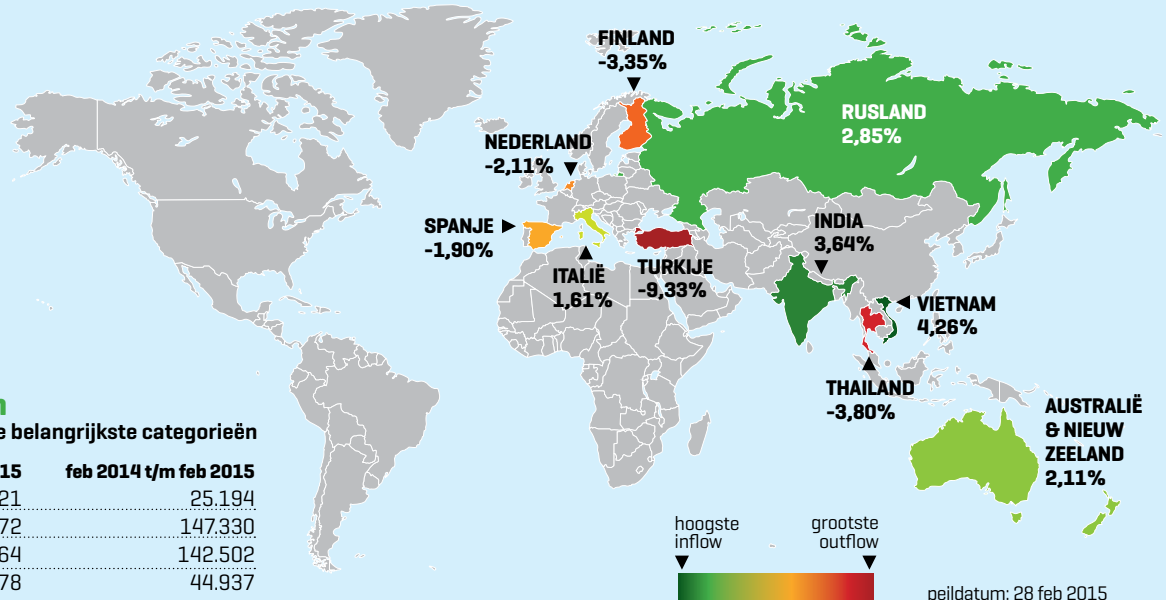
Powered
by

MORNINGSTAR

Beleggingsfondsen zijn het populairste beleggingsinstrument in Nederland. In samenwerking met fondsspecialist Morningstar presenteren wij op deze pagina's een overzicht van best presterende fondsen en vergelijken er drie uit eenzelfde beleggingscategorie.

Geldstromen

Naar welke landen stroomt het meeste beleggingsgeld en welke landen zijn minder populair?



Beleggingscategorieën

Netto instroom van kapitaal in de belangrijkste categorieën
(in mln. euro)

	feb 2015	feb 2014 t/m feb 2015
Aandelenfondsen	3.721	25.194
Mixfondsen	19.272	147.330
Obligatiefondsen	18.464	142.502
Geldmarktfondsen	12.978	44.937

TOP 5

De fondsen met het hoogste rendement op jaarbasis binnen de genoemde categorieën (rendement in procenten).



Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Invesco Global Structured Equity Fund	53,11	25,57
Lombard Odier Golden Age	52,49	26,39
Fidelity Global Demographics	49,07	24,82
Carnegie Worldwide Ethical	46,95	22,99
Morgan Stanley Global Opportunity	46,87	24,63

Europa

	1 jaar	3 jaar
Allianz Europe Equity Growth	31,58	20,14
UBS - European Opportunity Unconstrained	31,21	26,34
Adelphi European Select Equity	30,54	22,96
E.I. Sturza - Strategic Europe Value Fund	29,85	24,03
Julius Baer Europe Selection Fund	29,60	6,00

Nederland

	1 jaar	3 jaar
Kempen Orange	37,88	20,67
Kempen Oranje Participaties	28,35	16,89
SNS Nederlands Aandelenfonds	28,27	17,49
SSgA Netherlands Index Equity Fund	27,16	21,21
Achmea Nederland Aandelenfonds	26,68	17,73



Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
BNY Mellon Global Opportunistic Bond Fund	31,99	12,66
F&C Macro Global Bond	31,93	6,89
Templeton Global Bond	29,76	11,79
Templeton Global Total Return Bond	28,71	12,80
Invesco Bond Fund	27,52	8,12

Europa

	1 jaar	3 jaar
AEGON Europees Obligatie Fonds	15,13	8,88
Allianz Europa Obligatie Fonds	15,01	9,68
AXA Euro 7-10	14,43	9,93
Generali Euro Bonds	14,18	9,22
Pioneer SF Euro Curve 7-10 year	13,95	10,13

High yield

	1 jaar	3 jaar
UBAM Global High Yield Solution	35,27	19,10
Kames High Yield Global Bond	33,53	16,39
PIMCO GIS Global High Yield Bond	32,37	15,35
Aviva Investors Global High Yield Bond	31,62	15,45
BNY Mellon Global High Yield Bond	31,58	15,66

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct, 31 mrt 2015. De rendementen over drie jaar in de top 5 rangschikkingen zijn geannuleerd. Het gaat om bruto rendementen inclusief dividend.

1 CATEGORIE, 3 FONDSSEN > AANDELEN EMERGING EUROPA

Op deze pagina worden maandelijks drie fondsen uit een bepaalde categorie belicht. Waarin beleggen de fondsen? Hoe presteerden ze afgelopen jaren en wat zijn de verwachtingen voor de toekomst?

1 BlackRock Global Funds - Emerging Europe D2 EUR
LU0252967533

2 East Capital (Lux) Eastern European Fund A EUR
LU0332315638

3 NN Emerging Europe Fund - P
NL0000292225

KENNISMAKING peildata: 28 feb 2015 (fondsen 1 en 3) en 31 mrt 2015 (fonds 2)

Top 5 Posities

1	DAO Lukoil	8,20%
2	Turkiye Halk Bankasi	8,05%
3	PKO Bank Polski	7,97%
4	Sberbank of Russia	4,94%
5	Turkiye Garanti Bankasi	4,70%

1	DAO Lukoil	6,28%
2	Sberbank of Russia	4,98%
3	Magnit	4,33%
4	Haci Omer Sabanci	3,57%
5	Powszechny Zaklad Ubezpieczen	3,54%

1	DAO Lukoil	6,67%
2	Magnit	4,28%
3	DAO Gazprom	4,03%
4	Powszechny Zaklad Ubezpieczen	3,73%
5	Turkiye Garanti Bankasi	3,69%

Marktkapitalisatieverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]

	1	2	3
Large-cap	52,8% [67,0%]	37,7% [41,2%]	53,7% [69,3%]
Mid-cap	34,5% [28,0%]	36,7% [31,6%]	38,6% [25,2%]
Small-cap	12,6% [4,9%]	25,6% [27,2%]	7,7% [5,5%]

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	5,4%	12,7%	11,5%
Lichtcyclisch	46,0%	36,6%	40,7%
Cyclisch	48,6%	50,7%	47,9%

Regioverdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

1	Ontwikkeld	14,7%	[9,9%]
	Opkomend	85,3%	[90,1%]
2	Ontwikkeld	16,2%	[14,2%]
	Opkomend	83,8%	[85,8%]
3	Ontwikkeld	8,4%	[6,2%]
	Opkomend	91,6%	[93,8%]

Top 5 landen

1	Russ. Fed.	44,8%
	Turkije	22,2%
	Polen	10,9%
	Griekenland	5,3%
	VS	3,5%
2	Russ. Fed.	44,5%
	Turkije	18,3%
	Polen	9,3%
	Oostenrijk	4,5%
	VK	3,6%
3	Russ. Fed.	46,6%
	Turkije	24,1%
	Polen	17,0%
	VS	4,6%
	Griekenland	3,8%

Kosten

1	Fondskosten [ongoing charges]	1,37%
2	Fondskosten [ongoing charges]	2,03%
3	Fondskosten [ongoing charges]	0,81%

VERLEDEN Vergelijking van risico en rendement van de drie beschreven fondsen en die van deze beleggingscategorie als geheel. *peildatum: 31 mrt 2015

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
Rendement %				
1 jaar	7,88%	-3,32%	6,62%	1,78%
3 jaar	-1,00%	-7,20%	0,06%	-2,52%
5 jaar	-0,74%	-5,65%	-0,65%	-3,01%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	17,96%	18,27%	17,87%	17,21%
Maximaal verlies	-71,71%	-69,98%	-70,73%	-70,77%

TOEKOMST

BlackRock Global Funds - Emerging Europe D2 EUR

- PROCES** Vecht combineert top-downlandenallocatie en bottom-up-aandelenideeën. Hij is enigszins tegendraads.
- RENDEMENT** Sinds Vecht aantrad, presteerde het fonds beter dan de categorie, maar minder dan de benchmark.
- TEAM** Vecht is een ervaren beheerder en heeft voor stabiliteit gezorgd in het Emerging Europe-team.
- FONDSHUIS** BlackRock heeft moeite om zijn enorme omvang in een voordeel om te zetten voor beleggers.
- KOSTEN** De TER van de A2-klasse van dit fonds is in lijn met de categoriemediaan.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Bronze**

Wij waarderen de risicobewuste aanpak van Vecht bij het beleggen in deze wisselvallige regio.

East Capital (Lux) Eastern European Fund A EUR

- PROCES** Het fonds hanteert een langetermijnaanpak, gebaseerd op het selecteren op dividend en waarde georiënteerde aandelen.
- RENDEMENT** Het fonds presteert sterk op lange termijn, maar het track record in het recente verleden is gemengd.
- TEAM** Sterk, met name in Russische aandelen.
- FONDSHUIS** East Capital is een specialistische en onafhankelijke vermogensbeheerder.
- KOSTEN** Het fonds is niet goedkoop; de lopende kosten liggen boven de mediaan in een dure categorie.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Bronze**

We waarderen dit fonds nog steeds, maar onze overtuiging is wel verlaagd.

NN Emerging Europe Fund - P

- PROCES** Het proces is een combinatie van bottom-up bedrijfsanalyse gecombineerd met top-down macro-inzichten.
- RENDEMENT** Het lange termijn track record is zeer sterk, maar het huidige team is daar nauwelijks verantwoordelijk voor.
- TEAM** De ervaren beheerder Robert Holmes vervangt sinds september 2014 de vertrokken Gus Robertson.
- FONDSHUIS** Na de splitsingen verwachten wij meer stabiliteit bij NN Investment Partners. Wel zien wij verbeterpunten.
- KOSTEN** Dit fonds is goedkoop.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: **Neutral**

Met een relatief nieuw team is het nog te vroeg om met hoge convictie uitspraken te doen over dit fonds.

AVA's en dividend

Het voorjaar is traditioneel het seizoen van aandeelhoudersvergaderingen en dividendbetalingen. Wanneer houden beursfondsen hun jaarlijkse bijeenkomst met beleggers en hoeveel dividend betalen ze?

AANDEELHOUDERSVERGADERINGEN

Datum vergadering	Beursfonds
28 april	Galapagos
29 april	Acomo
29 april	IMCD
29 april	Unilever
30 april	DSM
30 april	Brunel
30 april	Fugro
30 april	Binck
30 april	BESI
30 april	Ordina
30 april	Macintosh
30 april	Pharming
30 april	Nieuwe Steen Investments
1 mei	AND
5 mei	ArcelorMittal
5 mei	Aperam
6 mei	Euronext
7 mei	Philips
7 mei	TKH
7 mei	USG
7 mei	AMG
8 mei	GrandVision
11 mei	ING
11 mei	Fagron (voorheen Arseus)
12 mei	Grontmij
12 mei	Boskalis
12 mei	Imtech
12 mei	Docdata
13 mei	Arcadis
13 mei	Brill
13 mei	Esperite
13 mei	ICT
13 mei	Stern
13 mei	Ctac
13 mei	Roto Smeets
13 mei	Van Lanschot
18 mei	HAL Trust Unit
18 mei	Royal Delft
19 mei	Beter Bed
19 mei	Royal Dutch Shell
20 mei	Aegon
20 mei	Reesink
21 mei	Gemalto
21 mei	Delta Lloyd
21 mei	ASMI
21 mei	Air France-KLM
21 mei	Crown van Gelder
21 mei	Hydratec
22 mei	Corbion
28 mei	NN Group
28 mei	Kardan
9 juni	Nedsense
11 juni	Value8
11 juni	RoodMicrotec
24 juni	Oranjewoud
25 juni	Inverko
9 juli	Holland Colours
3 september	Lucas Bols

Kijk voor locatie en tijd op veb.net/ava

WANNEER WORDT ER DIVIDEND BETAALD?

Fonds (alfabetisch)	Dividend per (gewoon) aandeel (in €, tenzij anders vermeld)	Ex Dividend	Uitbe- taling vanaf
Aalberts Industries	0,46	23 april	19 mei
Accell	0,61	27 april	20 mei
Aegon	0,12	22 mei	19 juni
Ahold	0,48	17 april	30 april
Akzo Nobel	1,12	24 april	19 mei
Amsterdam Commodities	0,70	4 mei	14 mei
Arcadis	0,60	15 mei	3 juni
ArcelorMittal	\$ 0,20	8 mei	15 juni
ASM International	0,60	nbn	nbn
ASML Holding	0,70	24 april	11 mei
Batenburg	0,60	24 april	6 mei
BESI	1,50	5 mei	15 mei
Beter Bed	0,37	21 mei	5 juni
BinckBank	0,31	5 mei	8 mei
Boskalis	1,60	14 mei	9 juni
Brill	1,15	15 mei	20 mei
Brunel International	0,70	5 mei	29 mei
Corbion	1,02	26 mei	12 juni
Crown Van Gelder	0,35	25 mei	2 juni
Delta Lloyd	0,61	25 mei	17 juni
DOCDATA	0,55	14 mei	20 mei
DPA Group	0,05	27 april	7 mei
DSM	1,10	5 mei	27 mei
Fagron	0,75	nbn	nbn
Gemalto	0,42	26 mei	28 mei
Heineken	0,74	27 april	6 mei
ICT Automatisering	0,23	15 mei	12 juni
IMCD	0,20	4 mei	7 mei
ING Groep	0,12	13 mei	21 mei
KAS Bank	0,31	24 april	30 april
Kendrion	0,78	15 april	7 mei
KPN	0,05	17 april	22 april
Neways Electronics	0,25	20 april	24 april
NN Group	0,57	2 juni	30 juni
NSI	0,12	6 mei	12 mei
Philips	0,80	11 mei	10 juni
Randstad Holding	1,29	8 april	30 april
Reed Elsevier	0,44	30 april	22 mei
Ten Cate	0,50	13 april	6 mei
TKH Group	1,00	11 mei	1 juni
TNT Express	0,03	10 april	13 mei
Unibail-Rodamco	4,80	2 juli	6 juli
Unilever	nbn	23 april	3 juni
USG People	0,16	11 mei	2 juni
Vastned	1,27	28 april	15 mei
Vopak	0,90	24 april	29 april
Wereldhave	2,87	28 april	7 mei
Wessanen	0,10	20 april	23 april
Wolters Kluwer	0,71	24 april	13 mei

Wijzigingen en aanvullingen dividend via veb.net/dividend

DE BESTE ANALIST VAN NEDERLAND

Analisten volgen dag in dag uit een beperkt aantal bedrijven en zouden dus bovengemiddeld in staat moeten zijn om de kansen en bedreigingen van een belegging in deze bedrijven te onderkennen.

De praktijk leert dat de voorspellingen van analisten gemiddeld genomen niet al te accuraat zijn. Toch zijn er bedrijvenvolgers die opmerkelijk vaak een juist koop- of verkoopadvies geven. Wie zijn de beste analisten van Nederland? Een onderzoek op basis van prestaties uit het verleden.



Beleggingsmagazine Effect verschijnt maandelijks en is een uitgave van de Vereniging VEB NCVB. Verstrekking via lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB.

Redactie

Patrick Beijersbergen,
Koos Henning,
Eric van den Hudding,
Jasper Jansen, Robert Rosenau,
Joost Schmets, David Tomic

Verder werkten mee aan dit nummer:

VEB: Paul Koster, Marianne Kraan

Extern:

Paul Frentrop,
Marius Kerdel, Koen Lauwers,
Gerben van der Marel,
Djaja Ottenhof,
Jolmer Schukken,
Sheila Sitalsing

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep
[www.redactiepartners.nl]
Marloes Cox, Pleuni Hooghiemstra,
Brad Kokke, Wietske Rodenhuis,
Maaike Vries

Directie

P.M. Koster, directeur
ir. E. Keyner, adjunct-directeur

Raad van Toezicht

mr. S.E. Eisma, voorzitter,
mevr. A. Gram MBA, vice-voorzitter,
mr. P. Arlman, drs. M. Beijer,
prof. dr. L.R.T. van der Goot,
mr. P.C.M.M. Terporten,
drs. P.C.J. Warners RA

Vereniging VEB NCVB

Bureau Den Haag:

Postadres: Postbus 240,
2501 CE Den Haag
Bezoekadres: Amaliastraat 7,
2514 JC Den Haag
Tel. 070-3130000
fax 070-3130099
E-mail info@veb.net
website www.veb.net
Geopend werkdagen
9.00-17.00 uur

Beleggersservice

Telefonisch spreekuur:
070-313 00 00
Maandag 10.00-13.00 uur
Donderdag 10.00-13.00 uur

Lidmaatschap

Het lidmaatschap van de Vereniging VEB NCVB kost voor Nederland en België € 72,50 (accept), voor landen binnen Europa € 122,50 en voor landen buiten Europa € 152,50 per jaar. Zie voor meer informatie onze website www.veb.net/lidmaatschap. U kunt zich telefonisch opgeven bij het secretariaat, tel. 070-313 00 00, of via www.veb.net/lidworden. Het rekeningnummer hiervoor is NL90INGB0004470100. Deze rekening is alleen bestemd voor contributies. Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk vier weken voor de vervaldatum schriftelijk een opzegging is ontvangen. Voor uitgebreide informatie over het lidmaatschap en het doorgeven van adreswijzigingen en opzeggingen verwijzen wij u naar onze website, www.veb.net/lidmaatschap.

Disclaimer

Deze editie is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid samengesteld. De Vereniging VEB NCVB aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit het gebruik van de in deze uitgave opgenomen informatie. De Vereniging VEB NCVB behoudt zich het recht voor aangeboden advertenties te weigeren. Een in deze editie geplaatste advertentie betekent geen aanbeveling van de Vereniging VEB NCVB.

Teneinde de daaraan verbonden rechten ten behoeve van de belangenbehartiging voor haar leden uit te kunnen oefenen, houdt de Vereniging VEB NCVB in alle in Nederland genoteerde beursfondsen een belang van één of enkele aandelen. De Vereniging VEB NCVB houdt deze belangen voor lange termijn en doet daarvan slechts afstand na daartoe door een gerechtelijke uitspraak of anderszins te zijn gedwongen. Tenzij anders vermeld houden VEB-medewerkers geen belang in de bedrijven of beleggingsproducten waar zij in Effect of op de website over schrijven.

Druk

Roularta, België



Effect
ISSN 0165-6341



SAFARI IN AFRIKA?

Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten op 020-2012740 voor een reis op maat. De mogelijkheden zijn eindeloos, privé reizen geheel conform uw wensen!

**DÈ AFRIKA
SPECIALIST!**



**Tanzania . Kenia . Madagaskar
Seychellen . Mauritius . Zuid-Afrika
Oeganda . Zimbabwe . Namibië
Mozambique . Zambia . Botswana**

