MAGAZINE VOOR BELEGGERS

#3 – MRT/APR 2017 – VEB.NET – € 8,50

EFFECT

CEO-INTERVIEW
DELTA LLOYD-TOPMAN HANS VAN DER NOORDAA

VS
TRUMPS BELASTINGPLANNEN

BELEGGERSPUZZEL
UNILEVER

De echte waarde

VAN GEERT SCHAAIJS NIEUWSTE VERRASSING

INHOUD

07

ZIT ER WEL EEN PAREL IN DE NIEUWE OESTER VAN GEERT SCHAAIJ?

ONDERZOEK

Een van de grote bezwaren tegen reverse listings is dat beleggers nauwelijks weten waarin ze (kunnen) beleggen. Ook bij VNC, het beursgenoteerde investeringsfonds onder controle van Geert Schaaij, is de informatie ondermaats. Hoe slecht het belangrijkste dochterbedrijf van VNC er financieel voorstond afgelopen jaren wordt niet gemeld aan beleggers.

CEO-INTERVIEW

HANS VAN DER NOORDAA

Een flinke onderwaardering. Met die boodschap verwierp verzekeraar Delta Lloyd in oktober het overnamebod van concurrent NN Group. Toch was er daarna opvallend weinig nodig om Delta Lloyd alsnog over de streep te trekken.

12

ACTIEOVERZICHT

16

STRUISVOGELGEDRAG BIJ NEDERLANDSE BELEGGERS

Beleggers blijken zich anders te gedragen bij goede dan bij slechte beursontwikkelingen. Bij slecht nieuws hebben zij de neiging hun hoofd in het zand te steken, blijkt uit nieuw onderzoek naar inloggegevens van beleggersbank Binck.

VEB ON TOUR

DE TOEKOMST VAN DE AVA

Een seminar naar aanleiding van het boek *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* liet zien dat de meningen over de toekomst van de 'AVA' verdeeld zijn. Het standaardwerk is geschreven door Rients Abma, Diana van Kleef, Niels Lemmers en Mieke Olaerts.

18

LIDMAATSCHAP

- Het lidmaatschap van de VEB 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

75,00 euro per jaar

BELEGGINGSFONDSEN

26 FONDSBELEGGERS ZETTEN HUN GELD WEER AAN HET WERK

Beleggingsfondsen zijn het populairste beleggingsinstrument in Nederland. In samenwerking met fondsenspecialist Morningstar presenteren wij een overzicht van de belangrijkste verschuivingen tussen de verschillende categorieën en zoomen wij nader in op drie fondsen uit één categorie.

GRONDSTOFFEN

32 MIJNBOUWERS HERVATTEN DIVIDENDBETALINGEN

Grondstoffenprijzen zitten sinds vorig jaar weer in de lift en dat is goed nieuws voor grote mijnbouwgroepen als Anglo American, BHP Billiton, Glencore en Rio Tinto, waarvan er vorig jaar enkele op de rand van faillissement stonden. Het is de vraag of zij nu definitief uit de gevarenzone zijn.

VEB-BAROMETER

29 SLIGRO'S BELGISCHE EXPANSIE-STRATEGIE

Het is voor iedere belegger duidelijk dat de waarde van Sligro in de groothandels-ketens en niet in de supermarkten zit. Maar op de Nederlandse markt is nauwelijks sprake van groei, en het is de vraag of Sligro eenzelfde dominante positie kan opbouwen bij onze zuiderburen door hier groothandels over te nemen.

VS

34 BELEGGERS GELOVEN DAT TRUMP KAN TOVEREN MET BELASTINGEN

Donald Trump heeft in zijn eerste maand steken laten vallen op het terrein van immigratie. Maar Trump schept wél een uitstekend groeiklimaat voor de economie. Zijn kabinet bestaat voornamelijk uit zakenmannen en investeerders. Hij veroverde het Witte Huis met grote beloftes: drastische belastingverlagingen, deregulering, de heronderhandeling van handelsakkoorden en protectionistische ideeën zoals het optrekken van fysieke én fiscale muren bij de grens.

EN VERDER

Kort nieuws 04
Boekbespreking Capital without borders 06
Juridische zaken Inzicht in kosten van beleggen wordt beter 20
Buffet-Aandeel VF Corporation 22
Macro De verborgen risico's van de lage rente 24
Ingezonden brieven 38
Puzzel 40
Statistieken 42
Ledenvoordeel 50
Colofon & Next 51

COLUMNS

Paul Koster 05 Errol Keyner 11 Paul Frentrop 15 Paul Coenen 21
Wouter Weijand 31 Marius Kerdel & Jolmer Schukken 37

Quote

Unilever

"Stel dat Unilever de komende 10 jaar in staat is zijn dividend jaarlijks met 5 procent te verhogen en de koers stijgt ook jaarlijks met 5 procent. Dan resulteert dat in een annualized compounded return *van 8,15 procent. Wat is dan een redelijk bod? Misschien is dan 100 procent op de huidige koers nog altijd aantrekkelijk."*

Martien van Winden, oprichter en beheerder van het Hoofbosch fonds, op de website van *Fondsnieuws* over het bod van 134 miljard euro op Unilever dat het Amerikaanse Kraft Heinz, gesteund door 3G Capital en Warren Buffett, op Unilever deed. Dat bod betekende een premie van 'slechts' 18 procent op de koers.

LUCRATIEVE FLIRT

Heel even leek het erop dat beleggers afscheid zouden moeten nemen van hun geliefde aandelen Unilever. Maar de soep- en zeepmaker uit Rotterdam wees het onverwachte bod van Kraft Heinz af. Fundamenteel te laag en strategisch niet relevant, klonk het. Binnen 48 uur stemde Kraft Heinz daarop in met het 'vriendschappelijke verzoek' het bod weer in te trekken. De beurskoers, die op Beursplein 5 op de dag dat het bod werd uitgebracht (17 februari) omhooggeschoot tot bijna 45 euro, zakte in de dagen daarna weer wat terug. Maar Unilever beloofde beleggers meer aandacht voor het creëren van aandeelhouderswaarde, en de koers liep gestaag weer op richting die 45 euro.

De donderdag voor het bod kostte een aandeel Unilever in Amsterdam 39,57 euro. De korte flirt en de goede voornemens hebben het concern blijkbaar toch 14 procent meer waard gemaakt.

UNILEVER IS 14 PROCENT MEER WAARD GEWORDEN

Beleggers is duidelijk gemaakt dat zelfs een gigant als Unilever kan worden overgenomen. Bij de juiste prijs mag dat niet tegengehouden worden, maar voor de Amsterdamse effectenbeurs zou het toch jammer zijn. Op pagina 40 en 41 een hommage aan dit prachtige bedrijf, in puzzelvorm.

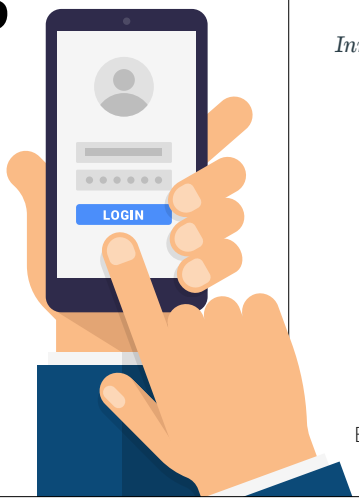
LEDENPORTAAL VEB

Op de website van de VEB (www.veb.net) is een nieuw ledenportaal in gebruik genomen. In deze nieuwe omgeving kunnen (potentiële) leden hun registraties omtrent lopende juridische acties en persoonsgegevens inzien en aanpassen.

In de toekomst zal bepaalde informatie op onze website uitsluitend voor VEB-leden toegankelijk zijn.

Dat betekent dat men zal moeten inloggen voor toegang tot de volledige website.

Iedereen moet een nieuw account aanmaken, want de inloggegevens van het oude systeem werken niet meer. Ook beleggers zonder een VEB-lidmaatschap kunnen een account aanmaken. Zij zullen in de toekomst echter minder uitgebreide toegang tot beleggingstools en content krijgen dan leden.



top-10

VAN DE MAAND

FRANSE AANDELEN

De verkiezingen in Nederland zijn achter de rug. Op 23 april en op 7 mei kiest Frankrijk via twee verkiezingsrondes een nieuwe president. Ook voor de financiële markten is de uitkomst interessant, waarbij vooral naar Marine Le Pen wordt gekeken.

Maar in welke Franse aandelen beleggen Nederlanders eigenlijk? Uit gegevens van BinckBank blijkt dat de top 10 er (op basis van belegd vermogen) als volgt uitziet:

1. *Air France - KLM*
2. *Klépierre*
3. *Total*
4. *Sanofi*
5. *Innate Pharma*
6. *L'Oreal*
7. *Orange*
8. *Engie*
9. *Airbus*
10. *LVMH*

Bron: BinckBank

LET OP! NIEUWE DATUM!

Algemene Ledenvergadering Maandag 24 mei 2017 Jaarbeurs Utrecht

AUTOFUSIE

PSA, het moederbedrijf van Peugeot en Citroën, neemt Opel over van General Motors. Door de overname ontstaat de tweede autobouwer van Europa met een gezamenlijke jaaromzet in 2016 van 54,8 miljard euro. Het fusiebedrijf wordt de nummer twee in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Italië en de nummer één in Frankrijk en Spanje.
De Fransen verwachten 1,7 miljard euro aan mogelijke jaarlijkse kostenbesparingen te kunnen boeken, maar dit bedrag zal pas in 2026 volledig worden gehaald. Het zal nog jaren duren voor de winstmarge op 6 procent ligt, wat ongeveer de norm is in de auto-industrie.

PSA heeft een opvallende omslag gemaakt de afgelopen jaren. Het bedrijf is flink winstgevender geworden en het aandeel is bijna verviervoudigd. Toch is het aandeel nog niet duur. Analisten (bron: Bloomberg) verwachten voor 2017 een winst per aandeel van zo'n 2,30 euro bij PSA Peugeot. Daarmee is de koers-winstverhouding (KW) ongeveer 8,6, wat vergeleken met andere automakers (zie tabel) een gemiddelde waardering is. De verschillen zijn groot in deze sector, maar dat geldt ook voor de winstmarges en groeivooruitzichten.

GROTE VERSCHILLEN IN WAARDERING BEURSGENOTEERDE AUTOMAKERS

(Bron: Bloomberg)

	Beurs	Koers	KW (2017)	Dividend-rendement
BMW	Frankfurt	€ 86,30	8,5	3,7%
Daimler	Frankfurt	€ 69,71	8,1	4,7%
Ferrari	Milaan	€ 61,90	25,3	1,0%
Fiat Chrysler	Milaan	€ 10,45	5,4	0,0%
Ford	New York	$ 12,52	7,7	4,8%
General Motors	New York	€ 37,91	6,3	4,0%
Honda	Tokio	¥ 3.557	15,0	2,6%
Nissan	Tokio	¥ 1.150	8,0	4,2%
PSA Peugeot	Parijs	€ 19,75	8,6	2,4
Renault	Parijs	€ 86,19	6,3	3,7%
Tesla	New York	$ 251,21	negatief	0,0%
Toyota	Tokio	¥ 6.430	10,9	3,3%
Volkswagen	Frankfurt	€ 145,95	6,6	1,4%

– Column –

Polman had dit kunnen verwachten

Barbarians at the gate bij beurslieveling Unilever. Als er één iemand is die daarover niet verbaasd zou moeten zijn, is het Paul Polman.

In mei 2009 interviewde dit blad Polman in Rotterdam. Die was toen net begonnen, maar stelde al wel dat 'de lat hoger' moest. Polman had een verleden in voeding bij Nestlé en in non-food bij Procter & Gamble, dus de vraag of Unilever niet beter af zou zijn met een focus op één van die twee productgroepen lag voor de hand. Polman antwoordde ontwijkend, wees op de synergie binnen de verschillende productgroepen en de vele sterke merken in portefeuille. Hij zag het niet als food versus non-food, en er waren ook synergieën tussen die twee, zoals met het inkopen van verpakkingsmateriaal.

De grafiek naast het interview toonde een koers van 16,80 euro. Die is sindsdien dus flink gestegen, wat samen met het dividend een fantastisch rendement heeft gebracht. Maar de omzet van 40,5 miljard euro en de nettowinst van 5,3 miljard die in 2008 konden worden overlegd, zijn slechts gestegen naar 52,7 miljard en 5,5 miljard in 2016. Dat is geen geweldig groeiverhaal, vooral niet in winstgevendheid.

Polman trad aan in het midden van de financiële crisis, toen beurskoersen in het algemeen erg laag stonden. Het goede rendement onder Polman is vooral te danken aan het goede beursklimaat.

De vragen die de VEB in 2009 stelde, werden later nog vaak op de aandeelhoudersvergaderingen herhaald, ook door andere partijen. Ook de suggestie dat Unilever weleens in beeld zou kunnen komen van een partij die het van de beurs haalt en opsplitst, is daarbij regelmatig voorbijgekomen. Dat er nu een partij opstaat die geen geduld meer heeft met Unilever, mag voor Paul Polman dus geen verrassing zijn. Sterker nog: het is een wonder dat het niet eerder is gebeurd. Wat ik mij nu afvraag: zou de kans dat dit gebeurt wel in beeld zijn geweest bij de Raad van Commissarissen, of is die ook in slaap gesust door die sterk stijgende aandelenkoers?

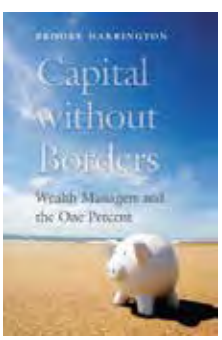
PAUL KOSTER
is directeur van de VEB

HOE DE ÉÉN PROCENT ZIJN RIJKDOM EN MACHT BEHOUDT

De duivel schijt altijd op de grootste hoop, luidt een Nederlandse uitdrukking waarmee wordt bedoeld dat de rijken alleen maar rijker worden. **Hoe kan dat in een tijd waarin de rente zo laag is, en veel westerse landen vermogen progressief belasten?** Een belangrijke reden voor dit fenomeen is de mogelijkheden die de allerrijksten hebben om belasting te ontwijken. Gewone stervelingen hebben die mogelijkheden niet.

Brooke Harrington, Associate Professor aan de Copenhagen Business School, heeft in haar boek *Capital Without Borders: Wealth Managers and the One Percent* deze groep professionals, genaamd *wealth managers*, uitgelicht. Acht jaar lang heeft zij zich verdiept in hun tactieken en technieken, door middel van interviews en door zelf twee jaar training te volgen.

Het boek beschrijft bijvoorbeeld de Pritzker Familie, bekend van de Hyatt hotelketen, die het familiekapitaal van vele miljarden uit tal van bedrijven heeft verspreid over duizenden zogeheten trusts. Het grote voordeel van een trust is dat je die niet hoeft in te schrijven in een register, zoals verenigingen en bedrijven dat moeten bij een Kamer van Koophandel. En in de landen waar inschrijving wel verplicht is, blijft de daadwerkelijke eigenaar van het kapitaal bij de autoriteiten onbekend. Alleen de trustee, hij die het kapitaal beheert, is bekend.



NIET ALLES WAT MAG IS OOK GOED OM TE DOEN

De Pritzker familie heeft deze complexe structuren niet zelf bedacht, daarvoor is gebruikgemaakt van een team van advocaten, accountants, belastingspecialisten en vermogensadviseurs, de wealth managers.

Vaak betreft het geen belastingontduiking maar ontwijking, en is het dus strikt genomen legaal. Maar het maatschappelijke ongenoegen over dit soort toestanden neemt sterk toe. Sinds de Panama Papers is er steeds meer publieke aandacht gekomen voor dit fenomeen. Maatschappelijk verantwoord handelen wordt steeds belangrijker gevonden en niet alles wat mag is ook goed om te doen. Hierdoor zijn constructies die belastingdruk omlaag brengen risicovoller geworden.

De Nederlandsche Bank (DNB) heeft vorige maand aangegeven het onderzoek naar de betrokkenheid van financiële instellingen bij het faciliteren van agressieve belastingplanning en klantanonimiteit voort te zetten.

Volgens de toezichthouder hebben de Panama-papers blootgelegd dat verschillende banken betrokken zijn bij belastingontwijkingsconstructies en lopen zij verhoogde risico's op beschuldigingen van belastingontduiking. Hierdoor kan het vertrouwen in banken en de sector worden aangetast en lopen de banken een financieel risico in de vorm van boetes, naheffingen of strafrechtelijke maatregelen.

Ook voor de vermogenden zelf zijn de risico's toegenomen. In een tijd waarin steeds meer gegevens internationaal worden uitgewisseld, moet je maar hopen dat de constructies die je worden geadviseerd (waar je zelf weinig zicht op hebt vanwege de complexiteit) steeds voldoen aan alle wetten en regels. De lijn tussen legaal en illegaal is heel dun, volgens Harrington.

TEKST JASPER JANSEN

Zit er wel een parel in de nieuwste oester van Geert Schaaij?

Een van de grote bezwaren tegen *reverse listings* is dat beleggers nauwelijks weten waarin ze (kunnen) beleggen. Ook bij VNC, het beursgenoteerde investeringsfonds onder controle van Geert Schaaij, is de informatie ondermaats. **Hoe slecht het belangrijkste dochterbedrijf van VNC er financieel voorstond afgelopen jaren wordt niet gemeld aan beleggers.**

Hij is de man van de beursparels. Al meer dan tien jaar komt de Friese beleggingsadviseur Geert Schaaij langs in tv-programma *Business Class* om beleggers bij te praten over buitenkansjes op de beurs.

Bij praten alleen is het niet gebleven. Sinds vorig jaar heeft Schaaij het daadwerkelijk voor het zeggen bij een beursgenoteerd bedrijf. De Fries bemachtigde een lege beurshuls en bracht hier een bedrijf in onder. Schaaij hernoemde de onderneming tot De Verenigde Nederlandse Compagnie (VNC) en zag zijn investering in korte tijd in waarde vertienvoudigen.

Hoewel Schaaij ontkent dat het hier om een *reverse listing* gaat, lijkt de gehanteerde methode sterk op die van een omgekeerde overname. In beide gevallen wordt een bedrijf in een lege beurshuls gebracht, waarbij de verkopende eigenaren van die onderneming aandelen in de beursholding krijgen in ruil voor hun bezit.

Ook het grootste bezwaar tegen reverse listings – een gebrek aan bruikbare informatie over het nieuwe bedrijf zoals opgenomen in een prospectus bij een reguliere beursgang – is van toepassing op het beursvehikel van Geert Schaaij. Sterker nog: Schaaij verzweeg voor beleggers hoe slecht de financiële staat van de onderneming in zijn beurshuls was. Geen woord over het negatieve eigen vermogen of het feit dat de accountant tot drie keer

&

STAP 1
Koop een lege beursnotering voor weinig

STAP 2
Doe een uitgifte tegen een hoge koers

STAP 3
Speculeer over nieuwe activiteiten

STAP 4
Koop een bedrijf met de aandelen van de lege beurshuls

STAP 5
Betaal niet met contant geld voor de overgenomen activiteiten

toe twijfelde aan het voortbestaan van de onderneming.

Hoe heeft Geert Schaaij in korte tijd zijn investering in een leeg beursbedrijf weten te vertienvoudigen en wat moeten beleggers weten over VNC? De methode-Schaaij in vijf stappen.

STAP 1

EEN LEGE BEURSNOTERING VOOR WEINIG

Het is voorjaar 2015 als een groep investeerders besluit om drukkerij Roto Smeets Groep (RSG) van de beurs te plukken. De investeerders, die samen al jaren 85,6 procent van de aandelen in het kwakkelende bedrijf hebben, doen een bod van 4 euro per aandeel.

Geert Schaaij behoort niet tot deze groep beleggers. Zijn belangstelling gaat uit naar de lege beursnotering die achterblijft nadat de drukkerij-activiteiten zijn doorgeschoven naar de grootaandeelhouders. Schaaij is bereid een half miljoen euro neer te leggen voor de aandelen van de beurshuls.

Met de grootaandeelhouders bereikt hij een overeenkomst, die erop neerkomt dat hij vijfhonderdduizend euro betaalt om de aandelen en notering in handen te krijgen. Schaaij verandert de naam van RSG in De Verenigde Nederlandse Compagnie (VNC) en krijgt van de door hem gecontroleerde aandeelhoudersvergadering toestemming om nieuwe aandelen uit te geven.

STAP 2

KOERSEXPLOSIE VAN DE LEGE BEURSHULS VIA AANDELENUITGIFTE

Met een drukkerij heeft VNC niets meer te maken. Het is nu een onderneming zonder operationele activiteiten, een zak geld met Geert Schaaij als grootaandeelhouder. Daarvoor heeft hij ongeveer 18 cent per aandeel betaald.

WIE IS ZO GEK GEWEEST DEZE AANDELEN TE KOPEN VOOR 2,50 EURO?

De eerste keer dat Schaaij aandelen uitgeeft, gebeurt dat tegen een aanmerkelijk hogere prijs. Op 11 december 2015 geeft VNC via een onderhandse plaatsing 329 duizend nieuwe aandelen uit tegen 2,50 euro per aandeel. Tegen die waardering is de investering van Schaaij binnen twee weken van vijf ton naar meer dan 6 miljoen euro in waarde gegaan. Daarmee is hij de grootste winnaar van deze pijlsnelle waardestijging, maar niet de enige. Ook de aandelen VNC die Schaaij niet in bezit heeft stijgen mee. Het gaat daarbij om 14 procent van de oude aandelen RSG die in handen zijn van minderheidsaandeelhouders.

De grote vraag is welke beleggers zo gek zijn geweest om in te schrijven op de onderhandse uitgifte van 329.000 aandelen tegen een prijs van 2,50 euro, meer dan tien keer zo veel als de intrinsieke waarde van het aandeel van iets meer dan twee dubbeltjes. Het is een vraag die onbeantwoord blijft. Bij een onderhandse aandelenplaatsing wordt vaak gemeld welke beleggers de stukken hebben gekocht, maar VNC geeft hierover geen informatie. Ook Schaaij wil desgevraagd geen opheldering geven. Hij laat weten de wens tot anonimiteit van de betreffende beleggers te respecteren. Ook het register van toezichthouder AFM meldt geen verschuivingen van het aandelenkapitaal of de komst van nieuwe aandeelhouders die ten minste 3 procent van het aandelenkapitaal hebben.

STAP 3

SPECULEREN OVER NIEUWE ACTIVITEITEN

VNC is dan nog steeds een lege huls, maar wel een dure huls. Afhankelijk van de (schommelende) beurskoers wordt op de beurs tussen de 5 en 10 miljoen euro betaald voor een notering en een zak geld van rond de 8 ton euro.

Daarmee wordt de toekomst van de beurshuls erg hoog gewaardeerd. Schaaij lijkt daar in ieder geval alle vertrouwen in te hebben. VNC is een openlijke verwijzing naar de VOC, “die in 1602 werd opgericht en uitgroeide tot het grootste handelsbedrijf ter wereld”, aldus Schaaij op de speciale aandeelhoudersvergadering eind november 2015. Het verleden van de VOC moet beleggers ook over de drempel helpen om aandelen VNC te kopen. “De VOC-bewindhebbers bezoldigden in het begin uit eigen zak de boekhouders, de kassier en het overige kantoorpersoneel. De koersen van de actiën stegen snel toen in 1605 de eerste rijke lading terugkwam. Investeert u mee voor de eerst rijke lading?”, zo schrijft hij in een presentatie.

De ondernemingen waarnaar Schaaij zoekt om in zijn beurshuls onder te brengen, moeten “begrijpelijke activiteiten” hebben, winst maken en een “positieve kasstroom” hebben.

Als reden om juist nu te investeren in VNC wordt gewezen op de “nu nog beperkte *free float* – vrije aandelen” en het streven om een “solide dividend” uit te gaan keren.

STAP 4

BEDRIJF KOPEN MET DE AANDELEN VAN DE LEGE BEURSHULS

Begin september 2016 maakt VNC bekend dat het een bedrijf in het vizier heeft om in VNC onder te brengen. Het boekenonderzoek is “in volle gang”.

Begin dit jaar is er witte rook. VNC neemt voor 10,8 miljoen euro de DGB Groep over, een energieleverancier aan de agrarische sector. Schaaij om-

Foto: HH/Sake Elzinga Photography

Geert Schaaij

DE "NU NOG BEPERKTE FREE FLOAT" EN HET STREVEN NAAR "SOLIDE DIVIDEND" ZOUDEN REDENEN ZIJN OM NU TE INVESTEREN

schrijft DGB Groep als een bedrijf "van boeren, voor boeren". Een persoonlijke benadering, eerlijke energie en kennis van de markt, dat zijn volgens hem de kernkwaliteiten van het bedrijf. Financiële informatie over DGB Groep wordt nauwelijks gegeven. Veel meer dan dat voor de DGB Groep een bedrijfsresultaat wordt verwacht van "ten minste 1,5 miljoen euro in 2017" en dat het bedrijf een positieve kasstroom heeft, meldt VNC niet. Resultatenrekening, balans en kasstroomoverzicht worden niet gegeven.

Omdat DGB via een achterdeur de beurs betreedt, is dit ook niet verplicht. Een prospectus is volgens de Nederlandse wet- en regelgeving niet nodig. De door het bedrijf gedeponeerde stukken bij de Kamer van Koophandel (KvK) bieden enig soelaas. Daaruit

Drie spelers

GEERT SCHAAIJ

Geert Schaaij (59 jaar) is ceo van VNC en bezit een kleine 45 procent van de aandelen. Schaaij is bekend van zijn optredens bij Business Class waar hij zijn beleggingsadviesdienst Beursgenoten promoot. Hij was van eind 2012 tot en met december 2013 als "extern adviseur" betrokken bij de reverse listing van het Groningse recyclingbedrijf Inverko, dat vorig jaar uitstel van betaling aanvroeg. Het lege Inverko is nu in handen van Selwyn Duijvestijn, beheerder van Beleggingsfonds MountainShield (zie hieronder). Schaaij kwam in 2006 onder vuur te liggen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De toezichthouder deed aangifte tegen hem vanwege handel met voorkennis in het aandeel Dico. Hij was toen directeur van de vermogensbeheerder International Assets. Schaaij schikte in 2010 met het Openbaar Ministerie voor twintigduizend euro. Het Dutch Securities Institute (DSI) schorste Schaaij voor drie jaar als gevolg van de affaire.

MARK LOGTENBERG

Mark Logtenberg (53 jaar) is ceo van DGB groep, op dit moment de enige investering van VNC. Logtenberg bezit momenteel 35,6 procent van de aandelen van VNC. Volgens zijn cv is Logtenberg aan Nyenrode Business Universiteit opgeleid in Corporate Governance. Logtenberg is behalve ceo van de DGB groep ook voorzitter van de raad van commissarissen bij VNC. Als toezichthouder bij VNC controleert hij dus zichzelf als topman van de enige deelneming in VNC. Logtenberg krijgt een vergoeding van 180 duizend euro voor beide functies.

SELWYN DUIJVESTIJN

Selwyn Duijvestijn (28 jaar) is via beleggingsfonds MountainShield potentieel aandeelhouder in VNC. Als de speciale obligaties van bij elkaar 1,2 miljoen euro eind 2020 aflopen, ontvangt zijn fonds circa 342 duizend aandelen VNC. Dit komt overeen met ruim 4 procent van alle aandelen die dan zullen uitstaan. Duijvestijn is topman van de lege beurshuls Inverko en beheert het beleggingsfonds MountainShield, dat vervolgens weer een groot belang in Inverko heeft. De dubbelrol leverde Duijvestijn kritiek van de VEB op.

blijkt dat DGB Energie, verreweg het grootste onderdeel binnen de DGB groep, een weinig florissant verleden kent. Het bedrijf heeft al sinds 2011 meer schulden dan bezittingen. De meest recente KvK-gegevens, die van eind 2015, laten een negatief eigen vermogen van 1,8 miljoen euro zien.

Schaaij laat bij navraag weten dat het negatieve eigen vermogen bewust lang in stand is gehouden, zodat het bedrijf nu een *lean and mean* balans heeft. Inmiddels is het eigen vermogen positief, na schuldaflossing. Desalniettemin was de accountant de afgelopen jaren kritisch. Over de laatste vijf jaar zijn drie boekencontroles terug te vinden, die van 2011, 2012 en 2014. Alle drie de keren moest de accountant zich onthouden van een oordeel over de jaarrekening omdat het "niet mogelijk is gebleken om op economische wijze de inkomende en de uitgaande goederenstroom op elkaar af te stemmen".

Via de KvK is geen accountantscontrole te achterhalen van de jaarrekeningen over 2013 en 2015. Wel is in de jaarrekening over 2015 een opmerking te vinden van het management van DGB Energie welke luidt dat "gelet op de vermogenspositie van de vennootschap ultimo 2015 het voortbestaan van de onderneming kwestieus is". Wel wordt benadrukt dat de verwachting is dat een hogere omzet zal worden gerealiseerd, terwijl de marge verder kan worden verbeterd door scherpe inkoop.

Een analyse van de resultatenrekening tussen 2011 en 2014 – recentere gegevens zijn niet beschikbaar via de KvK – laat zien dat de verkopen en winsten van het bedrijf afkalven. Zo viel de brutomarge over die periode terug van 3,4 miljoen euro naar 2,6 miljoen euro. De nettowinst lag met 540 duizend euro in 2014 euro ruim een derde lager dan in 2012.

De andere twee bedrijven die onder DGB Groep hangen, zijn beperkt van omvang.

De Groene Belangenbehartiger BV – 4 werknemers en een balanstotaal van een kleine 7,5 ton euro (ultimo 2015) – is actief in het certificeren van varkens voor veehouders. De aard van de activiteiten van de derde bv, Renewables, is onduidelijk. Alleen de balans is gedeponeerd en de totale bezittingen bedragen circa 53 duizend euro. Volgens een uittreksel van de KvK staan er nul werknemers op de loonlijst.

STAP 5

BETAAL NIET MET CONTANT GELD VOOR DE OVERGENOMEN ACTIVITEITEN

De contanten die VNC in kas heeft, zijn lang niet toereikend om de 10,8 miljoen euro over te maken aan de verkoper van DGB Groep. Het gaat om Mark Logtenberg, een ondernemer in de agrarische sector die zich blijkens zijn cv beroept op kennis van corporate governance.

Logtenberg ontvangt slechts 371 duizend euro, oftewel 3,4 procent van het hele transactiebedrag voor de groep, meteen in cash.

DE KOERS VAN DE AANDELEN IS MIJLENVER VERWIJDERD VAN DE INTRINSIEKE WAARDE

Vijf miljoen euro wordt betaald met bijgedrukte VNC-aandelen die direct geplaatst worden bij Logtenberg. De aandelen wordt een waarde toegekend van 2,50 euro per aandeel. Dit mag dan de laatste uitgiftekoers zijn, het bedrag is mijlenver verwijderd van de intrinsieke waarde van de aandelen van 23 cent (in dit geval kasgeld gedeeld door uitstaande aandelen omdat er geen andere bezittingen zijn).

Ook wordt Logtenberg betaald met een converteerbare obligatie van 3,3 miljoen euro. De voorwaarden ogen niet al te gunstig voor de ontvanger, ondanks de jaarlijkse couponrente van 5 procent. Zo wordt begin november 2016 aangegeven dat "de obligaties ongeacht de hoogte van de beurskoers van de Vennootschap op dat moment na verloop van 5 jaren na het aangaan van de

obligatielening geconverteerd worden in nieuw uit te geven aandelen tegen een conversiekoers van € 3,50". Als op dat moment de koers van VNC (veel) lager staat, dan is de tegenwaarde in aandelen van de converteerbare obligatie aanmerkelijk minder waard dan de oorspronkelijke 3,3 miljoen euro. Ook is afgesproken dat VNC de obligaties tussentijds mag inruilen voor aandelen, als de koers zes opeenvolgende handelsdagen boven de €3,67 sluit.

Overigens wil VNC zelf nog extra converteerbare obligaties met identieke voorwaarden uitgeven die bij elkaar een waarde vertegenwoordigen van 4,2 miljoen euro. Die opbrengst is nodig om de 1,2 miljoen euro cash voor het bedrijfspand over te kunnen maken aan Logtenberg. De speciale obligaties zullen verhandeld worden via alternatief beursplatform NPEX.

Selwyn Duijvestijn heeft alvast voor 1,2 miljoen euro van deze speciale obligaties afgenomen voor zijn beleggingsfonds MountainShield. De VEB uitte in februari op haar website kritiek op de dubbelrol van Duijvestijn als ceo van lege beurshuls Inverko en MountainShield.

Beleggers moeten zich realiseren dat deze wijze van financiering met zich meebrengt dat het aandelenkapitaal over 5 jaar ruimschoots is verdubbeld. De (eventuele) winst per aandeel komt dan twee keer zo laag uit.

DE CONCLUSIE NA VIJF STAPPEN

Bij herhaling heeft Geert Schaaij laten weten dat zijn bemoeienissen op de beurs geen reverse listing zijn. De overeenkomsten met dergelijke omgekeerde overnames zijn echter talrijk. Een kunstmatig hoge beurskoers en zeer gebrekkige informatie betekenen extra risico's voor beleggers. Dat is de zeer ongewenste keerzijde van de makkelijke toegang tot de beurs voor bedrijven via reverse listings.

VEB GAAT VERDER MET ONDERZOEK NAAR REVERSE LISTINGS

Enorme waardestijgingen zoals bij VNC staan niet op zichzelf. Ze zijn een veelvoorkomend verschijnsel bij reverse listings, waarbij bedrijven naar de beurs worden gebracht door ze in een bestaande, lege huls te schuiven. Bij dergelijke beursgangen via de achterdeur – wat een reverse listing feitelijk is – hoeven aanbieders niet aan de reguliere verplichtingen te voldoen op het gebied van informatievoorziening. Een prospectus is niet nodig. Een veredelde reclamefolder is eigenlijk al voldoende om op het koersenbord te verschijnen.

U leest in Effect en op onze website de komende tijd meer over reverse listings van andere partijen op de Nederlandse beurs. Tegelijkertijd blijven wij VNC net als ieder beursgenoteerd bedrijf nauwlettend volgen.

– Column –

Ava-tips voor bestuurders en commissarissen

Velen kijken ieder jaar uit naar de zomer. Onbegrijpelijk. De lente is veel leuker, omdat dan de aandeelhoudersvergaderingen (ava's) van beursfondsen plaatsvinden.

Bestuurders en commissarissen zullen daarentegen een ava zelden als het summum van geluk ervaren. Verantwoording afleggen kan nu eenmaal een kwelling zijn.

Dat is een goede zaak. Macht heeft tegenkrachten nodig en aandeelhouders kunnen bestuurders en commissarissen scherp houden. Zelfs in het Rijnlandse model zijn aandeelhouders belangrijke stakeholders. In de Angelsaksische wereld zowat de enige.

Dit jaar is het 14e seizoen dat ik de VEB (en andere beleggers) mag vertegenwoordigen in ava's. Hierbij alvast zeven tips voor bestuurders en commissarissen van een oude rot:

De ava-kwelling accepteren en ondergaan is onvoldoende. U moet ervan genieten. De ava is een geweldige kans voor de onderneming in dialoog te gaan met uw aandeelhouders.

Probeer oprecht inhoudelijk antwoord te geven op serieuze vragen van uw aandeelhouders. Beantwoord triviale vragen kort en met humor.

Lieg niet. Niet alleen kunnen uw antwoorden in de ava ook juridisch relevant zijn, maar – veel belangrijker – u heeft ook de morele plicht uw aandeelhouders goed te informeren.

Zorg dat aandeelhouders een goed beeld krijgen van uw onderneming. Dat betekent dus niet alleen successen en kansen belichten, maar ook mislukkingen en risico's.

Houd de sfeer goed. Vriendelijkheid, humor en souplesse zijn effectiever dan formeel, neerbuigend of zelfs autoritair gedrag.

Tot slot: aandeelhouders zijn niet uw vijanden. Beleggers hebben hun zuur verdiende centen aan u – een volstrekt vreemde – toevertrouwd. Het is terecht dat zij een goed beeld van hun onderneming willen krijgen en begrijpelijk dat ze u ter verantwoording roepen bij tegenvallers. Maar uiteindelijk willen ze net als u dat het goed gaat met hun onderneming en belegging.

Ondanks het intensieve voorbereidende werk verheug ik me weer enorm op het ava-seizoen. Om daarna op mijn tandvlees de zomer in te strompelen.

ERROL KEYNER
is adjunct-directeur van de VEB

CEO-INTERVIEW HANS VAN DER NOORDAA

‘Deze combinatie zou mij als concurrent heel nerveus maken’

Een flinke onderwaardering. Met die boodschap verwierp verzekeraar Delta Lloyd in oktober het overnamebod van concurrent NN Group. Veel aandeelhouders zullen instemmend hebben geknikt. Het aandeel was voor het bod namelijk als een plumpudding in elkaar gezakt. Vooral een grote aandelenemissie was daar debet aan. Toch was er daarna opvallend weinig nodig om Delta Lloyd alsnog over de streep te trekken. Effect sprak hierover met scheidend topman Hans van der Noordaa.

Net twee maanden later was er namelijk al een akkoord over een overname met de volle steun van bestuur en commissarissen van Delta Lloyd. De verhoging met tien eurocent naar 5,40 euro lijkt ook wat mager. Dat klinkt alsof Delta Lloyd flink bakzeil heeft gehaald in de onderhandelingen. Maar bestuursvoorzitter Hans van der Noordaa (55 jaar) van de verzekeraar ziet dat anders. Voor hem is de overname alles overziend een goede uitkomst.

Voor Delta Lloyd is het in ieder geval de climax van een behoorlijk turbulente periode. Eind 2014 kwam het toenmalige bestuur onder leiding van Niek Hoek in conflict met toezichthouder De Nederlandsche Bank. Het merendeel van het bestuur ruimde uiteindelijk het veld. Aan Van der Noordaa, afkomstig van voormalig NN-moeder ING, de taak om orde op zaken te stellen. Delta Lloyd verkocht onderdelen, ging veel scherper op het rendement letten en versterkte zijn kapitaal met een aandelenemissie.

‘HET IS WAT HET IS EN OP HET MOMENT DAT ER DAN EEN BOD LIGT, MOET JE ERMEE AAN DE SLAG’

Van der Noordaa bracht het bedrijf in rustiger vaarwater. Maar bij het nieuwe NN, het merk Delta Lloyd verdwijnt, zal de topman geen rol meer spelen. Met *Effect* kijkt hij ruim een maand voor zijn aftreden terug op de onderhandelingen en zijn tijd als bestuursvoorzitter.

1 Er wordt al jaren gepraat over het samengaan van verzekeraars. Heeft u eerder gesproken over een fusie?

“Wij zitten in een markt die als geheel niet groeit en op onderdelen krimpt. Daarom hebben wij al eerder intern gezegd dat wij er op termijn voor open zouden staan. Het is natuurlijk sowieso de rol van het bestuur van een onderneming om voortdurend te kijken wat strategische kansen zijn en wat op lange termijn verstandig is. We hebben weleens met partijen op informele basis contact gehad over of er aanleiding zou kunnen zijn om verder in gesprek te gaan. Toen kwam er een partij die zich meldde.”

2 Het bod van NN was onaangekondigd. Was u verrast?

“Om zo naar buiten te gaan, is wat ongebruikelijk. Ik heb al eerder gezegd dat ik dat in een gereguleerde bedrijftstak niet de meest handige manier van werken vind. Daar kan ik iets van vinden, maar het is wat het is en op het moment dat er dan een bod ligt, moet je ermee aan de slag.”

3 U vindt het eigenlijk niet netjes hoe NN het heeft aangepakt?

“Dat zeg ik niet, ik zeg alleen dat het ongebruikelijk is. Er ontstaat onrust bij klanten, bij tussenpersonen, bij beleggers. Alles ligt in een keer op straat en dat maakt het proces complexer dan als er in vertrouwen kan worden overlegd over een resultaat. De complexiteit gaat fors omhoog omdat het iets is geworden waar iedereen iets van kan vinden. Maar goed, dat gebeurt vaker en het geeft aan dat NN Delta Lloyd heel graag als partner wilde binnenhalen.”

4 Denkt u dat Delta Lloyd in goede handen komt?

“NN heeft een hele solide financiële positie en is wat conservatiever in aanpak dan Delta Lloyd. Delta Lloyd is commercieel een sterk bedrijf met een goede positie richting tussenpersonen en klanten. Deze

combinatie zou mij als concurrent heel nerveus maken."

5 Een van die concurrenten denkt daar anders over. Bestuursvoorzitter Jos Baeten van ASR zei onlangs dat hij wel blij is met de fusie. Een optelsom van de twee bedrijven is altijd kleiner dan de twee bedrijven apart.

"Ja, natuurlijk raak je in een fusieperiode altijd wel iets van omzet kwijt. Tegelijkertijd kijken klanten niet elke week of ze hun pensioen kunnen verplaatsen of dat ze de verzekering voor hun auto gaan overzetten. Daarnaast ontstaat er op termijn wel een pensioenbedrijf dat vrij dominant zal zijn met een goede vermogensbeheerder. Het wordt een bedrijf met flinke schaalvoordelen dat daardoor gewoon een betere uitgangspositie heeft. Het is moeilijk om daar met een kleinere schaal tegen te concurreren. Het gaat er natuurlijk ook om dat de winkel tijdens de verbouwing openblijft en ik heb alle vertrouwen dat dit zal gebeuren."

6 Er zijn flinke kostenbesparingen becijferd. Gaat het lukken om de twee bloedgroepen bij elkaar te brengen en die eruit te halen?

"Ik heb zoiets een paar keer mogen meemaken. Eerst met ABN en Amro, later met Postbank en ING. Vooral die laatste twee waren sterk verschillende banken met elk een eigen infrastructuur. Uiteindelijk lukt het, want over het algemeen gaat het hier om standaardproducten waarvoor efficiëntie en schaal heel belangrijk zijn. Met een veel groter klantenbestand is het ontwikkelen van nieuwe producten ook gewoon veel rendabeler."

7 U roemt de sterke financiële positie van NN. Die verzwakt natuurlijk wel doordat ze Delta Lloyd overnemen.

"Ja, maar zij moeten ook rendement maken op hun kapitaal. Kapitaal moet aan het werk

worden gezet. Ik denk dat NN heel veel kapitaal had. Als ze dit niet hadden gedaan, hadden ze kapitaal moeten teruggeven aan aandeelhouders. Bij de beursgang hebben ze gezegd dat ze wilden inzetten op internationale uitbreiding, maar ik denk dat is gebleken dat daarvoor geen goede mogelijkheden waren. Ik denk dat zij hiermee hun rendement omhoog kunnen brengen."

8 U bent nu behoorlijk positief over de fusie. Een heel ander geluid dan aan het begin van de onderhandelingen?

"Wij zijn na het bod met onze adviseurs gaan kijken naar de inhoud en wat het zou betekenen voor aandeelhouders en andere belanghebbenden. We hebben heel hard gewerkt aan het verkennen van alternatieven. We hebben ook gekeken naar de optie om zelfstandig te blijven, maar daarbij wel aangegeven dat het samengaan van verzekeraars in de Nederlandse markt ons een logische volgende stap lijkt. We hebben dus heel goed gekeken naar alternatieven, maar alternatieven worden pas mogelijkheden als je er een handtekening onder kunt zetten. Vervolgens hebben we het initiatief genomen om contact te zoeken met NN om goed te begrijpen wat de achtergrond van hun bod was en hoe zij tegen Delta Lloyd aankeken. Op basis van de alternatieven die we hadden, het voorstel van NN en de afspraken die we met hen hebben kunnen maken over de fusie hebben we gezegd dat we dit een verstandige uitkomst vinden."

9 Heeft u nog overwogen om de telefoon op de haak te gooien als onderhandelingstactiek? NN heeft het immers ook vrij onorthodox gespeeld.

"Nee, ik wil professioneel zijn. Het is een proces dat uitermate zorgvuldig moet gebeuren. Het heeft namelijk een enorme impact op de bedrijven en de medewerkers. Wij moeten te allen tijde kunnen uitleggen dat dit een verstandige stap is. Het moeilijkst vind ik het voor de medewerkers. Van de impact op de werkgelegenheid heb ik het meest wakker gelegen."

TIP
voor de thuisbelegger

De buitengewone aandeelhoudersvergadering (BAVA) over het bod van NN Group op Delta Lloyd vindt plaats op woensdag 29 maart vanaf 10.30 uur in het Hilton Hotel, Apollolaan 138 in Amsterdam.

10 Toen u aantrad was de belangrijkste opdracht een kapitaalversterking. Kort na de aandelenemissie kwam u in fusie-onderhandelingen terecht. Heeft u wel tijd gehad om u bezig te houden met het bedrijf zelf?

"Zeker, we hebben op heel veel fronten heel veel voortgang geboekt bij Delta Lloyd. We hebben bijvoorbeeld de overgang van pensioenproducten met een gegarandeerde uitkering naar producten die zo'n uitkering niet hebben versneld. We hebben een vergunning binnengehaald voor een Algemeen Pensioenfonds en de bank opgeschoond. Op het gebied van het verbeteren van de infra-

structuur lag er een aantal achterstanden. Online-ontwikkelingen hebben we versneld doorgevoerd. Al die dingen gaan de komende maanden en jaren effect hebben. Ik had wel graag iets meer tijd gehad omdat we bezig waren te herstellen, maar dat heb je niet altijd zelf in hand."

11 Zijn er dingen blijven liggen voordat u kwam?

"Er was een aantal terreinen waarvan wij zeiden 'dat kan beter'. We hebben de boel wel aangezet als het gaat om winstgevendheid. Dat betekent dat we geen producten meer verkopen waar we geen rendement op maken. Het verbeteren van het bedrijf stopt natuurlijk nooit, dat is nooit af."

12 Denkt u dat het nodig is dat er meer verzekeraars gaan fuseren?

"Ik denk wel dat er nog een slag gemaakt moet worden. De Nederlandse markt is een hele competitieve markt met veel aanbieders. De enorm hoge concurrentiedruk die daarvan het gevolg is, lijkt leuk voor consumenten, maar als het leidt tot erosie in de dienstverlening is dat niet goed. Het vermogen om schaal te creëren is in een markt die niet groeit ontzettend belangrijk. Er zijn nog veel kleine en middelgrote verzekeraars. Dat zijn er nog veel meer dan bijvoorbeeld in de bankensector. Ik denk daarbij ook niet dat de regelgeving makkelijker gaat worden de komende jaren."

13 Zouden beleggers hun verkoopopbrengst uit Delta Lloyd moeten steken in NN Group?

"Dat moeten ze zelf weten. Wij steunen deze overname omdat we denken dat de combinatie een leidende partij wordt in Nederland en in België een sterkere positie krijgt."

'HET VERMOGEN OM SCHAAL TE CREËREN IS IN EEN MARKT DIE NIET GROEIT ONTZETTEND BELANGRIJK'

– Column –

Het topmanagement van Nederland

De verkiezingen zitten er weer op en straks wordt ons land bestuurd door een nieuwe regering. Dat zijn niet per se mensen met verstand van zaken.

Politieke kleur weegt voor nieuwe ministers immers zwaarder dan kennis van hun vakgebied. Die kennis zit bij ambtenaren, vroeger tenminste. Toen werkte een ambtenaar zijn hele leven bij één ministerie. Hij verwierf zich daar met de jaren kennis en ervaring. Hij werd steeds deskundiger en klom op, misschien wel tot secretaris-generaal. Aan de top van de ministeries zaten de deskundigen die de om de zoveel jaar passerende ministers adviseerden.

Het eerste paarse kabinet besloot dat dit beter kon. In 1995, ten tijde van uitbundige economische groei, werd de Algemene Bestuursdienst opgericht. Hoge ambtenaren werkten voortaan niet langer voor één ministerie, maar voor die dienst en rouleerden tussen de ministeries. Dat gaf hen een bredere blik, maar deskundigheid verdween uit de top van de ministeries. Ambtenaren met ambitie kwamen niet naar boven op basis van hun kennis, maar op basis van hun managementvaardigheden. Hoge ambtenaren werden 'job hoppers'. Het ene jaar leidde je de Marechaussee, het andere jaar de Belastingdienst.

In 2000 kwam er nog een Top Management Groep (TMG) voor de overheid en even later zelfs het eigen overheidsmanagementadviesbureau, ABDTOP-consult genaamd. Dit is een klein team van alles kunnende manager-ambtenaren die snel inzetbaar zijn bij complexe of urgente vraagstukken.

Maar hoe zit het met dossierkennis? Ik vraag mij af of jarenlang interen op ambtelijke expertise er niet aan heeft bijgedragen dat de overheid zoveel taken – van integratie tot beveiliging – zo matig uitvoert. Op een gegeven ogenblik raakt het kennisreservoir leeg. Dan weet niemand meer van de hoed en de rand, maar adviseren ambtenaren-generalisten politici-generalisten en gebeuren er onvermijdelijk ongelukken. Van het nu demissionaire kabinet zijn zes bewindslieden voortijdig gesneuveld. Ook de enthousiaste nieuwelingen lopen een hoog risico.

PAUL FRENTROP
is expert op het gebied van corporate governance

Struisvogelgedrag bij Nederlandse

Goede beleggers volgen het nieuws, en als de beurs een grote beweging maakt, kijken zij hoe hun eigen portefeuille heeft gereageerd. **Maar beleggers blijken zich anders te gedragen bij goede dan bij slechte beursontwikkelingen**. Bij slecht nieuws hebben zij de neiging hun hoofd in het zand te steken, blijkt uit nieuw onderzoek naar inloggegevens van beleggersbank Binck.

Uitgaande van de traditionele kijk van economen op financiële besluitvorming hangt de informatiebehoefte van een belegger af van de verwachte bijdrage van nieuwe informatie aan goede besluitvorming. Deze behoefte zou daarom het grootst zijn bij extreme beursontwikkelingen, ongeacht of de beweging positief of negatief is. Psychologen hebben echter laten zien dat mensen slecht nieuws liever niet onder ogen zien. Zo mijden rokers gedetailleerde informatie over de schadelijke gevolgen van roken, gaan veel mensen niet of te laat naar de dokter als ze bang zijn een levensbedreigende ziekte onder de leden te hebben, en hoort iemand die een grote aankoop heeft gedaan nadien liever niet meer wat de laatste aanbiedingen zijn in de betreffende productcategorie. Bij voortekenen van slecht nieuws zijn we net struisvogels, en steken we als het even kan ons hoofd in het zand.

TIP
voor de thuisbelegger

Als de beurs onderuitgaat, is inzicht in de stand van zaken minstens zo belangrijk als na een opleving.

OSTRICH EFFECT

Doen we dit ook als we beleggen? Eerder onderzoek met data van de Amerikaanse vermogensbeheerder Vanguard en het Zweedse overheidspensioenfonds PPM leek te laten zien dat mensen ook in de hoedanigheid van belegger het zogenoemde *ostrich* (struisvogel) effect vertonen: cliënten en deelnemers loggen meer in naarmate het rendement op de beurs positiever is, maar niet naarmate dit negatiever is.
Uit gegevens van Binck Bank blijkt dat Nederlandse beleggers in dit opzicht niet anders zijn. In de grafiek is voor doordeweekse dagen het aantal logins via de website van Binck ten opzichte van het gemiddelde (procentuele afwijking) afgezet tegen het dag¬rendement van de AEX-index. Het is duidelijk te zien dat beleggers meer inloggen naarmate het rendement op de beurs positiever is.

We kunnen echter vraagtekens plaatsen bij de conclusie dat deze figuur struisvogelgedrag laat zien. Het probleem is namelijk dat we niet weten waarom beleggers inloggen. Dat kan inderdaad zijn om informatie te vergaren, maar in veel gevallen zal het zijn om te handelen. Diverse wetenschappelijke onderzoeken hebben overtuigend aangetoond dat beleggers meer geneigd zijn te handelen na positieve rendementen dan na negatieve rendementen, simpelweg omdat zij een afkeer hebben van het realiseren van verliezen. Het inlogpatroon van beleggers dat de eerdere onderzoeken en de grafiek laten zien, kan dus worden verklaard door variatie in de wens om te handelen in plaats van door struisvogelgedrag.

ALTERNATIEVE VERKLARING

In het licht van deze alternatieve verklaring is het interessant om te kijken naar het inloggedrag in weekenden. De beurs is op zaterdag en zondag immers gesloten, en hoewel beleggers dan alvast orders kunnen inleggen voor maandag, zal het overgrote deel van de logins informatie-logins betreffen.

Na een positieve beursweek wordt er in het weekend 18 procent

OVER DE AUTEURS

Prof. Dr. Martijn van den Assem, Hoogleraar Finance aan de Vrije Universiteit Amsterdam

Dr. Dennie van Dolder, Onderzoeker aan de Universiteit van Nottingham (VK)

Reinder Wietsma msc. Schreef zijn Masterscriptie Finance bij de Vrije Universiteit Amsterdam over het struisvogelgedrag van beleggers

TEKST MARTIJN VAN DEN ASSEM, DENNIE VAN DOLDER, REINDER WIETSMA

beleggers

meer ingelogd dan na een negatieve beursweek. Het lijkt dus inderdaad te kloppen dat ook Nederlandse beleggers slecht nieuws over hun beleggingsportefeuille liever niet onder ogen zien.

NA EEN POSITIEVE BEURSWEEK WORDT ER IN HET WEEKEND 18 PROCENT MEER INGELOGD

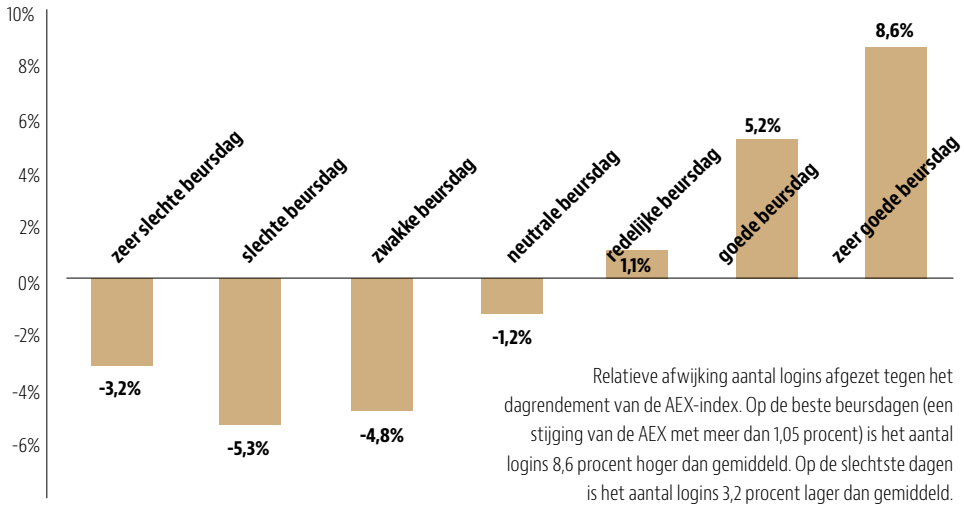
TWEE-STAPS LOGIN

Binck heeft enkele jaren geleden een twee-staps login-methode voor haar website geïntroduceerd, en juist dat leverde interessante aanvullende informatie op. Beleggers die alleen hun portefeuille willen bekijken, hoeven slechts één stap uit te voeren: het invoeren van rekeningnummer en wachtwoord. Beleggers die willen handelen, voeren in aanvulling hierop ook stap twee uit: het aanvragen van een verificatiecode via sms om deze vervolgens in te voeren. Dankzij de twee-stapsmethode kennen we de waarschijnlijke intentie van een belegger achter zijn of haar login, omdat een belegger die alleen geïnteresseerd is in de actuele stand van zaken zich normaal gesproken de moeite van het aanvragen en invoeren van de sms-code zal willen besparen.

Er blijkt geen verband te zijn tussen het rendement van de AEX-index en het percentage van de logins waarbij beide stappen van de tweestapsmethode worden doorlopen. Hier valt uit af te leiden dat we daadwerkelijk kunnen spreken van struisvogelgedrag: mensen loggen minder in omdat ze negatieve informatie niet onder ogen willen zien, en niet omdat ze minder willen handelen.

Beleggers die graag actief inspelen op actuele ontwikkelingen zouden zich eigenlijk moeten afvragen of dergelijke selectieve aandacht voor de portefeuille wenselijk is. Het mag dan misschien pijnlijk zijn om rode cijfers te zien, maar nadat de beurs door haar hoeven is gezakt, is inzicht in de stand van zaken natuurlijk niet minder nuttig voor goede besluitvorming dan na een opleving.

RELATIEVE AFWIJKING AANTAL LOGINS



Relatieve afwijking aantal logins afgezet tegen het dagrendement van de AEX-index. Op de beste beursdagen (een stijging van de AEX met meer dan 1,05 procent) is het aantal logins 8,6 procent hoger dan gemiddeld. Op de slechtste dagen is het aantal logins 3,2 procent lager dan gemiddeld.

OVER DE TOEKOMST VAN DE AVA

Verdeelde meningen

Een seminar naar aanleiding van het boek *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* **liet zien dat de meningen over de toekomst van de 'AVA' verdeeld zijn.** Het standaardwerk is geschreven door Rients Abma, Diana van Kleef, Niels Lemmers en Mieke Olaerts.

Medeauteur Olaerts, bijzonder hoogleraar Vergelijkend Ondernemingsrecht aan de Universiteit Maastricht, vertelde dat de AVA drie functies heeft: verantwoording afleggen, overleg en besluitvorming. Michiel Brandjes, voormalig company secretary van Royal Dutch Shell, wees erop dat er al eeuwen maar heel weinig veranderd is rond de AVA. En dat terwijl er zoveel gebeurd is op het gebied van moderne media en communicatiemiddelen. Hij poneerde de stelling dat de aandeelhoudersvergadering het recht zou moeten krijgen iedere vijf jaar zelf haar vorm en inhoud te bepalen. 59,8 procent van het publiek, dat via een app kon stemmen, vond dat wel een goed idee.

INSTITUTIONELE BELEGGERS MOETEN WETEN WAT HUN ACHTERBAN WIL

ANEKDOTE

Na overhandiging van het eerste exemplaar van het boek aan Peter Wakkie, de president-commissaris van Wolters Kluwer en TomTom, vertelde Wakkie een hilarische anekdote over een

aandeelhoudersvergadering van OGEM uit 1982, over een aandeelhouder met doorslaggevende stem die de hele zaal tegen zich in het harnas joeg. Helaas was dit wel een uitzondering, AVA's zijn doorgaans vrij saai en voorspelbaar. Volgens Wakkie mag er op een AVA wel weer wat meer gelachen worden en zou het ook meer over de strategie op de lange termijn moeten gaan, en niet te veel over details uit het jaarverslag.

Errol Keyner, adjunct-directeur van de VEB, beloofde Wakkie dat hij die wens in de komende AVA bij TomTom met plezier wil doen uitkomen. Een goede discussie over de toekomst van het bedrijf en over de wenselijke hoogte van het rendement op het geïnvesteerde vermogen gaat Keyner dit voorjaar graag aan bij TomTom.

PANELDISCUSSIE

In de paneldiscussie met Peter Wakkie, Errol Keyner en Karlijn van Lierop, hoofd Responsible Investment & Governance bij MN Services, werd nog geopperd dat institutionele beleggers misschien wel verplicht zouden moeten

worden te stemmen op een AVA. Dat achtte Wakkie niet haalbaar, terwijl Keyner van mening was dat stemmen een recht is en geen plicht. Voor institutionele beleggers is daarbij volgens hem wel relevant wat de wens van de achterban is. Dus als hun klanten vinden dat ze moeten stemmen, dan wordt hun recht een plicht. Van Lierop vond dat institutionele beleggers eigenlijk altijd de intrinsieke motivatie zouden moeten hebben om hun stem op de AVA te laten horen. Van het publiek vond slechts 37 procent de stemplicht een goed idee.

Inzicht in kosten van beleggen wordt beter

Op 3 januari 2018 treedt MiFID II in werking. Dit meer dan duizend pagina's tellende pakket wetgeving is lastig te doorgronden. **De VEB brengt in de komende edities van *Effect* de belangrijkste gevolgen voor de belegger in kaart,** te beginnen met de verbeterde transparantie omtrent kosten.

Kosten kunnen een grote impact hebben op het rendement. Het is dan ook aan te bevelen de kosten zo laag mogelijk te houden. Dit begint bij het selecteren van de juiste financiële dienstverlener en financiële producten. MiFID II zal de belegger inzicht geven in de totale kosten en in staat stellen dienstverleners en producten eenvoudiger te vergelijken.

TOTALE KOSTEN

Beleggingsondernemingen – vermogensbeheerders, adviseurs en brokers – moeten de belegger tijdig, voordat besloten wordt gebruik te maken van de aangeboden diensten, informeren over de verwachte *totale* kosten. Ook wanneer de belegger al klant is, dient hij jaarlijks een overzicht te krijgen van de totale kosten die voorzien zijn voor het volgende jaar.

De verwachte totale kosten, weergegeven in euro's en in percentage van het belegd vermogen, omvatten zowel de directe als de indirecte kosten van de beleggingsonderneming en de financiële producten waarin wordt belegd.

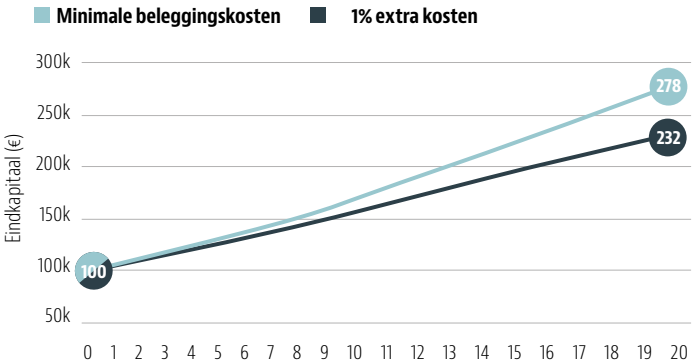
Op verzoek van de klant moet de beleggingsonderneming bovendien een verdere uitsplitsing geven. Zo kan de belegger zien welke kosten eenmalig zijn en welke doorlopend, welke kosten vaststaan en welke niet, en welke producten hoge kosten met zich meebrengen.

Na afloop, of periodiek bij doorlopende dienstverlening, dient de beleggingsonderneming de werkelijke totale kosten aan de belegger te tonen. Hierbij is het belangrijk dat de beleggingsonderneming verschillen tussen de verwachte en werkelijke kosten uitlicht en duidelijk uitlegt wat de reden is voor deze kostenverschillen.

Beleggingsdienstverlening:	€ 2.000	2,0%
Eenmalige kosten	€ 200	0,2%
Doorlopende kosten	€ 800	0,8%
Transactie-gerelateerde kosten	€ 500	0,5%
Kosten bijkomende diensten	€ 200	0,2%
Incidentele kosten	€ 300	0,3%
Financiële producten:	**€ 1.500**	**1,5%**
Beleggingsfonds A	€ 200	0,2%
Beleggingsfonds B	€ 300	0,3%
Beleggingsfonds C	€ 600	0,6%
Gestructureerd product A	€ 400	0,4%
Totale kosten	**€ 3.500**	**3,5%**

Voorbeeld kostenstaatje; bij belegd vermogen van €100.000,-.

EFFECT VAN 1% EXTRA KOSTEN OP HET EINDKAPITAAL (NA 20 JAAR)*



***LET OP** De relatieve impact van één procentpunt extra kosten is afhankelijk van het rendement. Bij dit voorbeeld is uitgegaan van een offensief risicoprofiel voor de eerste 10 jaar (à 7,1% rendement), daarna 5 jaar neutraal (6,25%), en de laatste 5 jaar defensief (5,4%).

VERWACHTE VERSUS WERKELIJKE KOSTEN

Een aantal kostenposten staat vooraf vast. Dit geldt echter niet voor transactiekosten, daarvoor zal een inschatting moeten worden gemaakt. De werkelijke kosten van voorgaande jaren dienen hierbij als uitgangspunt.

Bij nieuwe klanten zal de beleggingsonderneming veronderstellingen moeten doen over het belegd vermogen, het aantal en de omvang van transacties, en de financiële producten in de portefeuille. Eventueel persoonlijk contact dat reeds heeft plaatsgevonden, kan daarbij helpen. Met name bij *execution-only*, waarbij de klant zelf de beslissingen neemt, zal het maken van kostenschattingen een uitdaging zijn. Beleggingsondernemingen zouden kunnen besluiten om de belegger zijn verwachte handelsgedrag in een applicatie te laten invullen.

TYRANNY OF COMPOUNDING COSTS

De oprichter van Vanguard Group, John Bogle, zei ooit: *"The miracle of compounding returns is overwhelmed*

by the tyranny of compounding costs".

Over een periode van twintig jaar kan één procentpunt extra kosten bij een belegging van €100.000 zo'n €45.000 minder rendement opleveren. Verschillen van meer dan één procentpunt in kosten zijn overigens geen uitzondering. Beleggingsondernemingen moeten hun klanten voortaan met een 'illustratie' laten zien wat het cumulatieve effect is van de totale kosten op hun rendement.

ONDERZOEKSKOSTEN

De analistenrapporten die vermogensbeheerders ongevraagd krijgen aangereikt door hun brokers, zijn op het oog 'gratis'. De kosten zitten echter verstopt in de commissies die vermogensbeheerders betalen voor de uitvoering van transacties. Door deze gang van zaken betalen be-leggers, zonder daarvan op de hoogte te zijn, veel geld aan onderzoek waar-van de toegevoegde waarde niet kritisch is getoetst door de vermogensbeheerder.

MiFID II eist daarom van vermogensbeheerders dat zij onderzoek bewust inkopen en daar rechtstreeks voor betalen. De kosten mogen worden doorberekend aan klanten. Dat kan door een losstaande onderzoeksfee die vooraf aan de klant wordt medegedeeld, of door een opslag op de transactiekosten waarbij het totale bedrag dat jaarlijks aan onderzoek wordt besteed van tevoren is vastgesteld.

EEN BROKER MAG ALLEEN VAN EEN ENKEL PLATFORM GEBRUIKMAKEN ALS KAN WORDEN AANGETOOND DAT OP DIT PLATFORM HET BESTE RESULTAAT WORDT BEHAALD VOOR DE KLANT

SMART ORDER ROUTING

Transactiekosten, waaronder *bid-ask spreads*, kunnen hoog oplopen. MiFID II bepaalt dat beleggingsondernemingen, tenzij de klant hen een specifieke instructie geeft, toereikende maatregelen moeten nemen om bij de uitvoering van orders de beste koers te krijgen. Veel beleggingsondernemingen zullen hiervoor een zogeheten *smart order router* gebruiken die handelsplatformen afspeurt naar de beste uitvoeringsprijs.

Het is een beleggingsonderneming echter ook toegestaan om voor de uitvoering van alle orders gebruik te maken van een enkel platform, op voorwaarde dat zij aan de toezichthouder kan aantonen dat op dit platform het beste resultaat wordt behaald voor de klant.

– Column –

Gegronde redenen bij TMG

Heeft de Raad van Commissarissen van de Telegraaf Media Groep gegronde redenen om het bestuur te schorsen?

Die vraag mag RvC-voorzitter Jan Nooitgedagt binnenkort bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam beantwoorden. Recent schorste de RvC het bestuur van de Telegraaf Media Groep omdat het zich 'onvoldoende constructief' zou hebben opgesteld. Het bestuur weigerde het fusieprotocol met het Vlaamse Mediahuis te ondertekenen. Naast deze bieder ligt er een tweede indicatief bod van Talpa. Het bestuur meent dat ook dit bod een eerlijke kans verdient. Daarin past volgens het bestuur niet dat de onderneming zich in dit stadium exclusief aan één bieder verbindt. De RvC beschouwt die houding als 'onverantwoord en onaanvaardbaar'. Het zou tot de situatie kunnen leiden dat er helemaal geen bieding meer komt, zo de RvC. Daarop verbond de RvC de onderneming exclusief aan Mediahuis.

Inmiddels heeft Talpa aangekondigd dat zij de frustratie van haar bod aan de Ondernemingskamer zal voorleggen. Talpa verzoekt om een onderzoek naar de rol van de RvC bij de geplande overname en om de benoeming van een onafhankelijke commissaris die exclusief bevoegd wordt over het biedingsproces. Alleen zo kan het gewenste gelijke speelveld tussen de bieders weer worden hersteld. De VEB is voornemens haar standpunten in deze procedure kenbaar te maken.

Dan is er de dubbelrol van grootaandeelhouder en RvC-lid Van Puijenbroek. Hij is voornemens (indirect) deel te nemen in de beoogde combinatie Mediahuis-TMG. Hoewel hij zich binnen de RvC excuseerde bij beraadslaging over dit onderwerp, blijft de zweem van belangenverstrengeling bestaan. Voorts lijkt puzzeldochter Keesing na overname te worden verkocht ter financiering van het bod van Mediahuis. Zaken die voor aandeelhouders die over de biedingen moeten besluiten, opheldering vereisen.

De verwikkelingen binnen de Telegraaf Media Groep zijn opmerkelijk in de Nederlandse verhoudingen en laten vooral zien hoe het niet moet. De governance is verworden tot speelbal van de belangen van organen en individuen. Verliezer is hier de corporate governance en daarmee uiteindelijk de aandeelhouder.

PAUL COENEN
is adjunct-directeur van de VEB

VF CORPORATION

Het Amerikaanse VF Corporation (VF Corp, NYSE tickersymbool VFC) is **een van 's werelds grootste bedrijven op de markt van kleding, schoeisel en accessoires**, met meer dan dertig bekende merknamen in portefeuille, waaronder The North Face, Eastpack, Timberland, Vans, Lee, Wrangler en Nautica.

VF Corp verkoopt zowel direct aan de consument als via groothandels. De verschillende merken zijn ondergebracht in vier divisies of coalities zoals VF Corp deze noemt: Outdoor & Action Sports, Jeanswear, Imagewear (werkkleding) en Sportswear.

Het bedrijf is in het verleden erg succesvol geweest met overnames van merken die met tijdelijke problemen kampten. Vervolgens zijn die merken met succes weer tot leven gewekt. De verbeterde prestaties komen op het conto van het management, maar moeten ten dele ook aan de synergievoordelen worden toegeschreven.

BUNDELING LEIDT TOT VOORDELEN

VF Corp heeft een sterke marktpositie. Vijf van de merken van het bedrijf, te weten The North Face, Timberland, Wrangler, Lee en Vans, zijn wat men in de farmaceutische industrie een *blockbuster* zou noemen. Deze merken zijn elk goed voor een omzet op jaarbasis van meer dan 1 miljard dollar. De afhankelijkheid van één afzonderlijk merk is dus niet heel hoog.

Vanwege de vele merken, het wereldwijd actief zijn en vanwege een omzet van meer dan 12 miljard dollar is er bij VF Corp nadrukkelijk sprake van schaal- en synergievoordelen. Van dergelijke synergievoordelen op gebied van innovatie, distributie, productie en marketing zou geen sprake zijn wanneer de verschillende merken allemaal zelfstandig zouden opereren.

DIVIDEND

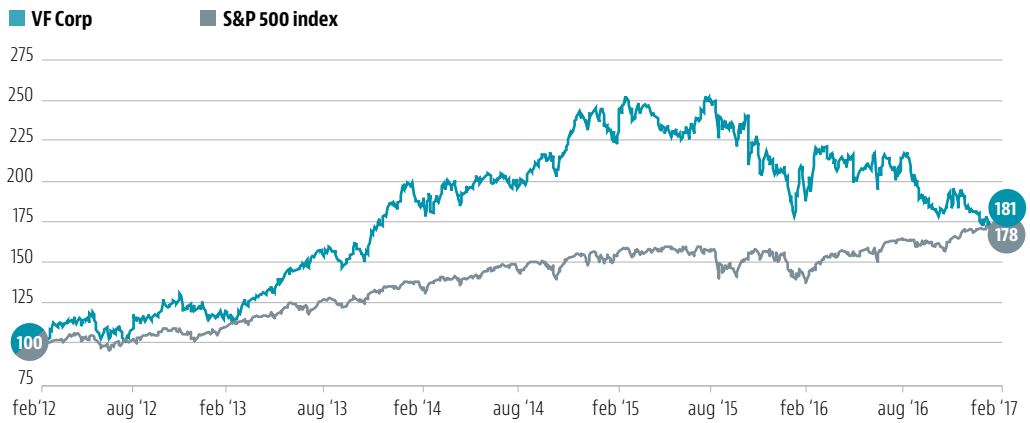
De geschiedenis van VF Corp gaat terug tot 1899 en het bedrijf telt vandaag de dag ruim 60.000 medewerkers. De beurswaarde bedraagt ruim 20 miljard dollar en afgelopen jaar wist het bedrijf over de omzet van 12,4 miljard dollar een fraaie winstmarge te behalen van 9,8 procent.

Aan cash is 1,3 miljard dollar

OVER DE AUTEUR

Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van waarde-beleggen en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett - zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk' (www.beterinbeleggen.nl)
De auteur bezit aandelen VF Corp.

AANDEEL VF CORPORATION DEED HET LANGE TIJD BETER DAN DE S&P 500 INDEX, MAAR IS WEER TERUG BIJ AF



beschikbaar terwijl de schuld 2 miljard dollar is. VF Corp is een ware dividendkampioen: de afgelopen 45 jaar werd het dividend ieder jaar verhoogd. Onlangs stelde het management dit jaar, net als vorig jaar, een bedrag van 1,6 miljard dollar te willen besteden aan inkoop van eigen aandelen en dividend. Wordt eenzelfde bedrag aan dividend uitgekeerd terwijl het aantal uitstaande aandelen is afgenomen door aandeleninkoop, dan impliceert dit automatisch een hoger dividend per aandeel.

Slechts een kwart van de artikelen produceert het bedrijf zelf, de rest wordt uitbesteed. Hierdoor is het bedrijf maar weinig kapitaalintensief, wat de hoge winstgevendheid verklaart: afgelopen jaar bedroeg het rendement op het eigen vermogen ruim 20 procent.

MERKEN BEOORDELEN

Vooral buiten de Verenigde Staten lopen de merken van VF Corp goed. Tegenwoordig wordt zo'n 34 procent van de omzet buiten de VS behaald. Een nadeel hiervan is wel dat VF Corp al enige tijd te maken heeft met nadelige wisselkoerseffecten.

Het Direct-to-Consumer platform van het bedrijf, inmiddels goed voor 37 procent van de omzet, presteert relatief sterk. Hier vallen naast de 1.507 eigen winkels – dit jaar komen daar circa 50 filialen bij – tevens de lucratieve e-commerce-verkopen onder. Het management van VF Corp rekent erop dat de e-commerce-verkopen dit jaar met 25 procent zullen toenemen.

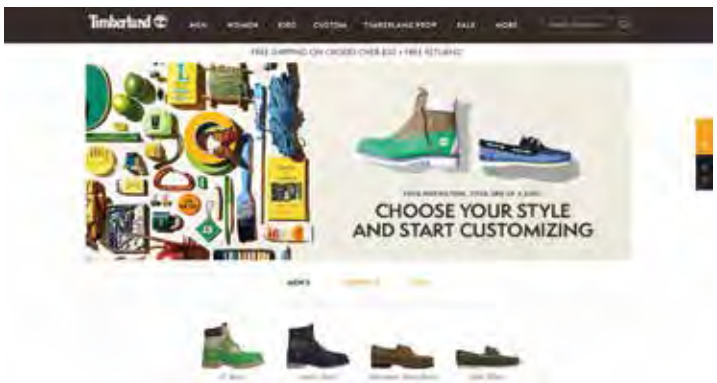
Waar het management van VF Corp uitkijkt naar potentiële overnames geldt dat de bestaande merkenportfolio eveneens regelmatig aan een review onderworpen wordt. Zwak presterende merken en merken die niet langer binnen het assortiment passen, worden verkocht zodat van een sterke, aantrekkelijke merkenportfolio sprake blijft.

Een mogelijk risico is dat voor toekomstige overnames een te hoge prijs betaald wordt of dat de integratie ervan vervolgens tegenvalt. Maar VF Corp heeft de gewoonte grondig onderzoek te verrichten voordat tot een overname wordt overgegaan. Bovendien gaat het dan vaak om overnames die afgezet tegen de omzet en beurswaarde van VF Corp bescheiden van omvang zijn.

OPTIMISTISCHE KIJK

Sinds begin dit jaar is Steven Rendle (57 jaar; totale vergoeding afgelopen jaar: 1,6 miljoen dollar) de bestuursvoorzitter van VF Corp. Rendle is al 16 jaar in uiteenlopende functies werkzaam voor het bedrijf en in deze periode onder meer verantwoordelijk geweest voor het succesvolle outdoormerk The North Face.

Vanwege de structureel hoge winstgevendheid, het goede trackrecord van het management en de waardering die de afgelopen twee jaar aantrekkelijker geworden is, beoordeel ik VF Corp als een aantrekkelijk aandeel voor de langere termijn, als onderdeel van een goed gespreide portefeuille. Het zal vanwege deze optimistische kijk waarschijnlijk niet verbazen dat ikzelf eerder dit jaar aandelen VF Corp kocht.



DE STRUCTUREEL HOGE WINSTGEVENDHEID, HET GOEDE TRACKRECORD VAN HET MANAGEMENT EN DE LAGE WAARDERING MAKEN VF CORP NU TOT EEN AANTREKKELIJK AANDEEL

HENDRIK OUDE NIJHUIS KIJKT NET ALS WARREN BUFFETT GRAAG NAAR DE VOLGENDE WAARDERINGS-MAATSTAVEN:

RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door het geïnvesteerde kapitaal. De ROIC geeft aan in welke mate een bedrijf uitblinkt in het verdienen van geld. Bedrijven met een hoge ROIC hebben vaak een duurzaam concurrentievoordeel.

EARNINGS YIELD (EY)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de beurswaarde waarbij een correctie is aangebracht voor eventuele schulden en cash. Omdat gerekend wordt met het bedrijfsresultaat en gecorrigeerd wordt voor de balanspositie is de Earnings Yield een betere maatstaf om de waardering van verschillende aandelen met elkaar te vergelijken dan de meer bekende koers-winstverhouding.

De historisch lage rente zorgt voor meer dan lage leenkosten en een lage spaarvergoeding. Het brengt ook gedragsveranderingen met zich mee. **Wat zijn de risico's daarvan?**

DE VERBORGEN RISICO'S VAN DE LAGE RENTE

Als het op de rentestanden aankomt, begeeft de wereld zich op onbekend terrein. Nooit eerder zijn de leenkosten in zoveel landen tegelijk zo laag geweest.

Zo eenvoudig als deze constatering is, zo moeilijk is het om een specifieke oorzaak aan te wijzen. In hoofdlijnen zijn er twee dominante stromingen die lijnrecht tegenover elkaar staan.

Aan de ene kant is te beargumenteren dat centrale banken de rente welbewust omlaagdrukken, en daarbij kwalijke neveneffecten creëren, zoals een onbalans in de economie en de financiële markten. Aan de andere kant is te betogen dat de omstandigheden in de wereld een lage rente nodig hebben en centrale banken juist daaraan tegemoetkomen. Is het huidige renteniveau natuurlijk of kunstmatig, dat is de vraag.

DE EVENWICHTSRENTE

Een belangrijke voorvechter van de denkrichting dat centrale banken slechts de behoefte van de markt bedienen, is Ben Bernanke. Als voormalig voorzitter van de Federal Reserve, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, heeft hij de rente naar het nulpunt gebracht en ongekende hoeveelheden geld gecreëerd.

DE VEB ONTVANGT REGELMATIG VRAGEN OVER BELEGGINGSPROPOSITIES MET ONWAARSCHIJNLIJK HOGE 'GEGARANDEERDE' RENDEMENTEN

In een blog voor het Brookings instituut, een Amerikaanse denktank, heeft Bernanke zijn visie ooit eens uit de doeken gedaan. De econoom geeft aan dat het belangrijk is om te kijken naar de zogeheten evenwichtsrente. Dit is de rente die correspondeert met de volledige benutting van kapitaal en arbeid.

Afhankelijk van de investeringskansen in de economie varieert dit renteniveau. In een stagnerende economie zijn er minder investeringskansen en is een lagere evenwichtsrente te verwachten dan in een groeiende economie. Het is volgens Bernanke aan de centrale bank om te proberen de beleidsrente richting het gewenste niveau te sturen om de productiemiddelen arbeid en kapitaal ten volle te benutten.

Dat is een delicaat proces. Een te hoge rente belemmert investeringen, omdat de leenkosten dan hoger zijn dan het potentiele rendement. Een kunstmatig laag gehouden rente zorgt volgens Bernanke weer voor oververhitting van de economie en inflatie.

BEWEGEND DOELWIT

Maar niet iedereen volgt de redenering dat de markt een lage rente heeft afgedwongen. Volgens een andere stroming kan een evenwichtsrente nooit nul procent bedragen. Dat heeft met de tijdswaarde van geld te maken.

In de regel is geld vandaag meer waard dan in de toekomst. Met andere woorden, vandaag kun je een bedrag opzijzetten, dat - als het goed is - aangroeit tot een groter bedrag in de toekomst. In de tussentijd is het beschikbaar voor investeringen. Een lage rente maakt investeringen die meer tijd kosten en verder van directe consumptie afstaan aantrekkelijker (en andersom). Zo coördineert de rente de consumptie en investeringen door de tijd heen. Een rente van nul procent zou dit mechanisme al overhoopgooien, een negatieve rente helemaal.

Daarnaast klinkt het sturen

richting de evenwichtsrente beter dan het is, want dit renteniveau is niet waar te nemen. Centrale bankiers sturen dus naar een onzichtbaar doel, dat ook nog eens beweegt.

De recente geschiedenis biedt waardevolle lessen over de wijze waarop excessen zijn ontstaan. Denk daarbij aan de Amerikaanse huizenmarkt tot 2007 of de ICT-sector nog geen decennium daarvoor. Critici wijzen naar monetair beleid. Een deel van het gecreëerde geld heeft destijds zijn weg gevonden naar sectoren die onhoudbare proporties aannamen. En toen de zeepbellen knapten, stonden centrale bankiers al snel klaar met nieuwe maatregelen die ook weer neveneffecten teweegbrachten.

VERBORGEN RISICO'S

Waar de lage rente vandaan komt, is dus voer voor discussie, feit is dat het al enige tijd aan de gang is. En dat heeft, naast problemen in bijvoorbeeld de pensioensfeer, tevens diverse gedragsveranderingen teweeggebracht. De lage rente maakt schulden dragelijker en zet aan tot extra lenen.

IS HET HUIDIGE RENTENIVEAU NATUURLIJK OF KUNSTMATIG, DAT IS DE VRAAG

Toch kan de lage rente ook aanzetten tot extra sparen. In principe verwacht je dat – wanneer sparen meer kost dan het oplevert – je liever geld uitgeeft, rekeningen snel betaalt en facturen laat int, maar het zorgt er ook voor dat je meer geld opzij moet zetten om spaardoelen te realiseren. Iemand die enkele jaren geleden periodiek geld opzijzette, voor bijvoorbeeld een mooie reis, een nieuw interieur of een nieuwe auto, ging ervan uit dat het geld met een bepaald rentepercentage aangroeide. Dit rendement zorgt ervoor dat het eindkapitaal meer bedraagt dan de totale inleg.

Maar de gedaalde rente leidt ertoe dat de eerdere prognose niet uitkomt. Je moet meer geld opzijzetten of langer sparen. Of meer risico nemen natuurlijk, maar dan is van sparen geen sprake meer.

De nieuwe methodiek voor de berekening van de Nederlandse vermogensrendementsheffing spoort beleggers eigenlijk ook aan om meer risico te nemen. En daarbij maakt de fiscus een onderscheid op basis van de hoogte van iemands vermogen. In het stelsel dat dit jaar is ingegaan, zit – gezien de rekenrendementen – de aanname dat mensen met een groter vermogen meer risico nemen. Toch is dat allerminst zeker. Denk bijvoorbeeld aan iemand die zelf moet zorgdragen voor zijn pensioen. Het is dan gebruikelijk om vlak voor de einddatum het vermogen minder risicovol te beleggen.

'GEGARANDEERD RENDEMENT'

Als mogelijk alternatief voor de lage spaarrente en voor de risico's van de financiële markten, spiegelen partijen graag een hoge 'vaste rente' of 'gegarandeerd rendement' voor. De VEB ontvangt regelmatig vragen van haar leden over dit soort beleggingsproposities.

Vaak zijn dit niet-beursgenoteerde beleggingen die buiten AFM-toezicht vallen. Het is dan altijd goed om na te gaan wat de risico's en kosten van de belegging in kwestie precies zijn. Garanties bij beleggingen zijn helaas al te vaak boterzacht gebleken.

De lage rente brengt dus verschillende risico's met zich mee. Voor overheden is de lage rente meestal niet slecht. Ondanks eerdere kritiek op de lage rente kan het Donald Trump – gezien de Amerikaanse schuldenberg – in de kaart spelen. Maar zolang de lage rente kunstmatig is, kunnen maatregelen die goed bedoeld zijn, op termijn toch slecht uitpakken.

Beleggingsfondsen zijn het populairste beleggingsinstrument in Nederland. In samenwerking met fondsenspecialist **Morningstar** presenteren wij op deze pagina's een overzicht van **de belangrijkste** verschuivingen tussen de **verschillende categorieën** en zoomen wij nader in op **drie fondsen** uit één categorie.

powered by MORNINGSTAR

FONDSBELEGGERS ZETTEN HUN GELD WEER AAN HET WERK

Europese beleggers gebruikten de eerste maand van 2017 om hun geld weer in fondsen voor de wat langere termijn te steken. De hoop op een sterkere economische groei zorgde voor instroom van nieuw geld in beleggingsfondsen die actief beleggen in aandelen en obligaties. Toch ging er ook nog relatief veel geld naar geldmarktfondsen: met ruim 30 miljard euro was januari 2017 voor deze categorie de derde beste maand sinds 2007, het jaar dat Morningstar is begonnen met het bijhouden van deze cijfers.

De instroom in aandelenfondsen steekt daar met 3,4 miljard euro misschien wat bescheiden bij af, maar het overgrote deel van dat geld ging naar actief beheerde fondsen en dat staat in scherp contrast met het afgelopen jaar, toen per saldo 86 miljard euro uit deze categorie verdween. De instroom was bovendien de grootste sinds oktober 2015. Twee categorieën die het relatief goed deden waren de wereldwijd actieve *high yield* obligatiefondsen en obligaties in opkomende markten. De cijfers wijzen erop dat beleggers weer wat meer risico durven te nemen.

Een andere duidelijke trend is dat beleggers het beheer op het niveau van de assetallocatie ook steeds meer aan de fondsmanagers willen overlaten. De categorie 'multistrategy', waarin de mixfondsen zich bevinden, was met een groei van 21,6 procent (jaar-op-jaar) de sterkst groeiende categorie. Met een totaal vermogen onder beheer van 162 miljard euro is deze groep echter nog altijd een stuk kleiner dan de aandelenfondsen, waarin ruim 400 miljard is ondergebracht.

Op de wereldkaart valt het sterke herstel van Brazilië op. Fondsen die in dit land beleggen, namen 13,7 procent in omvang toe. Ook Turkije, Noorwegen en Rusland verwelkomden nieuw geld. Drie van deze vier landen profiteren direct van het aantrekken van de olieprijs; Turkije als buurland van verschillende oliestaten vooral indirect dankzij de vele pijpleidingen door het land en de omvangrijke raffinaderijen.

EEN ANDERE DUIDELIJKE TREND IS DAT BELEGGERS HET BEHEER OP HET NIVEAU VAN DE ASSET ALLOCATIE OOK STEEDS MEER AAN DE FONDSMANAGERS WILLEN OVERLATEN

Canada, Nederland, Australië en Nieuw-Zeeland waren de landen met de grootste uitstroom, hoewel de percentages hier niet schrikbarend hoog te noemen waren.

DRIE OBLIGATIEFONDSEN TEGEN HET LICHT

Deze maand leggen we drie fondsen in de categorie Europese overheidsobligaties naast elkaar. De lange rente lijkt langzaam weer wat op te lopen. In de loop van dit jaar kunnen verkiezingen in verschillende landen gevolgen hebben voor rentestanden, zeker als Europa-sceptici ergens de macht grijpen.

Sinds de overwinning van Trump zit de rente op staatsobligaties zowel in de Verenigde Staten als in Europa weer in de lift. Dit betekent dat de koersen wat naar beneden kwamen, maar nog niet zo ver dat renteniveaus heel ruim boven het nulpunt liggen. Voor Nederlandse staatsleningen geldt dat de looptijden tot pakweg 7 jaar een negatieve 'yield' kennen, een staatslening met een looptijd van 30 jaar levert de belegger per jaar effectief net 1 procent op.

De staatsobligatie is misschien wel de veiligste beleggingscategorie die er is als het gaat om zekerheid

FONDSFOCUS			
FONDSNAAM	BlueBay Investment Grade Euro Government Bond Fund	Parvest Bond Euro Government Privilege	Vanguard Euro Government Bond index
ISIN CODE	LU0995160891	LU0111549217	IE0007472115
LOPENDE KOSTEN	0,31	0,73	0,25
PIJLERS			
PROCES	Het onderscheidende vermogen van het proces ligt in de fundamentele aanpak van het kredietonderzoek voor overheden, aangevuld met macro-inputs.	Het beleggingsproces maakt gebruik van gevarieerde performance drivers en is door de tijd heen goed uitgevoerd.	Het doel is om het rendement van de index te leveren tegen de laagst mogelijke kosten voor de belegger.
RENDEMENT	Op de lange termijn heeft het fonds aanzienlijk beter gepresteerd dan zijn benchmark en het categorie-gemiddelde.	Het fonds heeft zijn concurrenten in de tijd overtroffen, maar niet zijn referentie-index.	Een goed track record en positieve prestatiesranking ten opzichte van de categorie.
TEAM	Het ervaren beheertrio maakt gebruik van de groeiende competenties in staatsleningen van het team.	Het fonds beschikt over een ervaren manager en een stabiel team.	Het EMEA vastrentende team wordt geleid door een ervaren Vanguard-veteraan.
FONDSHUIS	BlueBay heeft een sterke stamboom in vastrentende waarden, maar heeft ruimte voor verbetering om zijn praktijken meer investeerder-vriendelijker te maken.	Parvest behandelt zijn beleggers correct, maar er is plaats voor verbetering.	De bron van Vanguard's concurrentievoordeel en de hoeksteen van haar cultuur is de wederzijdse eigendomsstructuur.
KOSTEN	Het fonds is duurder dan de gemiddelde concurrent.	Het fonds is duurder dan het gemiddelde in de categorie.	De kosten zijn concurrerend ten opzichte van de categorie, maar hoog voor een Vanguard-fonds.
EINDOORDEEL			
MORNINGSTAR ANALYST RATING	Bronze — Een solide aanbod waar een set brede portefeuille-richtlijnen effectief worden benut.	Bronze — Dit fonds is een waardige optie voor beleggers die het kunnen kopen tegen redelijke kosten.	Silver — Een nauwkeurige tracker die bovengemiddelde rendementen biedt ten opzichte van zijn categorie, maar er prijzig uitziet.

over de aflossing; tussentijdse koersbewegingen kunnen desalniettemin groot zijn.

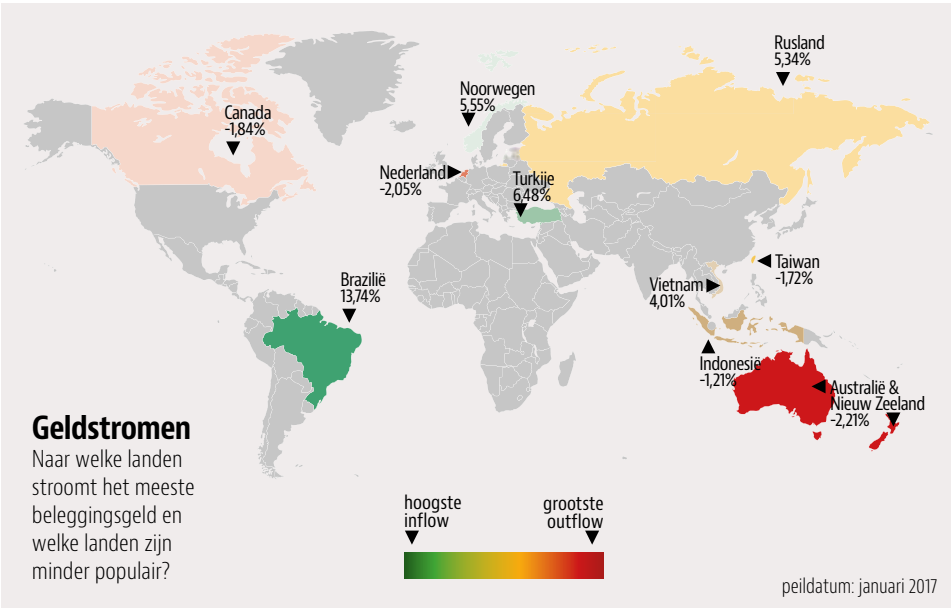
Zodra beleggers echt beginnen uit te gaan van een hogere inflatie, zullen zij een hogere vergoeding willen voor het geld dat zij uitlenen. Dat kan de beurskoersen van staatsobligaties flink pijn doen.

Het *BlueBay Investment Grade Euro Government Bond Fund* wordt sinds de start in 2011 gerund door een team van drie dat eerder bij Invesco in dezelfde samenstelling werkte. Het drietal maakt met succes gebruik van de mogelijkheid die het heeft om deels buiten de obligaties in de benchmark te beleggen, waardoor de resultaten zeer goed zijn. Wat ook helpt, is dat het kostenniveau met 0,31 procent acceptabel is. Wie naar de portefeuille kijkt, ziet wel dat er wat meer risico wordt genomen om de goede prestaties te behalen: in obligaties met de hoogste rating (AAA) wordt nauwelijks belegd, terwijl die toch een flink deel van de benchmark uitmaken. Obligaties met BBB of BB als kredietbeoordeling zijn juist oververtegenwoordigd.

VANGUARD IS MET EEN DOORLOPENDE KOSTENFACTOR VAN 0,25 PROCENT DE VOORDELIGSTE VAN DE DRIE

Het fonds *Parvest Bond Euro Government Privilege* heeft een duidelijk groter contingent AAA-papier in portefeuille, maar ook hier is de categorie BBB de grootste. Dit fonds blijft qua performance wat achter bij BlueBay, en dat kan ook komen door de aanzienlijk hogere kosten (0,73 procent). Zowel BlueBay als Parvest krijgen van Morningstar op basis van de vijf kwalitatieve beoordelingspilaren een Bronze Rating.

Het indexvolgende *Vanguard Euro Government Bond Index*-fonds staat wat dat aangaat een treetje hoger en krijgt van Morningstar een Silver Rating. De portefeuille bevat bijna 700 obligatieposities, veel meer dan de portefeuilles van de andere twee fondsen in dit overzicht. Dit fonds is met een doorlopende kostenfactor van 0,25 procent ook nog de voordeligste van de drie.



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

ADVERTENTIE

TEKST ERIC VAN DEN HUDDING

SLIGRO'S BELGISCHE EXPANSIESTRATEGIE

IS TRENDBREUK MET CONSERVATIEF VERLEDEN

Het is voor iedere belegger duidelijk dat de waarde van Sligro in de groothandelsketens en niet in de supermarkten zit. **Maar op de Nederlandse markt is nauwelijks sprake van groei,** en het is de vraag of Sligro eenzelfde dominante positie kan opbouwen bij onze zuiderburen door hier groothandels over te nemen.

Sinds de beursgang van Sligro in 1989 kenmerkt het bedrijf, dat voor 34 procent in handen is van familie Slippens, zich door conservatisme en een defensieve ondernemingsstrategie.

Beleggers die er vanaf het eerste uur bij waren, maakten een smakelijk rendement van 17 procent per jaar. De AEX bracht in dezelfde periode slechts 5 procent per jaar op.

Sligro is een bedrijf dat waarde creëert: in de laatste tien jaar lag het rendement op geïnvesteerd kapitaal structureel boven de kostenvoet van kapitaal. Het rendement staat wel iets onder druk: in 2016 bedroeg het percentage 8,7. Een reeks overnames, waaronder het Belgische Java Foodservice, en investeringen in de ombouw van supermarkten leidden tot een hoger geïnvesteerd kapitaal terwijl dit in de winsten nog niet volledig tot uiting komt.

Een dieperliggend en fundamenteler probleem voor Sligro is de grote kloof in prestaties tussen de groothandelsactiviteiten (*Food Service*, circa 70 procent van de omzet) en de supermarkttak (*Food Retail*, circa 30 procent van de omzet, kort gezegd de 130 EMTE-supermarkten).

Op basis van de segmentrapportage-cijfers die Sligro verschaft, kan uitgerekend worden dat de groothandelstak een rendement op netto geïnvesteerd vermogen heeft van 14,5 procent. Het rendement van de supermarktactiviteiten blijft steken op circa 5 procent. De rendementen van de supermarkten liggen al jaren onder het rendement dat beleggers eigenlijk eisen, en topman Koen Slippens slaagt er maar niet in het rendement op te krikken. De groothandelstak maakt de kapitaalkosten daarentegen ruimschoots goed.

BELGISCH AVONTUUR

Sligro's kracht zit in foodservice. In de groothandelsmarkt is het bedrijf leider met 24 procent marktaandeel in Nederland. Het is daarmee flink groter dan directe concurrenten Lekkerland (marktaandeel 13,2 procent), Deli-XL (10,8 procent), Hanos (7,6 procent) en Makro (5,9 procent).

Het feit dat de marges bij Sligro daarbij hoger liggen dan bij de grootste concurrent Lekkerland duidt erop dat het bedrijf via schaalgrootte kostenvoordelen heeft gecreëerd. Sligro is op deze markt actief met 50 zelfbedieningsvestigingen (cash-and-carry) en acht bezorgcentra. Sligro kan vaste kosten – distributie, marketing, overhead – over aanzienlijk meer verkochte producten uitsmeren dan de concurrentie. Gunstig is dat een groothandel minder geld in marketing hoeft te steken dan een supermarkt. Daarbovenop heeft Sligro dus door haar omvang ook onderhandelingskracht om gunstig in te kopen.

Sligro hoopt het marktaandeel van de foodservice in Nederland de komende jaren uit te bouwen naar 30 procent, waarmee mogelijk de concurrentiepositie verstevigd kan worden. Het bedrijf zegt te willen expanderen in de snelgroeiende bezorgmarkt, maar het lijkt onvermijdelijk dat

Dit artikel is een bewerking van een analyse van de VEB-Barometer waarin het potentieel van Sligro aan de hand van meerdere beleggingscriteria wordt ingeschat. Voor dit artikel is ingezoomd op het criterium duurzame concurrentievoordelen.

Het volledige Barometerrapport vindt u op

www.veb.net/bedrijven-barometer

waar u ook meer kunt lezen over het Barometercriterium corporate governance. De vijf andere criteria worden hieronder kort beschreven voor Sligro.

er overnames nodig zijn om de doelstelling te bereiken. Begin vorig jaar nog nam Sligro De Kweker over met locaties in Purmerend en op Texel.

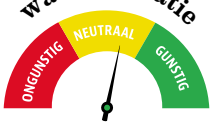
Hoewel het niet onomstotelijk kan worden vastgesteld, is het mogelijk dat Sligro met haar groothandelstak overstapdrempels heeft gecreëerd. Het concern heeft door zijn grote aanbod van versproducten (zoals verse vis via het eigen productiebedrijf Smit Vis) een gedifferentieerde propositie naar klanten, waarbij men hoge kwaliteit producten aan kan bieden tegen een relatief lage prijs. Het is goed mogelijk dat bepaalde klanten niet snel geneigd zijn over te stappen naar een inferieure concurrent. Concurrent Makro richtte zich jarenlang vooral op lage kosten, maar heeft die slag inmiddels verloren. De Kweker (inmiddels dus onderdeel van Sligro) richtte zich jarenlang op hoge kwaliteit, maar had wel hoge kosten. Sligro streeft met haar bezorgdiensten naar een langdurige relatie met horecaklanten, waardoor mogelijk, zij het kleine, overstapdrempels gecreëerd worden.

Aangezien het steeds meer dringen is op de Nederlandse markt zoekt Sligro ook groeimogelijkheden in België. Begin 2016 werd Java Foodservice overgenomen, waarmee Sligro voor het eerst een stap buiten Nederland zette. Java Foodservice (omzet 129 miljoen euro) is de vijfde speler in België en heeft voornamelijk bedrijven en hotels als klant.

Waar Sligro de dominante speler is op de Nederlandse markt is het met een marktaandeel van circa 3 procent een kleinduimpje op de Belgische markt. Recent kondigde Sligro ook de overname van horecagroothandelsbedrijf ISPC (omzet 86 miljoen euro) aan waarmee verder vorm wordt gegeven aan de ambities voor de Belgische markt. Een warm welkom krijgt Sligro niet in België, zo is te lezen in het jaarverslag. “In onze initiële plannen zijn we ervan uitgegaan dat we eind 2016, begin 2017 de deuren van onze eerste vestiging konden openen. Daarbij hadden wij reeds geanticipeerd op het verzet van onze concurrenten op het gebied van vergunningprocedures. Helaas blijkt dat de concurrenten ervoor kiezen ons primair op deze wijze te bestrijden in plaats van met open vizier de concurrentie op de markt met ons aan te gaan.” Het zal waarschijnlijk nog jaren duren voor de Belgische activiteiten eenzelfde rendement opleveren als de Nederlandse activiteiten.

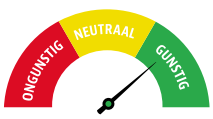
HET ZAL NOG JAREN DUREN VOOR DE BELGISCHE ACTIVITEITEN EEN ZELFDE RENDEMENT OPLEVEREN ALS DE NEDERLANDSE

waardecreatie



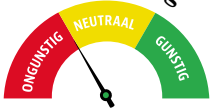
Sligro’s ROIC van 8,7 procent ligt hoger dan de kostenvoet op het kapitaal (WACC) van 7,0 procent. Door recente overnames en de ombouw van supermarkten ligt het rendement lager dan in voorgaande jaren. Sligro is de komende jaren mede afhankelijk van het succes in België om de ROIC boven de WACC te behouden en daarmee waarde te creëren voor aandeelhouders.

balans



De balanspositie van Sligro is bijzonder goed. Het bedrijf heeft volgens de gegevens uit het jaarverslag een beperkte nettoschuld positie van 82 miljoen euro. Dat is afgezet tegenover het gerealiseerde bedrijfsresultaat (ebitda) van 156 miljoen euro een verhouding van 0,53. Ten opzichte van vergelijkbare Europese bedrijven en de Nederlandse beursbedrijven is dit solide. De stevige balans is nodig om de komende tijd de overnamestrategie van Sligro verder uit te rollen.

waardering



Sligro wordt op de beurs gewaardeerd tegen een ondernemingswaarde/ebitda-ratio van ruim 10. Met deze ratio is het groothandelsbedrijf hooggewaardeerd ten opzichte van de eigen historie. Hier staat tegenover dat de ebitda de komende jaren naar verwachting met hoge enkelvoudige groei blijft toenemen naar gemiddeld 186 miljoen euro in 2018.

PROBLEEMKIND

De supermarktactiviteiten zijn al jarenlang een probleemkind van Sligro. In deze gefragmenteerde en zeer competitieve sector kan Sligro met haar EMTE-supermarkten nauwelijks meekomen. Dat wordt ook bevestigd door het landelijke marktaandeel van nog geen 3 procent (regionaal hoger met 5 tot 10 procent, voornamelijk in Zuidoost- Nederland). Het bedrijf is landelijk achter Albert Heijn (marktaandeel 35,3 procent), Jumbo (18,4 procent), Aldi/Lidl (16,6 procent) en Plus (6,2 procent) de vijfde speler op deze markt. De operationele winstmarges van de supermarktactiviteiten van Sligro liggen al jaren onder die van de minst grote concurrent Plus, hetgeen hint op gebrek aan schaalvoordelen.

Terwijl het bedrijf wel enigszins profiteert van gezamenlijk inkoop via inkoopvereniging Superunie (goed voor 2000 supermarkten met een gezamenlijk marktaandeel van 30 procent in Nederland), wordt dit tenietgedaan doordat de Nederlandse markt al jaren een op promoties gerichte markt is – lees er is vrijwel permanent sprake van een prijzenoorlog. Supermarktketens moeten grote investeringen doen en zijn niet snel geneigd uit de markt te treden, er bestaan dus zogeheten *barriers to exit*. Daarbij zijn de EMTE-winkels van Sligro geen partij voor de marketingkanonnen van Albert Heijn en Jumbo. Van autonome groeimogelijkheden lijkt op de vergrijzende Nederlandse markt ook nauwelijks sprake.

groei

Sligro heeft het afgelopen halve decennium de verkopen met ongeveer 3 procent per jaar laten groeien tot 2,81 miljard euro. De doelstelling van Sligro is om de autonome omzet – dus zonder overnames – op de middellange termijn te laten groeien met 3 procent per jaar (over de economische cyclus heen). Daarbij wil Sligro ook via acquisities meer kritische massa kweken bij de groothandelsactiviteiten.

dividend

Het aanzienlijke kas genererende vermogen van Sligro maakt het mogelijk een aantrekkelijk dividend aan beleggers aan te bieden. De helft van de kasstroom gaat naar kapitaalinvesteringen, het overige deel is beschikbaar voor overnames en dividend. Over de afgelopen 5 jaar nam het dividend toe met ruim 12 procent per jaar tot 1,30 euro per aandeel over boekjaar 2016. Het reguliere dividend bedraagt 60 procent van de nettowinst, daarnaast is er nog een variabel deel beschikbaar afhankelijk van de financiële situatie bij Sligro. Daarmee komt de payout tot bijna 80 procent.

– Column –

GeBazel over hypotheken

Al jaren achtereen steggelen centrale bankiers met elkaar over het risico van hypotheken en hoeveel kapitaal je daarvoor moet aanhouden. Strijdtoneel is de Bank of International Settlements (BIS) in Bazel.

Amerikaanse banken wijzen daarbij op de hoge risico's van wanbetaling (default), Europese banken daarentegen laten maar lage verliezen zien op hypotheken. Voor Nederland, met zijn relatief grote hypothekenportefeuille, is dit een belangrijk punt. Waarom zijn die verschillen in defaults, in risico's, structureel zo groot?

In Amerika is de hypotheek meer gekoppeld aan het huis dan aan de persoon. Zo is de verleiding groot om huis en haard te verlaten als de huizenmarkt sterk terugvalt, zoals in 2008 en 2009 gebeurde. Je doet de sleutel in een envelop, gooit die door de brievenbus van je hypotheekverstrekker, start de auto en weg ben je. Huren kan elders altijd nog en een faillissement is geen schande in de VS. Bovendien kun je vrij snel opnieuw beginnen. De bank geef je het nakijken.

In Europa ligt dat anders. Hier is de hypotheek gekoppeld aan het huis én de persoon. Weglopen is zinloos, de schuld kleeft aan jou, voor altijd. Een persoonlijk faillissement komt relatief weinig voor, het kost ook jaren om daar weer uit te komen. Hier wil je dan ook niet failliet gaan. Liever bezuinig je op vrijwel alles, zolang je de hypotheek nog maar kunt blijven betalen. Minimale verliezen op hypotheken zijn hiervan het resultaat.

Deze wezenlijk andere juridische positie, gekoppeld aan de verschillen bij faillissement en de mores van hypotheeknemers, verklaren onder meer de verschillen in resultaat op hypotheken. Dat is het echte probleem bij deze besprekingen, die al tijden in een patstelling verkeren. Maar worden die ook zo benoemd? Zouden de Amerikanen dat echt onder ogen willen zien? Ik vrees van niet. Het komt er toch op neer dat hun hypotheeksysteem en moraal eigenlijk niet deugt – en dat is geen fijne conclusie... En zo sleept deze discussie zich al jaren voort. Onze DNB-vertegenwoordigers weigeren toe te geven, en terecht. Ben heel benieuwd hoe dit afloopt.

WOUTER WEIJAND
is Chief Investment Officer bij Providence Capital

MIJNBOUWERS HERVATTEN DIVIDENDBETALINGEN

Grondstoffenprijzen zitten sinds vorig jaar weer in de lift en dat is goed nieuws voor grote mijnbouwgroepen als Anglo American, BHP Billiton, Glencore en Rio Tinto, waarvan er vorig jaar enkele op de rand van faillissement stonden. Het is de vraag of zij nu definitief uit de gevarenzone zijn.

De grote mijnbouwers zijn sterk gesaneerd, of zijn daar nog mee onderweg. Anglo American wil nog maar met een derde van het aantal mijnen verder en zich concentreren op drie grondstoffen. Glencore verkocht de helft van de landbouwtak (Glencore Agri) en ook een aantal koper- en goudmijnen. Bij Rio Tinto en BHP Billiton was de situatie een stuk minder dramatisch, maar ook bij deze bedrijven stond alles in het teken van kostenbesparingen en schuldverlaging. Daarnaast werden dividenden stopgezet of sterk verlaagd.

Een jaar later kunnen we stellen dat de meest extreme scenario's gelukkig werden vermeden. De gevreesde harde landing van de Chinese economie kwam er niet. In de plaats daarvan jaagden overheidsstimuli de prijzen van onder meer staal, ijzererts en steenkool de hoogte in. Dit was een droomscenario voor de mijnbouwers, die hun kasstromen fors zagen aantrekken en hun beurskoersen ook.

Een ton ijzererts kostte op het dieptepunt eind 2015 minder dan 40 dollar. Vorig jaar steeg de prijs met meer dan 80 procent en dat zet dit jaar door: de prijs ligt nu boven 90 dollar. Koper staat op de hoogste prijs sinds 2014 en zowel steenkool als zink werden in amper één jaar twee keer zo duur.

GELD AAN HET WERK

Het snelle herstel van de grondstoffenprijzen bracht de bedrijven meer financiële ademruimte. Die extra buffer kan bijvoorbeeld worden aangewend om de schulden versneld af te betalen. Dat is de meest voorzichtige aanpak. Hogere prijzen laten ook toe om activa die lastig te verkopen zijn toch van de hand te doen. Het gaat daarbij om activa met een hoger dan gemiddelde kostenstructuur of die een geschiedenis van sociale onrust met zich meedragen. Zo heeft Rio Tinto het stilaan gehad met de aanhoudende stakingen en overheidsbemoeienissen bij de Grasberg-mijn in Indonesië. Anglo American overweegt een aantal activa in Zuid-Afrika te verkopen. Maar ook overnames behoren tot de mogelijkheden. De meeste mijnbouwers hebben zich het voorbije decennium verslikt in grote overnamedossiers, maar kleinere strategische transacties zijn niet uitgesloten indien de gelegenheid zich voordoet en dit financieel geen al te grote opofferingen zou vergen.

In de praktijk zal een aanzienlijk deel van de hogere kasstromen naar hogere vergoedingen voor de aandeelhouders gaan. Rio Tinto en BHP Billiton zetten vorig jaar flink het mes in hun dividend en beslisten om dit voortaan te koppelen aan de onderliggende winst. Dit was vroeger niet het geval, waardoor vaak meer werd uitgekeerd dan er geld binnenkwam en de vrije kasstroom negatief was. Glencore en Anglo American hadden eerder al hun dividend opgeschort. Nu het wat

beter gaat, komen die dividenden terug.

Er wordt weer met miljarden gesmeten: Glencore zal dit boekjaar 1 miljard dollar uitkeren en stelt voor 2018 hogere uitkeringen in het vooruitzicht. Rio Tinto verraste met een hoger dan verwacht dividend van 3,1 miljard dollar en gooide er nog een aandeleninkoop van 500 miljoen dollar bovenop. Het tussentijds dividend van BHP Billiton lag voor het gebroken boekjaar 2016-2017 eveneens boven de verwachtingen. Op het vlak van aandeelhoudersvergoedingen zitten beleggers dus wel goed bij de mijnbouwers.

VERDEELDE MENINGEN

De belangrijkste vraag voor beleggers is in hoeverre het prijsherstel van de grondstoffen duurzaam is. Hier lopen de meningen van de sectorspecialisten grondig uiteen. Morgan Stanley, UBS, Liberum Capital en zelfs de Australische regering menen dat met name de ijzererts-prijs te sterk is gestegen. De hoeveelheid opgeslagen ijzererts in de Chinese havens én bij de Chinese staalproducenten lag nooit eerder zo hoog. Deze situatie is erg uitzonderlijk. Bovendien werd in de ijzerertsindustrie de productiecapaciteit niet echt afgebouwd. De grote aanbieders stelden vorig jaar nog hun geplande uitbreidingen uit, maar het is onzeker of en hoe lang die discipline bij hogere prijzen kan worden aangehouden.

De hogere koperprijs kan worden toegeschreven aan tijdelijke productieonderbrekingen bij Escondida en Grasberg, de twee grootste kopermijnen. JP Morgan en vooral Goldman Sachs zijn een stuk optimistischer. Goldman verwacht een herhaling van de krediet-gedreven Chinese groei zoals in 2008 en 2009. De maatregelen van de Chinese overheid zullen de bouw- en infrastructuursector stimuleren en ook de vraag naar metalen verder doen toenemen. Maar het is een ongeschreven regel dat prijstrends altijd langer aanhouden dan vooraf voor mogelijk wordt gehouden. Dit geldt niet alleen voor grondstoffen, maar voor de meeste financiële activa. Eerst zijn er de fundamentele factoren die een trend in gang zetten en daar wordt nadien opgesprongen door speculanten die de beweging nog verder versterken. Dit geldt zowel opwaarts als neerwaarts. De trend keert pas wanneer de onderliggende marktfundamenten veranderen en/of de speculanten hun posities afbouwen.

ER WORDT WEER MET MILJARDEN GESMETEN. MAAR HOE DUURZAAM IS DAT?

DISCIPLINE GEVRAAGD

De financiële positie blijft ook na de recente prijsstijgingen veruit het belangrijkste criterium om mijnbouwers op te beoordelen. Rio Tinto heeft op dit moment de sterkste balans, terwijl ook BHP Billiton de boeken op orde heeft. Glencore en Anglo American zijn nog twijfelgevallen.

De ontwikkeling van de grondstoffenprijzen bepaalt de richting van de beurskoersen en dat geeft de aandelen in deze sector een hoog speculatief gehalte. Beleggers doen er goed aan de hoge kasstromen van nu niet te ver in de toekomst te extrapoleren. Mijnbouwers kunnen snel in oude fouten vervallen en weer op overnamepad gaan.

Beleggers geloven dat Trump kan toveren met belastingen

Donald Trump heeft in zijn eerste maand steken laten vallen op het terrein van immigratie. Maar Trump schept wél een uitstekend groeiklimaat voor de economie. **Zijn kabinet bestaat voornamelijk uit zakenmannen en investeerders.** Hij veroverde het Witte Huis met grote beloftes: drastische belastingverlagingen, deregulering, de heronderhandeling van handelsakkoorden en protectionistische ideeën zoals het optrekken van fysieke én fiscale muren bij de grens.

Trump wil de grootste belastinghervorming ooit doorvoeren in de VS. Voor beleggers is dat opletten geblazen. "Belastingen zijn politiek van aard, maar hebben een grote invloed op de economie, financiën en beleggingen", aldus beleggingsgoeroe John Mauldin. Omdat Trumps fiscale ambities ver reiken, wijdde Mauldin onlangs drie van zijn populaire nieuwsbrieven aan Trumps belastingplannen. Mauldin vreest de onbedoelde neveneffecten van onderdelen. 'Ik schrijf deze nieuwsbrief meer dan zeventien jaar en er is niets dat me banger maakt dan een stap in de richting van protectionisme en een daaruit voortvloeiende wereldwijde handels- en valutaoorlog. Geen andere kracht is destructiever voor uw persoonlijke rijkdom en levensstijl dan deze.'

MINDER REGELGEVING

John Paulson, de vermaarde hedgefondsmanager die in 2008 een vermogen verdiende aan het speculeren op een huizencrisis, schaart zich juist vierkant achter de beloftes van Trump. In het laatste nummer van *Foreign Affairs* schrijft hij dat een lagere vennootschapsbelasting en minder regelgeving zeker zal leiden tot een hogere economische groei. "Landen met hoge belastingtarieven en meer regelgeving (zoals Frankrijk en Italië) boeken lagere groei, terwijl die met lage belastingtarieven en geringe regelgeving (zoals Ierland) een hogere groei neerzetten." Paulson verwacht niets minder dan "een nieuw tijdperk van Amerikaanse welvaart".

ONDANKS KRITIEK VAN LINKS EN RECHTS ZEGT TRUMP DAT FISCALE MAATREGELEN VOOR BEDRIJVEN EN INDIVIDUEN DE BESTE INSTRUMENTEN ZIJN OM DE ECONOMIE AAN TE JAGEN

Trump en zijn minister van Financiën Steven Mnuchin beloven het groeitempo van de Amerikaanse economie te verdubbelen tot 3 à 4 procent per jaar. Trump heeft in tien jaar tijd 25 miljoen banen toegezegd. *America First* is het motto van Trump. Op economisch terrein betekent dat: eigen economie en eigen bedrijf eerst. Consumenten, inkopers van fabrieken en werkgevers worden aangemoedigd met kreten als *buy American* en *hire American*. Al voor zijn aanstelling dwong Trump bedrijven om zich te heroriënteren op investeringen en het scheppen van banen en waarde in eigen land. De belofte van drastische belastingverlagingen deed wonderen. Topmannen zoenden meteen de ring van Trump met aankondigingen van nieuwe fabrieken in de VS.

Raoul Leering, hoofd internationaal handelsonderzoek bij ING, zegt dat de fors lagere vennootschapsbelasting inderdaad goed zal zijn voor de economische groei. "Maar het begrotingstekort wordt flink opgejaagd. Dat moet op termijn worden gecorrigeerd met uitgavenreductie of belastingverhoging. Dat zal de groei dan weer drukken. Daarmee gaat de economische winst dus in ieder geval deels verloren."

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

FISCALE MAATREGELEN

Ondanks kritiek van links en rechts zegt Trump dat fiscale maatregelen voor bedrijven en individuen de beste instrumenten zijn om de economie aan te jagen. Om de belastingverlagingen te financieren, dreigde Trump eerst met straftarieven voor landen als China en Mexico. Later kwam daar het idee van een algemene belasting voor geïmporteerde producten voor in de plaats. In dit plan worden productie in de VS en export beloond. Buitenlandse activiteiten en import worden afgestraft via de zogeheten Border Adjusted Tax (BAT) die de bestaande vennootschapsbelasting zou vervangen.

Niet alleen Mexico, maar ook Europa en Nederland dreigen geraakt te worden door deze algemene heffing voor goederen die door de VS geïmporteerd worden. Voor Nederland is de Verenigde Staten het belangrijkste exportland buiten de Europese Unie. Ruim 8 procent van het geld dat Nederland met export verdient, komt uit de VS. Nederland exporteert industriële producten en voedsel zoals paprika's en bier naar de VS. ASML en Philips zijn belangrijke verkopers van goederen aan de VS. Uit cijfers van het ING blijkt dat de Nederlandse economie voor 3,5 procent afhankelijk is van vraag uit de VS. Dat is ruim boven het EU-gemiddelde van 2,6 procent.

HEINEKEN EN ASML

Neem Heineken. "Heineken zal direct worden geraakt", zegt Leering die vorige maand voor het Economisch Bureau van ING de risico's in kaart bracht. Dat is volgens hem het geval in beide scenario's: als Trump uitkomt op een importheffing voor Mexico alleen of als Trump gaat voor een algemeen importtarief voor alle landen. "Heineken exporteert vanuit Nederland heel veel bier naar de VS: elke dag een zeeschip vol. Importbier heeft bij de Amerikaanse consument een streepje voor. Zodoende kan Heineken een hogere prijs voor zijn bier krijgen dan wanneer het zijn bier in de VS brouwt."

NEDERLAND EXPORTEERT INDUSTRIËLE PRODUCTEN EN VOEDSEL NAAR DE VS, ONDER MEER VAN BEDRIJVEN ALS ASML, PHILIPS EN HEINEKEN

Heineken zal de vraag naar haar bier in de VS zien afnemen als de importheffing er komt en deels wordt doorberekend in de prijs. "Dat gaat dan ten koste van de winstmarge." De zorgen bij ING over ASML zijn minder groot. "ASML is belangrijk voor de Nederlandse export naar de VS, maar het product dat ze maken is zó uniek dat de Amerikaanse afnemer Intel er niet zomaar een alternatief voor kan vinden. Als de prijs van hun machines omhooggaat zal dat niet of nauwelijks tot minder vraag door Intel leiden."

ING noemt net als Wall Street-banken Goldman Sachs en Morgan Stanley de kans niet heel groot dat Trump de algemene invoerheffing durft voor te stellen. Goldman rekent op een correctie op de beurs als beleggers zich realiseren dat de beloofde

→

belastingherziening veel omhanden heeft. De legendarische hedgefondsmanager Seth Klarman van de Baupost Group waarschuwt: "Uitbundige beleggers richten zich op de potentiële voordelen van stimulerende belastingverlagingen, terwijl ze de risico's van het America First-protectionisme en nieuwe handelsbelemmeringen negeren", aldus zijn recentste kwartaalbrief aan zijn aandeelhouders die uitlekte. Ook Michael Zezas van Morgan Stanley denkt dat beleggers zich te veel laten meeslepen. "Het zou naïef zijn om de risico's van falen onvoldoende mee te wegen." Trump heeft veel vrienden in het Congres maar die hebben hun eigen agenda. Zo zegt Republikeins congreslid Kevin Brady dat Trump de Border Adjustment Tax moet meenemen in zijn herziening. "Als je dat niet doet, stijgen de belastingtarieven voor onze lokale bedrijven. Ons systeem zal buitenlandse producten blijven bevoordelen ten opzichte van Amerikaanse producten. We zullen de belangrijkste prikkels om banen en hoofdkantoren naar het buitenland te verplaatsen niet wegnemen."

TEGENGAS

Maar tegengas vanuit de Europese Unie en China is onvermijdelijk. Een importheffing zal worden voorgelegd aan Wereldhandelsorganisatie WTO. Andrew Kenningham, hoofdeconoom van Capital Economics, denkt dat de Border Adjustment Tax niet strookt met WTO-regels maar dat een uitspraak lang op zich zal laten wachten. De WTO behandelde nog nooit een zaak van deze omvang. Een importheffing van 10 procent voor producten uit de Europese Unie brengt de Nederlandse export al 3,7 miljard euro schade toe, aldus ING. De VS wordt zelf ook hard geraakt als handelspartners via identieke maatregelen vergelding zoeken. "Een handelsoorlog betekent voor de VS en de rest van de wereld per saldo een verlies aan welvaart", zegt Leering.

TRUMP WIL HET MOEILIJKER MAKEN VOOR BEDRIJVEN OM BELASTINGEN TE ONTLOPEN VIA HET VERSCHUIVEN VAN WINSTEN, ACTIVITEITEN EN HOOFDKANTOREN

Kenningham: 'Het proces van globalisering is tot stilstand gekomen de afgelopen jaren. Er is een toenemend risico dat het nu in de achteruitgaat." Over mogelijke tarieven aan de grens stelt hij: "Multinationals zullen zich sterk verzetten tegen protectionistische maatregelen." Dat verzet tekende zich de afgelopen maanden af in de VS: exporteurs als Boeing kwamen met hun lobbyorganisaties tegenover grote importeurs als Walmart te staan. Mauldin wijst erop dat de Amerikaanse economie is gestoeld op massale import. Het land heeft niet de capaciteit om die producten allemaal zelf te maken, laat staan tegen concurrerende prijzen. Leering van ING ziet ook een groot probleem ontstaan bij exporterende Amerikaanse bedrijven die voor hun productie zelf veel halffabricaten en grondstoffen importeren. "Een importheffing bezorgt hen dus hogere kosten wat tot lagere winsten of een verslechtering van hun prijsconcurrentiepositie."

Ook op de financiële markten worden de plannen op de voet gevolgd. Het stimuleren van de Amerikaanse export en het verminderen van de invoer duwt de dollar omhoog. Voorstanders beweren dat een tarief van 20 procent zal leiden tot een stijging van de dollar van 25 procent. Daarmee zouden de importeurs feitelijk automatisch gecompenseerd zouden worden. Maar Janet Yellen, voorzitter van de Federal Reserve, waarschuwde daar niet van uit te gaan. In een hoorzitting in het Congres zei ze half februari: "Er is grote onzekerheid over hoe de markten reageren op deze veranderingen. Het is heel moeilijk om dat precies te weten".

UITWASSEN

Vriend en vijand zijn het erover eens dat het huidige belastingstelsel van de Verenigde Staten niet erg gunstig is voor beursgenoteerde bedrijven en leidt tot uitwassen. De vennootschapsbelasting is voor internationale begrippen erg hoog: 35 procent. Amerika heeft een 'wereldwijd' belastingsysteem terwijl bijvoorbeeld het Europese stelsel 'territoriaal' is georganiseerd. Dat betekent dat Amerikaanse multinationals belasting betalen in het land waar ze actief zijn én in de Verenigde Staten als ze de buitenlandse winst terug naar huis brengen. Dat doen bedrijven daarom vaak niet, zij weten via omwegen als Nederland hun gemiddelde belastingdruk flink terug te brengen. Overzeese winsten worden geparkeerd in belastingparadijzen. Trump wil multinationals in de gelegenheid stellen om die honderden miljarden dollars – 2600 miljard om precies te zijn – naar de VS te halen tegen een gunstig eenmalig tarief van 10 procent.

De vennootschapsbelasting wil Trump verlagen van 35 procent naar 15 of 20 procent. Ter vergelijking: Nederland heft 25 procent winstbelasting, het Verenigd Koninkrijk 20, Canada 15 procent, Duitsland 16 procent en Ierland 13 procent. Trump wil het moeilijker maken voor bedrijven om belastingen te ontlopen via het verschuiven van winsten, activiteiten en hoofdkantoren. Trump zoekt bewust het internationale gevecht op met zijn lage belastingtarieven. Hij hoopt zelfs dat zijn eigen land een magneet wordt voor multinationals die zoeken naar het scherpste fiscale tarief.

Philips was een van de bedrijven die productie heeft verplaatst uit de VS naar Mexico. Maar het bedrijf is wel Amerikaanse klanten blijven bedienen en dat soort praktijken zijn doorgaans een doorn in het oog

van Trump. Hij wil die importen fiscaal afstraffen. ING: “Philips zal niet immuun zijn voor een importheffing, maar we denken dat het bedrijf vrij goed in staat zal zijn om de kostenverhoging op te vangen. Philips exporteert namelijk ook vanuit de VS zodat ze tegelijkertijd profiteert van de exportsubsidie die onderdeel is van de Border Adjusted Tax.” De meeste Nederlandse bedrijven die naar de VS exporteren berekenen een kostenverhoging doorgaans slechts deels door aan consumenten. “Gemiddeld komt slechts 30 procent van een kostenverhoging in de prijs terecht. Dit is een belangrijke reden voor onze conclusie dat de VS niet veel wint bij importheffingen en welvaart verliest als de EU dezelfde heffing invoert, aangezien Amerikaanse bedrijven doorgaans een groter deel van kostenverhogingen doorberekenen aan de klant.”

De oude Byron Wien, ooit strateeg bij Morgan Stanley, gelooft dat Trump moeite zal hebben bedrijven terug te halen die activiteiten reeds verhuisd hebben. “Het falen om banen terug te brengen wordt de grootste teleurstelling van de eerste termijn van Trump”, voorspelt hij. In zijn recentste nieuwsbrief schrijft Wien dat de complexiteit om iets in Washington gedaan te krijgen Trump nog zwaar zal vallen. Maar: “tot dusver trekken de aandelenmarkt en de economie zich weinig aan van de turbulentie in Washington. Beleggers kijken uit naar de uitvoering van zijn pro-groei agenda van de belastingverlagingen, de ontmanteling van regelgeving en uitgaven voor infrastructuur. Trump heeft de wind in de rug nu hij zijn economische plan uitrolt. De nieuwe president is geen ideoloog. Laten we hopen dat pragmatisme overheerst in zijn gedrag. Beleggers staan achter hem, zelfs als ze niet voor hem hebben gestemd.”

‘HET FALEN OM BANEN TERUG TE BRENGEN WORDT DE GROOTSTE TELEURSTELLING VAN DE EERSTE TERMIJN VAN TRUMP’

– Column –

Kan pensioen met pensioen?

Slingers in de kantine. Gouden horloge. Roerende woorden van de baas. Het beeld van een werkend leven dat ceremonieel gescheiden is van ons pensioen ligt diep verankerd in ons denken.

De vraag is of dit pensioencliché nog wel strookt met onze werkelijkheid. De meeste mensen willen niet veertig jaar doorploeteren en daarna alleen maar zeilen en op de kleinkinderen passen. We willen werk dat ertoe doet en bij ons past. En als we dat vinden, willen we daar misschien wel tot ver na ons 67ste mee doorgaan. Misschien is het dus tijd om de verkalkte term pensioen te pensioneren. Waar het voor veel mensen om draait, is financiële vrijheid. De vrijheid om werk te kiezen waar je fluitend naartoe gaat, maar dat misschien minder oplevert. De vrijheid om vanaf het begin van je carrière compromisloze keuzes te maken. Om parttime te werken, een sabbatical te nemen, eerder te stoppen of juist langer door te gaan.
Wie droomt er niet van om deze keuzes te kunnen maken? Wat ons echter weerhoudt, is de vraag: kan ik me dat wel veroorloven? Creatie van financiële vrijheid vergt planning met een vooruitziende blik op een onzekere toekomst.
Maar niet alleen die onzekerheid speelt ons parten. We staren ons vaak zo blind op de status quo dat we zelf niet geloven dat grote veranderingen mogelijk zijn. En dus laten we ook na, te onderzoeken welke financiële stappen je zou kunnen zetten om die keuzevrijheid te bereiken.
Wat de juiste stappen zijn, verschilt per individu. Maar voor iedereen geldt: hoe bescheidener je leeft, ook als je inkomsten stijgen, hoe dichter je financiële vrijheid in de buurt komt. Het mes snijdt namelijk aan twee kanten. En je houdt meer geld over om te sparen voor je vrijheidsbuffer en dat opgebouwde vermogen zingt het, dankzij de lagere uitgaven, jaren langer uit.
Lang leve de vrijheid.

MARIUS KERDEL EN JOLMER SCHUKKEN
zijn oprichters van Triple Partners en auteurs van *De Beleggingsillusie*
www.debeleggingsillusie.nl

SPELREGELS

Beleggers maken heel wat mee, blijkt uit de vele brieven en e-mails die de VEB iedere maand weer krijgt. **Het is lang niet altijd mogelijk daar juridisch iets aan te doen**. Maar medebeleggers waarschuwen kan nooit kwaad, en iets van je afschrijven lucht op.

> SCHRIJF HET DE VEB

De VEB ontvangt vaak brieven of e-mails van beleggers met vragen, klachten of opmerkingen. Wilt u uw verhaal kwijt, heeft u een klacht over uw bank of vermogensbeheerder of wilt u uw mening over een artikel in Effect geven, schrijf het de VEB!

> ADRESGEGEVENS

U kunt uw brief per mail sturen naar effect@veb.net *of op papier naar:*

VEB - Redactie Effect
Postbus 240
2501 CE Den Haag

> LIEVER ANONIEM?

Wij vermelden uw naam en woonplaats. Heeft u dat liever niet, vermeld dat erbij.

MAIL UW BRIEF NAAR: EFFECT@VEB.NET

DELTA LLOYD

Ik heb aandelen Delta Lloyd. Wat gebeurt er als de overname doorgaat en ik bied mijn aandelen niet aan?
(Meerdere leden stelden ons deze vraag)

Beste beleggers,

Indien u uw aandelen Delta Lloyd niet aanbiedt (ook niet tijdens de eventuele na-aanmeldingstermijn), heeft de bieder een aantal mogelijkheden om uw aandelen alsnog over te nemen. Deze mogelijkheden hangen af van het percentage aangemelde aandelen.
Als 95 procent of meer is aangemeld, kan NN een uitkoopprocedure starten en – in overleg met Euronext – de beursnotering beëindigen. Vanaf dat moment is er geen handel meer op de beurs mogelijk. In een uitkoopprocedure stelt de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam een prijs vast waartegen resterende aandeelhouders de aandelen moeten overdragen. In beginsel geschiedt dit tegen de biedprijs, tenzij er bepaalde ontwikkelingen of omstandigheden zijn, waardoor de rechter een andere prijs vaststelt.
NN is voornemens om het bod ook bij een lager aanmeldpercentage door te laten gaan. In een buitengewone aandeelhoudersvergadering op 29 maart aanstaande wordt een zogeheten juridische fusie ter goedkeuring aan Delta Lloyd aandeelhouders voorgelegd. Indien zij het voorstel goedkeuren, kan NN het bod bij aan aanmelding van ten minste 67 procent gestand doen en na een juridische fusie de resterende aandelen alsnog proberen te bemachtigen. Aandeelhouders Delta Lloyd krijgen dan in een bepaalde wisselverhouding aandelen NN voor hun aandelen Delta Lloyd. Indien u de aandeelhoudersvergadering van Delta Lloyd wenst bij te wonen, kunt u dit (voor de uiterste aanmelddatum) aangeven bij uw bank of broker. Deze verzorgt de aanmelding en verstrekt een registratiebewijs om bij de registratiebalie te overhandigen.

ANALISTEN-ADVIEZEN

Geachte heer/mevrouw,

Op diverse websites, zoals van banken, beleggingsfirma's en adviseurs, zijn beoordelingen van bedrijven en aandelen te zien. Wat me opvalt, is dat bijvoorbeeld op aandeel A de ene adviseur een koopadvies geeft, terwijl de andere een verkoopadvies geeft, en een derde zegt 'houden'.
Zo op het eerste gezicht zou je zeggen: minstens één persoon slaat de plank volledig mis. Kan dit zomaar, adviezen geven zonder onderbouwing of voldoende informatie en/of kennis? En hoeveel eigenbelang zit hierbij in voor de desbetreffende adviseur of expert? Zelf heb ik de indruk dat in veel gevallen het eigenbelang groot is.
Bij voorbaat dank voor uw antwoord.
Vriendelijke groet,
Cees van Dommele

Geachte heer Van Dommele,

In de praktijk blijkt dat het klakkeloos volgen van beleggingsadviezen bepaald geen garantie is voor een goed rendement. Het is zaak een goede inschatting te maken van de kennis en kunde van de adviseur die het advies geeft. Daarnaast zijn er ook onderzoeken geweest die aantoonden dat aandelen met relatief veel verkoopadviezen van analisten het over bepaalde periodes juist heel goed doen. En dat aandelen waarover iedereen "kopen" roept, beter vermeden kunnen worden. Daar komt bij dat het geven van een mening over een aandeel of een andere belegging in principe onder de vrijheid van meningsuiting valt. Iedereen mag wat dat betreft roepen wat hij wil. Wel is het zo dat bewuste misleiding of koersmanipulatie niet is toegestaan. Dat kan inderdaad het geval zijn bij het door u gememoreerde eigenbelang.

DUIJVESTIJN

Geachte VEB,
Bij het televisieprogramma *Business Class* van Harry Mens gaat Selwyn Duijvestijn er prat op dat het rendement van zijn fonds MountainShield in 2016 hoger was dan 20 procent en dat hij maandelijks miljoenen erbij krijgt van beleggers. Nu lees ik op internet dat hij 10 procent van de inleg belegt in Inverko, een smallcap waarin hij zelf grote belangen heeft. Als dit waar is, lijkt mij dat er sprake is van belangenverstrengeling. Beleggen in eigen beurs lijkt mij niet de bedoeling en de koers van een smallcap met kleine *free float* en daarmee indirect het rendement van het totale fonds is relatief eenvoudig te sturen. Wat denkt u hiervan?
Met vriendelijke groet, G.L. Bordewijk

Geachte heer Bordewijk,
Wij denken dat u de spijker op zijn kop slaat.

Geachte redactie,
Met interesse heb ik uw artikel op de website van de VEB over het MountainShield fund gelezen (en de dubbelrol van de heer Duijvestijn). Afgelopen week kwam er opnieuw een dubieuze transactie voorbij met de heer Schaaij als tegenpartij. Ik lees op geen enkel mediaplatform een kritische noot over de zeer opmerkelijke transactievoorwaarden. MountainShield gaat een verplichte conversie aan op een koers van 3,50 euro. In andere woorden: hij koopt nu een contract dat hem verplicht stelt om in de toekomst aandelen in VNC te kopen à 3,50 euro. Waarom zou iemand zo'n contract willen aangaan als de slotkoers 2,38 euro per aandeel bedroeg? Dat is een premie van 47 procent. Waarom koopt MountainShield die aandelen nu niet gewoon in de markt voor 2,38 euro? (De koers is ondertussen 2,50 euro). Het ligt niet aan de rentevoet van 5 procent, want dat lijkt me een zeer bedroevende risicocompensatie voor het verlenen van krediet aan een groene-stroom-initiatief voor boeren dat marginaal winstgevend is.
De vraag is wie hier de winnaar is van deze transactie: de heer Schaaij of de heer Duijvestijn? Met dit soort transactievoorwaarden lijkt het mij vrij evident... De heer Schaaij gebruikt zijn aandelenpapier in wat oorspronkelijk een lege beurshuls was (voor de overname van DGB) als valuta voor cash geld, en Duijvestijn is dat schijnbaar bereid te geven. Beleggers in MountainShield krijgen dus naast een lege beurshuls (Inverko), een illiquide micro-cap (Rood Microtec) nog een derde dubieuze 'belegging' in hun portefeuille. Wat ook interessant wordt: hoe wordt deze converteerbare lening in de boeken gewaardeerd? In principe is die meteen minder waard dan de oorspronkelijke 1,2 miljoen, aangezien bij de conversie op 3,50 er een groot verlies wordt geleden.
Wat is jullie mening over deze transactie? Is dit opnieuw een signaal dat particuliere beleggers moeten opletten wat de heer Duijvestijn met hun kapitaal allemaal aan het doen is?
Met vriendelijke groet, Derk

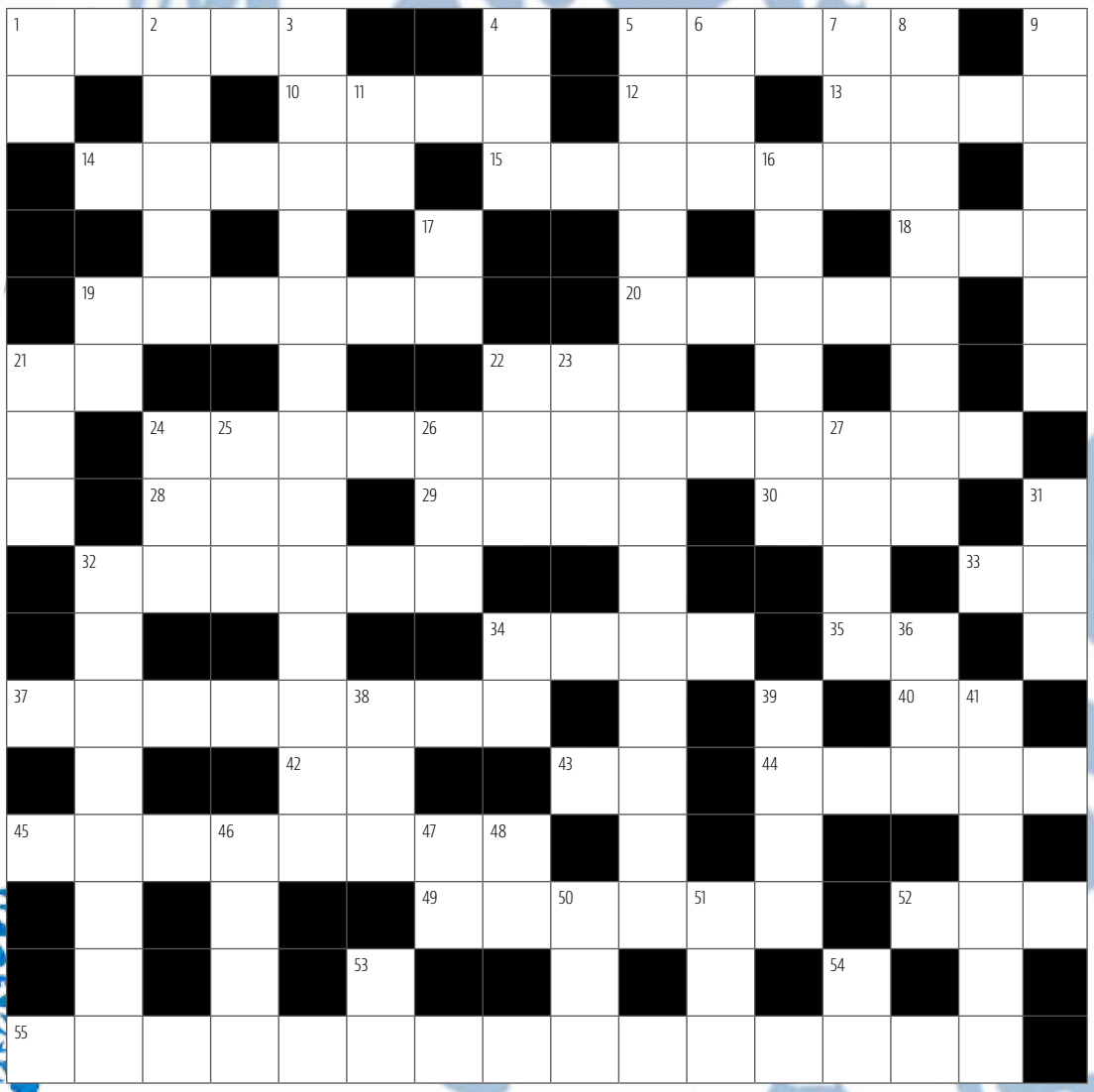
Beste Derk,
De gang van zaken rond MountainShield en Inverko heeft onze volle aandacht. En de mening van de VEB over dit soort transacties blijkt misschien nog wel het beste uit de cover van deze *Effect*. Zie ook het artikel op pagina 7 tot en met 11. Wordt ongetwijfeld vervolgd.

DE GANG VAN ZAKEN ROND MOUNTAINSHIELD EN INVERKO HEEFT ONZE VOLLE AANDACHT

TECHNISCHE ANALYSE

Geachte redactie,
Complimenten met uw blad. Ik lees het al jaren en de laatste jaren heeft u het blad als het gaat om fundamentele analyse een enorme stoot omhoog gegeven. Met deze vorm van analyse kan de belegger onderscheid maken tussen aandelen die de moeite van beleggen waard zijn en die dat niet zijn.
Anders ligt het met de zogenoemde "technische" kant van de zaak. Ik haak in op uw antwoord aan Willem van der Zande. U schreef in de brievenrubriek in *Effect* 2: "Het technische beeld van een index of aandeel wijzigt vaak per dag." Daarmee verwijst u naar de populaire variant van "technische analyse". Het is heel juist dat u deze informatie niet in uw blad opneemt. Het is tegenwoordig echter zeer wel mogelijk om wiskunde te gebruiken om de fundamentele analyse te vervolmaken. Ook op dit gebied heeft de zogenoemde kunstmatige intelligentie geleid tot behoorlijke vorderingen.
Probleem bij de fundamentele analyse is dat de belegger regelmatig aandelen in de portefeuille opneemt die lange tijd niets opleveren of die na enige tijd met verlies moeten worden verkocht.
Dat komt doordat de belegger via fundamentele analyse regelmatig koopt op de top of terwijl het aandeel aan een langdurige daling bezig is. De fundamentele analyse geeft over dit aspect geen informatie.
In tegenstelling tot wat u van mening bent, is het niet zo dat het beeld van een aandeel of index per dag wisselt. Er zijn maar enkele momenten per JAAR dat dat "beeld" wisselt. De wiskunde waarmee dat kan worden bepaald, is redelijk wel bekend tegenwoordig.
Ik denk dat u uw lezers een grote dienst zult bewijzen, wanneer u ook dit aspect van beleggen op de hoogte van de tijd brengt. En inderdaad dat is niet de technische analyse zoals die overal gratis wordt rondgetoeterd.
Met vriendelijke groet,
Martin Boot

Beleggerspuzzel UNILEVER



De volledige oplossing van deze puzzel krijgt u in de volgende *Effect*.

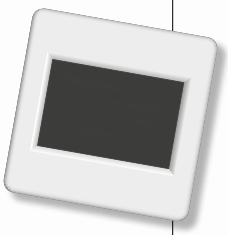
HORIZONTAAL

1 Margarinemerk
5 Voor bakken en braden
10 Rivier in Duitsland
12 Hectare
13 Gort, van de wijn
14 Pindakaasmerk
15 Bekendste babymerk
18 Vijf en zes
19 Bleekmiddelmerk
20 Soepmerk
21 Verbrande turf
22 Plaats in Gelderland, deelt een treinstation met de plaats waar Unilever haar Food Innovation Center bouwt
24 Voorloper van het concern
28 Electric Light Orchestra
29 Komt na de last, meestal
30 Ontkenning
32 Theemerk
33 Zonder, zelfde als 17 verticaal
34 Margarinemerk
35 Nederland
37 Shampoomerk
40 Volkswagen en tekenfilm
42 In antwoord op het mailtje
43 Die investeringsmaatschappij wilde samen met Warren Buffett Unilever overnemen, en toen weer niet
44 Amerikaans president van 1969 tot 1974
45 Soepmerk
49 Wasmiddelmerk
52 Wasmiddelmerk
55 Brabants en Gronings bijvoorbeeld

VERTICAAL

1 Blue Band, of King
2 Kruipen, op zijn Engels
3 Voorloper van het concern
4 Hoofddeksel
5 Sausmerk
6 Knaagdier
7 Farrow, van *Rosemary's Baby*
8 Hebben sommige mensen voor pinda's
9 Smeersel, van 15 horizontaal bijvoorbeeld
11 Frans lidwoord
16 Roman over het zestiende eeuwse Japan van James Clavell, verfilmd met Richard Chamberlain.
17 Voormalig, zelfde als 33 horizontaal
19 Goldman Sachs
21 Zelfde deodorantmerk als 31 verticaal
22 Verdwenen margarinemerk (zo slank zijn als je dochter!)
23 Transparante foto
24 Maand
25 Berg
26 Algemeen beschaafd Nederlands
27 Gas en licht
31 Zelfde deodorantmerk als 21 verticaal
32 Taalkundige
34 Bekende Nederlander of *Brabants Nieuwsblad*
36 Zeepmerk
38 Voorname Leeuw
39 Worst- en soepmerk
41 De topman nu
46 Van dat continent komt de groei bij Unilever, de laatste tijd
47 Universiteitsbibliotheek
48 π
50 IJsmerk
51 Oude naam van de Amsterdamse optiebeurs
53 Een van de twee thuislanden van Unilever, afgekort
54 Ieder jaar in Assen

Catwalker/Shutterstock Inc



OPLOSSING EFFECT 02

V	O	D	A	F	O	N	E	■	A	S	P	E	C	T
E	■	I	■	O	■	■	■	B	■	I	■	D	U	O
R	E	C	H	T	D	O	O	R	■	L	■	■	P	■
E	■	T	■	O	■	E	■	E	■	L	■	E	■	J
N	B	A	■	■	■	F	O	X	■	Y	U	C	C	A
I	■	T	■	S	■	■	■	I	■	W	■	O	■	M
G	R	O	O	T	B	R	I	T	T	A	N	N	I	E
D	■	R	■	I	■	E	■	■	■	L	■	O	■	S
K	W	■	A	F	S	P	R	A	A	K	■	M	■	B
O	■	■	■	F	■	A	■	C	■	S	T	Y	L	O
N	W	B	■	U	■	R	■	N	U	■	■	■	■	N
I	■	U	■	P	L	A	C	E	N	T	A	■	R	D
N	A	R	■	P	U	T	■	■	I	■	O	L	E	■
K	■	B	R	E	X	I	T	■	L	■	R	■	L	■
R	E	E	■	R	■	E	■	B	E	L	T	A	X	I
IJ	■	R	■	L	A	W	■	O	V	■	A	D	■	D
K	■	R	U	I	■	E	M	O	E	■	■	H	■	E
■	E	Y	■	P	I	T	A	B	R	O	O	D	J	E

Hoe presteren aandelen wereldwijd?
Prestaties en kansen in enkele cijfers

PRESTATIES EN

Beurzen wereldwijd

Baltic Dry Index

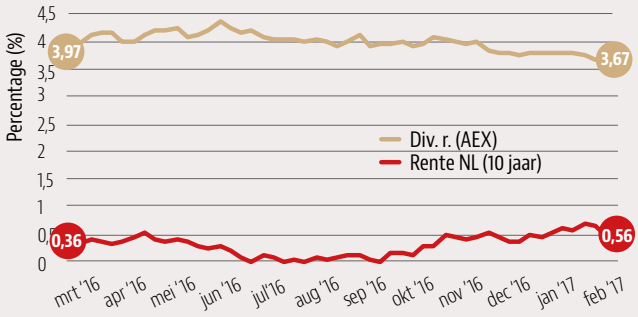
De scheepvaarttarieven voor het vervoer van bulkgoederen. Graadmeter van de wereldhandel.

S&P500 / Goud ratio

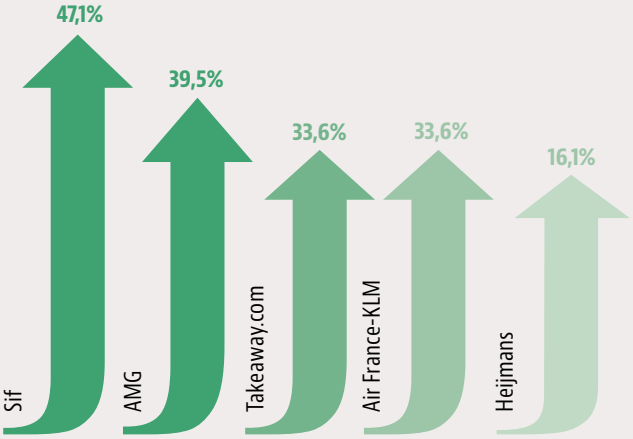
Relatieve waarderingsmaatstaf: prijs van de S&P 500 index ten opzichte van de goudprijs.

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 Nederlandse koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten

Welke Nederlandse aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

1 Kiadis Pharma
2 Probiodrug
3 OCI
4 ForFarmers
5 Sif

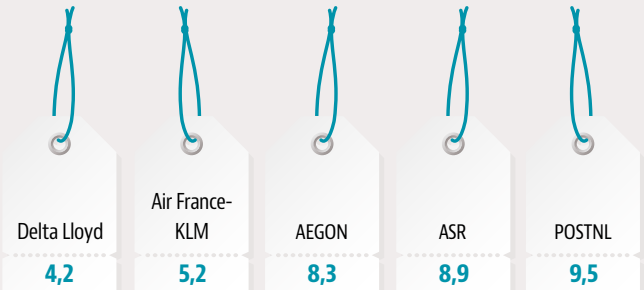
Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

1 Wereldhave	7,6%
2 RD Shell	7,0%
3 NSI	7,0%
4 Eurocommercial Properties	6,3%
5 Vastned Retail	6,0%

De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



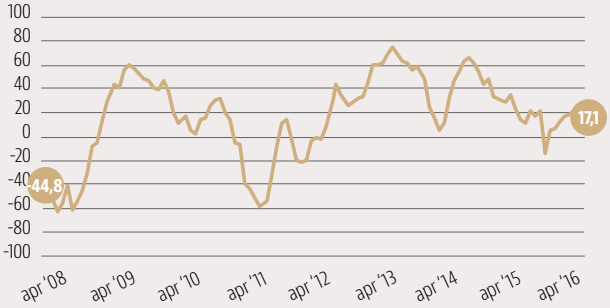
*taxaties voor 2017. Bron: Bloomberg

WAARDERING

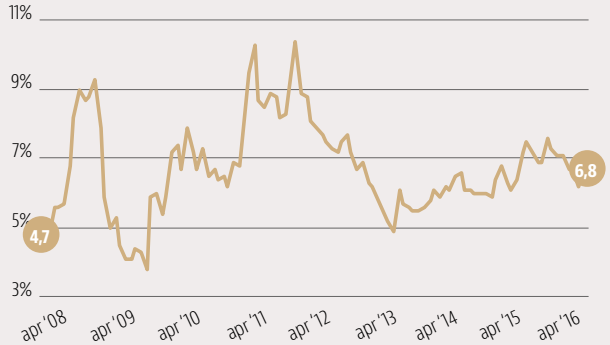
peildatum
2 maart 2017

Beurzen europa

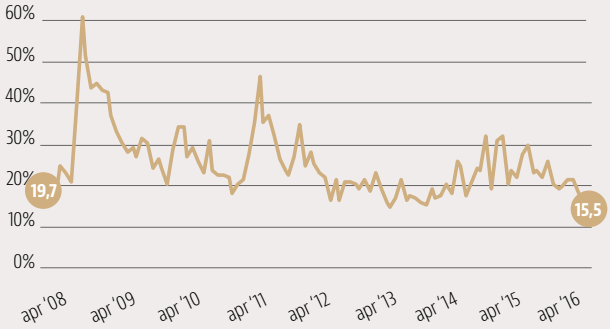
ZEW Eurozone verwachtingsindex
De ZEW-indicator meet de verwachtingen voor economische groei in de Eurozone in de komende zes maanden.



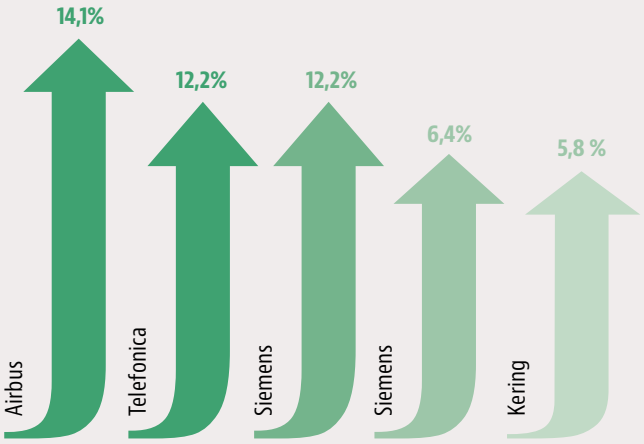
Fed model op Euro Stoxx 50
Het Fed-model geeft een relatieve waarderingsmaatstaf voor aandelen. De grafiek toont de omgekeerde K/W-verhouding van de Euro Stoxx 50 index minus de tienjaarsrente op Europese staatsobligaties.



Europese angstbarometer VSTOXX
De Europese ''VIX'', of de VSTOXX, meet de impliciete volatiliteit van opties op de Eurostoxx 50. Hoe hoger de stand hoe groter de onzekerheid onder beleggers, daarom ook wel aangeduid als angstbarometer.



De snelste Europese koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten
Welke Europese aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

1 Enel
2 Vinci
3 Ryanair
4 Essilor
5 Orange

Hoogste verwachte dividend
Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

1 Intesa Sanpaolo	8,6%
2 Endesa	8,6%
3 Assicurazioni Generali	5,7%
4 Engie	5,7%
5 Eni	5,3%

De goedkoopste aandelen
Op basis van koers-winstverhouding.*

Renault	Volkswagen	Daimler	BMW	ASSICURAZIONI GENERALI
6,2	6,5	8,1	8,6	9,1

*taxaties voor 2017. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen

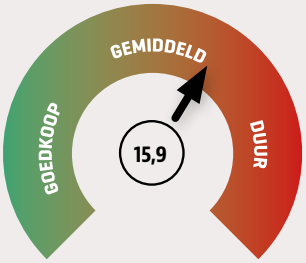
Sterker (+%) of zwakker (-%) ten opzichte van de euro sinds de start van het jaar

Beurzen wereldwijd

PRESTATIES BELANGRIJKSTE BEURZEN	
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)	
Europa (Stoxx 600)	3,5%
VS (S&P 500)	6,4%
VK (FTSE 100)	3,0%
Japan (Nikkei)	1,9%
Zwitserland (SMI)	5,0%
Hong Kong (Heng Seng)	7,1%
Brazilië (Bovespa)	9,3%
Australië (ASX 200)	1,1%
Rusland (Micex)	-8,2%

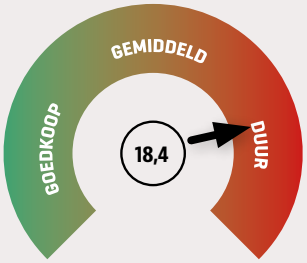
BEST PRESTERENDE BEURZEN	
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)	
JSE Index (Jamaica)	20,0%
Kazakhstan KASE	16,9%
Venezuela Stock Exchange	16,3%

GOEDKOOPSTE BEURZEN	
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.	
NSX Namibië Index	4,4
Blom Stock Index (Libanon)	5,3
Micex (Rusland)	6,2



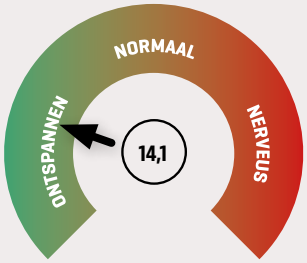
Hoe duur is de AEX?

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



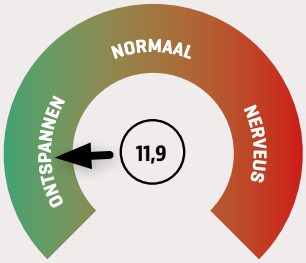
Hoe duur is de S&P 500?

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.



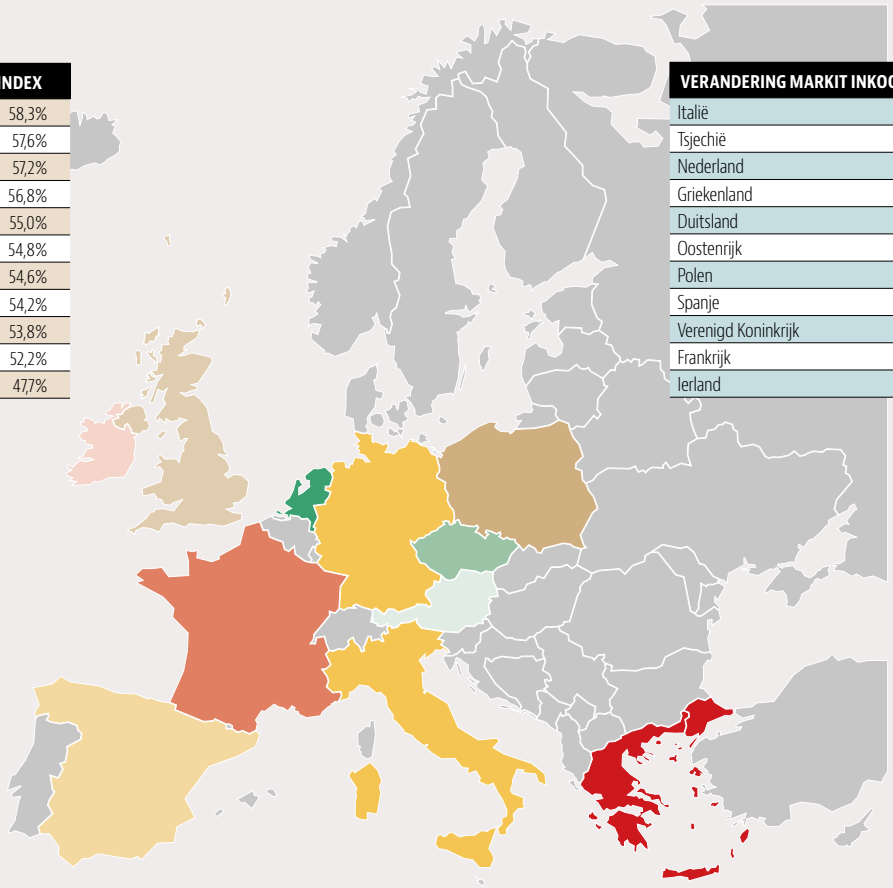
Sentiment S&P 500

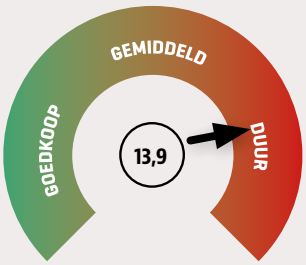
De verwachte beweeglijkheid van de S&P 500 volgens optiebeleggers (VIX). Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.

Inkoopmanagers Europa

STAND MARKIT INKOOPMANAGERSINDEX	
Nederland	58,3%
Tsjechië	57,6%
Oostenrijk	57,2%
Duitsland	56,8%
Italië	55,0%
Spanje	54,8%
Verenigd Koninkrijk	54,6%
Polen	54,2%
Ierland	53,8%
Frankrijk	52,2%
Griekenland	47,7%

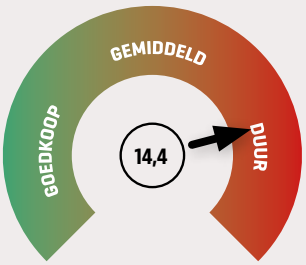
VERANDERING MARKIT INKOOPMANAGERSINDEX	
Italië	3,8%
Tsjechië	3,4%
Nederland	3,2%
Griekenland	2,4%
Duitsland	0,7%
Oostenrijk	-0,2%
Polen	-1,1%
Spanje	-1,4%
Verenigd Koninkrijk	-2,0%
Frankrijk	-2,6%
Ierland	-3,1%





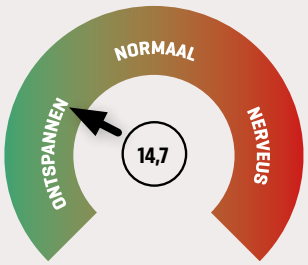
Hoe duur is de DAX?

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



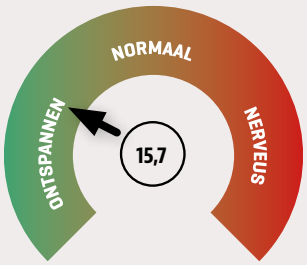
Hoe duur is de Euro Stoxx 50?

Koers-winstverhouding van 50 belangrijkste Europese aandelen op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.



Sentiment DAX

De verwachte beweeglijkheid van de DAX volgens optiebeleggers (VDAX). Vaak gezien als angstbarometer van de beurs.



Sentiment Eurostoxx 50

De verwachte beweeglijkheid van de Euro Stoxx 50 volgens optiebeleggers (VSTOXX). Vaak gezien als angst-barometer van de beurs.

Kerncijfers van de 75 grootste beursgenoteerde bedrijven in Nederland. Een overzicht van de rendementen, analistenaanbevelingen, waardering en de taxaties van winst en dividend.

Legenda *ref. koers:* referentiekoers 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 koopaanbevelingen, hoe hoger de gemiddelde score (maximumscore 3, minimumscore 1); *k/w:* koers-winstverhouding; *div. & div.r.:* dividend per aandeel en dividend rendement. *wpa:* winst per aandeel, *ROE:* rendement op eigen vermogen, *NAV:* Net Asset Value; *price/book:* koers gedeeld door boekwaarde per aandeel; price/sales: koers gedeeld door omzet per aandeel; *Leverage ratio:* eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal; *Solvency II ratio:* solvabiliteitspercentage.

*consensustaxaties Bron: Bloomberg

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Bouw & Industrie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Aalberts Industries	€ 34,65	12,4%	2	6	0	2,3	€ 31,75	1,8%	17,4	2,8	1,2	10,7	€ 0,63	€ 1,99	€ 2,19	-
AkzoNobel	€ 64,81	9,1%	14	10	3	2,4	€ 65,71	2,7%	15,5	2,5	1,0	8,2	€ 1,72	€ 4,18	€ 4,39	€ 4,80
AMG	€ 20,62	39,5%	3	0	0	3,0	€ 20,00	1,4%	17,2	5,2	0,2	8,4	€ 0,28	€ 1,20	€ 1,52	€ 1,55
Aperam	€ 48,69	12,0%	13	3	1	2,7	€ 54,38	3,5%	13,7	1,6	0,4	6,8	€ 1,70	€ 3,55	€ 4,14	€ 4,47
Arcadis	€ 12,94	-2,9%	0	7	1	1,9	€ 12,57	3,7%	10,6	1,1	0,7	7,6	€ 0,48	€ 1,22	€ 1,40	€ 1,52
ArcelorMittal	€ 8,56	21,9%	18	12	2	2,5	€ 9,03	0,9%	11,7	0,9	0,2	5,4	€ 0,08	€ 0,73	€ 0,80	€ 0,90
BAM	€ 5,10	16,2%	6	1	1	2,6	€ 5,96	3,3%	11,4	1,6	0,1	5,6	€ 0,17	€ 0,45	€ 0,55	€ 0,49
Boskalis	€ 34,67	5,1%	2	7	0	2,2	€ 31,79	3,2%	23,0	1,2	1,7	7,8	€ 1,12	€ 1,51	€ 1,73	€ 2,21
DSM	€ 62,34	9,4%	20	9	3	2,5	€ 65,50	2,9%	17,3	1,8	1,2	9,9	€ 1,82	€ 3,61	€ 3,96	€ 4,35
Heijmans	€ 7,21	30,5%	2	4	1	2,1	€ 7,42	3,7%	10,2	0,6	0,1	4,3	€ 0,26	€ 0,70	€ 1,24	€ 2,27
IMCD	€ 45,50	12,4%	4	5	0	2,4	€ 43,67	1,2%	21,8	3,5	0,5	17,5	€ 0,53	€ 2,09	€ 2,22	-
Kendrion	€ 27,47	2,7%	3	1	0	2,8	€ 29,50	3,3%	13,6	2,1	0,7	7,4	€ 0,91	€ 2,02	€ 2,41	€ 2,41
Nedap	€ 37,88	13,4%	1	0	0	-	-	4,5%	16,5	4,5	1,0	10,0	€ 1,72	€ 2,30	€ 2,95	-
OCI	€ 19,10	15,2%	5	0	0	3,0	€ 21,85	-	18,1	3,0	2,7	16,7	€ 0,00	€ 1,06	€ 1,72	-
Philips Lighting	€ 25,80	10,2%	8	8	1	2,4	€ 27,03	4,4%	10,8	1,4	-	5,5	€ 1,14	€ 2,38	€ 2,48	€ 2,46
TKH	€ 39,20	4,3%	6	1	0	2,9	€ 41,25	2,6%	16,4	3,2	0,8	11,8	€ 1,02	€ 2,40	€ 2,82	-
Communicatie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Altice	€ 20,75	10,2%	10	9	0	2,5	€ 21,27	-	38,4	-	3,5	9,7	€ 0,00	€ 0,54	€ 0,97	€ 1,31
KPN	€ 2,69	-4,4%	19	9	5	2,4	€ 3,22	4,9%	24,2	3,3	1,8	7,1	€ 0,13	€ 0,11	€ 0,13	€ 0,16
RELX	€ 16,98	6,2%	13	9	2	2,5	€ 17,53	2,7%	17,9	12,8	2,0	13,8	€ 0,46	€ 0,95	€ 1,02	€ 1,10
Telegraaf	€ 6,14	29,2%	0	1	0	-	€ 5,90	0,7%	43,8	1,2	0,6	26,7	€ 0,04	€ 0,14	€ 0,35	-
Wolters Kluwer	€ 38,70	12,4%	10	8	5	2,2	€ 38,41	2,1%	16,9	4,3	2,6	11,9	€ 0,82	€ 2,29	€ 2,46	€ 2,63
Consumptie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Accell	€ 21,84	-0,3%	1	2	0	2,3	-	3,5%	13,1	1,7	0,5	10,0	€ 0,76	€ 1,66	€ 1,89	-
Acomo	€ 22,55	7,9%	1	3	0	2,3	€ 23,59	4,7%	15,6	3,0	0,8	11,4	€ 1,06	€ 1,44	€ 1,49	€ 1,71
Ahold Delhaize	€ 20,31	1,4%	26	6	2	2,7	€ 23,80	3,1%	15,4	1,6	0,4	6,3	€ 0,63	€ 1,32	€ 1,50	€ 1,67
Beter Bed	€ 15,63	-7,5%	2	6	0	2,3	€ 20,45	5,1%	13,9	4,7	1,0	8,2	€ 0,80	€ 1,12	€ 1,30	€ 1,33
Lucas Bols	€ 17,35	0,1%	2	2	0	2,5	€ 18,00	3,0%	17,5	1,3	-	14,2	€ 0,53	€ 0,99	€ 1,14	€ 1,24
GrandVision	€ 23,64	13,1%	9	4	1	2,6	€ 26,23	1,5%	23,1	7,3	-	12,1	€ 0,35	€ 1,02	€ 1,13	€ 1,24
Heineken	€ 78,40	10,0%	19	12	1	2,6	€ 83,19	1,8%	19,8	3,4	2,1	10,6	€ 1,44	€ 3,96	€ 4,33	€ 4,72
Refresco Gerber	€ 13,89	-3,8%	8	2	1	2,6	€ 16,57	2,6%	11,6	2,2	0,6	7,9	€ 0,36	€ 1,19	€ 1,28	€ 1,38
Sligro	€ 34,77	5,1%	4	5	0	2,4	€ 36,25	3,9%	15,9	2,5	0,5	9,4	€ 1,34	€ 2,19	€ 2,38	€ 2,46
Stern	€ 20,82	17,5%	1	0	0	-	€ 22,00	4,9%	6,5	0,8	0,1	12,6	€ 1,02	€ 3,22	-	-
Unilever	€ 44,75	15,4%	12	18	2	2,3	€ 43,63	3,0%	21,9	7,7	2,4	14,4	€ 1,36	€ 2,04	€ 2,22	€ 2,42
Wessanen	€ 12,56	-5,7%	5	2	1	2,5	€ 13,88	1,3%	26,9	2,6	1,7	16,6	€ 0,16	€ 0,47	€ 0,54	€ 0,62
Energie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Fugro	€ 15,18	4,3%	3	4	2	2,1	€ 17,31	-	-	1,4	0,7	10,3	€ 0,00	-€ 0,46	€ 0,30	€ 0,76
SBM Offshore	€ 14,87	-0,3%	12	2	2	2,6	€ 16,50	1,4%	17,8	1,3	1,4	12,5	€ 0,22	€ 0,83	€ 1,29	€ 2,04
Sif	€ 22,76	47,1%	4	0	0	3,0	€ 22,56	1,9%	12,7	-	-	9,4	€ 0,43	€ 1,79	€ 2,00	€ 1,63
RD Shell	€ 24,89	-2,5%	20	9	4	2,5	€ 29,65	7,0%	14,5	1,1	0,9	6,3	€ 1,75	€ 1,72	€ 2,15	€ 2,53

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Detachering	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/ sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Brunel	€ 15,39	0,0%	2	3	0	2,4	€ 16,30	4,1%	32,4	2,6	0,9	14,7	€ 0,63	€ 0,48	€ 0,67	€ 0,77
Randstad	€ 55,05	6,8%	12	8	2	2,5	€ 57,29	3,7%	13,3	2,6	0,5	9,8	€ 2,02	€ 4,15	€ 4,43	€ 4,56
Gezondheidzorg	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/ sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Fagron	€ 10,22	5,2%	2	2	0	2,5	€ 10,38	0,0%	17,8	4,9	1,2	12,6	€ 0,00	€ 0,57	€ 0,69	-
Galapagos	€ 68,68	12,7%	6	1	0	2,9	€ 73,17	-	-	4,2	20,7	-	-	-€ 1,60	-€ 0,58	-€ 1,31
Kiadis Pharma	€ 7,95	-6,0%	3	0	0	3,0	€ 14,83	-	-	6,4	-	-	-	-€ 0,98	-€ 0,21	-€ 1,15
Philips	€ 29,03	0,1%	16	10	1	2,6	€ 30,10	2,8%	16,8	2,1	1,1	8,7	€ 0,81	€ 1,73	€ 1,96	€ 2,21
Probiodrug	€ 17,43	-3,3%	3	0	0	3,0	€ 30,33	-	10,8	12,4	-	-	-	€ 1,62	-€ 1,29	-€ 2,30
Logistiek	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/ sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Air France-KLM	€ 6,90	33,3%	5	11	8	1,9	€ 6,23	-	5,2	1,6	0,1	2,5	€ 0,00	€ 1,33	€ 1,36	€ 1,87
PostNL	€ 4,25	3,9%	3	8	4	1,9	€ 4,28	5,3%	9,5	-	0,6	4,4	€ 0,23	€ 0,45	€ 0,48	€ 0,53
Vopak	€ 41,39	-7,8%	6	3	4	2,2	€ 43,63	2,6%	16,0	2,2	3,9	9,9	€ 1,10	€ 2,59	€ 2,64	€ 2,82
Technologie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/ sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
ASMI	€ 49,30	15,6%	11	2	0	2,8	€ 52,78	1,7%	17,7	1,5	5,0	18,4	€ 0,83	€ 2,79	€ 3,20	€ 3,68
ASML	€ 116,00	8,8%	19	14	5	2,4	€ 114,13	1,1%	28,6	5,1	7,2	21,0	€ 1,26	€ 4,06	€ 5,12	€ 6,29
Besi	€ 36,00	13,8%	3	1	1	2,4	€ 34,40	4,2%	18,3	4,4	3,6	13,0	€ 1,51	€ 1,97	€ 2,08	-
Gemalto	€ 57,29	4,3%	8	11	4	2,2	€ 58,53	1,0%	14,1	2,1	1,7	9,0	€ 0,55	€ 4,07	€ 4,54	€ 6,04
ICT	€ 10,30	0,5%	1	0	0	-	-	3,3%	12,1	2,6	1,1	9,2	€ 0,34	€ 0,85	€ 0,94	-
Ordina	€ 1,61	-23,3%	0	2	0	-	€ 1,80	2,8%	12,4	1,0	0,4	6,8	€ 0,05	€ 0,13	€ 0,18	€ 0,14
TomTom	€ 8,27	-3,3%	6	4	2	2,3	€ 10,27	-	33,9	1,9	1,9	12,0	€ 0,00	€ 0,24	€ 0,32	€ 0,48
Overig	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	price/ sales	EV/EBITDA	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Basic-Fit	€ 16,60	3,6%	8	0	1	2,8	€ 20,18	-	28,1	-	-	13,9	€ 0,00	€ 0,59	€ 0,89	€ 1,14
Corbion	€ 25,00	-1,7%	5	2	0	2,7	€ 29,05	3,1%	16,5	3,0	1,6	9,0	€ 0,78	€ 1,52	€ 1,56	€ 1,65
Flow Traders	€ 32,60	-0,4%	6	1	0	2,9	€ 37,19	4,1%	14,8	6,2	6,1	0,5	€ 1,33	€ 2,21	€ 2,74	€ 3,31
ForFarmers	€ 7,48	12,5%	5	0	0	3,0	€ 8,02	3,2%	13,4	-	-	8,1	€ 0,24	€ 0,56	€ 0,59	€ 0,62
Intertrust	€ 17,27	3,3%	4	3	0	2,6	€ 19,60	3,7%	11,4	2,1	4,0	11,8	€ 0,65	€ 1,52	€ 1,66	€ 1,80
Takeaway.com	€ 31,41	33,6%	4	3	0	2,6	€ 35,30	-	-	-	1,4	-	-	-€ 0,34	-€ 0,18	-

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Banken	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div.rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
ABN AMRO	€ 22,31	6,0%	12	13	1	2,4	€ 23,79	5,0%	10,6	1,1	4,8%	12,8%	€ 1,12	€ 2,10	€ 2,13	€ 2,26
BinckBank	€ 5,34	-2,9%	1	3	1	2,0	€ 6,25	4,9%	10,2	1,0	10,4%	1,1%	€ 0,26	€ 0,53	€ 0,46	€ 0,63
ING	€ 13,50	0,9%	17	14	1	2,5	€ 14,75	5,2%	11,1	1,1	6,0%	10,2%	€ 0,70	€ 1,22	€ 1,28	€ 1,35
Kas Bank	€ 9,44	12,1%	0	1	0	-	€ 9,00	5,8%	14,3	1,5	5,1%	3,9%	€ 0,55	€ 0,66	€ 1,02	€ 1,39
Van Lanschot	€ 20,26	1,4%	4	1	0	2,8	€ 24,77	5,1%	12,4	0,6	8,5%	3,8%	€ 1,03	€ 1,63	€ 1,90	€ 2,06
Vastgoed	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div.rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Eurocommercial Properties	€ 33,50	-8,4%	9	3	2	2,5	€ 40,26	6,3%	14,9	0,9	€ 37,66	-	€ 2,12	€ 2,25	€ 2,38	€ 2,46
NSI	€ 3,82	6,4%	4	1	0	2,8	€ 4,23	7,0%	11,4	-	-	78,6%	€ 0,27	€ 0,34	€ 0,35	€ 0,35
Unibail-Rodamco	€ 215,85	-4,8%	12	12	0	2,5	€ 241,89	5,0%	18,3	1,2	€ 195,60	-	€ 10,73	€ 11,83	€ 12,58	€ 13,35
Vastned Retail	€ 34,09	-7,5%	5	2	0	2,7	€ 40,23	6,0%	14,1	0,7	-	97,3%	€ 2,06	€ 2,42	€ 2,44	€ 2,45
Warehouses De Pauw	€ 87,70	3,3%	1	4	1	2,0	€ 83,21	5,0%	16,2	1,6	€ 51,20	-	€ 4,41	€ 5,41	€ 5,80	€ 5,91
Wereldhave	€ 41,31	-1,6%	7	5	1	2,5	€ 47,91	7,6%	12,0	0,8	€ 51,47	95,5%	€ 3,12	€ 3,45	€ 3,56	€ 3,49
Verzekeraars	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div.rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Aegon	€ 5,20	-0,6%	5	17	3	2,1	€ 5,06	5,2%	8,3	0,5	155,0%	5,1%	€ 0,27	€ 0,62	€ 0,64	€ 0,66
ASR	€ 25,53	12,9%	8	5	1	2,5	€ 26,19	5,0%	8,9	0,8	191,0%	14,0%	€ 1,29	€ 2,88	€ 2,94	€ 3,02
Delta Lloyd	€ 5,36	0,8%	0	11	2	1,8	€ 5,42	5,2%	4,2	0,8	173,0%	8,0%	€ 0,28	€ 1,27	€ 1,17	€ 1,24
NN Group	€ 29,86	-7,3%	9	7	1	2,5	€ 33,95	5,3%	9,6	0,4	252,0%	6,2%	€ 1,58	€ 3,10	€ 3,38	€ 3,97

Kerncijfers van de 75 grootste beursgenoteerde bedrijven in het eurogebied (buiten Nederland). Een overzicht van de rendementen, analistenaanbevelingen, waardering en de taxaties van winst en dividend.

Legenda *ref. koers:* referentiekoers 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 koopaanbevelingen, hoe hoger de gemiddelde score (maximumscore 3, minimumscore 1); *k/w:* koers-winstverhouding; *div. & div.r.:* dividend per aandeel en dividend rendement. *wpa:* winst per aandeel, *ROE:* rendement op eigen vermogen, *NAV:* Net Asset Value; *price/book:* koers gedeeld door boekwaarde per aandeel; price/sales: koers gedeeld door omzet per aandeel; *Leverage ratio:* eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal; *Solvency II ratio:* solvabiliteitspercentage.

*consensustaxaties Bron: Bloomberg

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Autoindustrie	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
BMW	€ 86,70	-2,3%	15	14	6	2,3	€ 90,08	3,9%	8,6	1,3	0,7	6,6	€ 3,42	€ 10,10	€ 10,39	€ 10,04
Continental	€ 193,14	5,1%	14	14	5	2,3	€ 202,17	2,4%	12,1	2,7	1,0	6,2	€ 4,68	€ 16,01	€ 17,46	€ 19,05
Daimler	€ 69,71	-1,4%	17	13	5	2,3	€ 75,00	4,9%	8,1	1,3	0,6	2,7	€ 3,42	€ 8,61	€ 8,55	€ 8,52
Michelin	€ 107,00	1,2%	11	9	5	2,2	€ 108,43	3,2%	11,6	2,1	0,7	4,9	€ 3,41	€ 9,20	€ 10,37	€ 11,26
Renault	€ 85,88	1,6%	14	9	2	2,5	€ 98,75	4,0%	6,2	0,8	0,4	3,6	€ 3,42	€ 13,81	€ 14,50	€ 15,63
Volkswagen	€ 146,72	7,3%	3	5	2	2,1	€ 148,71	1,7%	6,5	0,8	0,3	1,4	€ 2,43	€ 22,43	€ 24,84	€ 21,93
Consumptie (cyclisch)	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Adidas	€ 161,97	7,9%	13	20	8	2,1	€ 159,22	1,3%	28,3	5,3	0,8	18,2	€ 2,06	€ 5,73	€ 6,86	€ 7,96
Christian Dior	€ 204,75	2,8%	7	4	0	2,6	€ 212,57	2,0%	19,7	3,3	0,8	6,4	€ 4,11	€ 10,41	€ 12,11	€ 13,91
Hermes	€ 419,80	8,0%	6	10	5	2,0	€ 377,80	1,0%	36,4	11,5	7,5	22,5	€ 4,03	€ 11,53	€ 12,58	€ 14,07
Inditex	€ 30,60	-5,6%	28	10	3	2,6	€ 36,05	2,2%	30,0	8,0	4,1	17,4	€ 0,68	€ 1,02	€ 1,17	€ 1,32
Kering	€ 232,00	9,5%	19	12	1	2,6	€ 243,06	2,2%	19,9	2,6	2,0	13,4	€ 5,02	€ 11,63	€ 13,07	€ 14,74
Luxottica	€ 49,50	-3,1%	10	14	1	2,4	€ 55,03	2,0%	25,7	4,1	2,8	12,1	€ 1,01	€ 1,92	€ 2,17	€ 2,29
LVMH	€ 194,10	7,0%	26	13	0	2,7	€ 205,42	2,3%	21,4	3,7	2,2	10,8	€ 4,42	€ 9,06	€ 9,92	€ 10,77
Vivendi	€ 16,68	-7,6%	10	13	5	2,2	€ 19,47	2,8%	24,9	1,1	2,8	15,1	€ 0,46	€ 0,67	€ 0,81	€ 0,96
Consumptie (niet-cyclisch)	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Anheuser-Busch InBev	€ 101,30	0,7%	23	13	2	2,6	€ 111,24	3,6%	22,7	3,0	3,9	15,1	€ 3,63	€ 4,47	€ 5,00	€ 5,51
Beiersdorf	€ 86,42	7,2%	12	13	7	2,2	€ 86,35	0,8%	26,3	4,6	3,0	17,6	€ 0,71	€ 3,29	€ 3,51	€ 3,90
Carrefour	€ 22,81	-0,3%	20	13	0	2,6	€ 26,75	3,1%	13,3	1,8	0,2	6,8	€ 0,72	€ 1,71	€ 1,90	€ 1,98
Danone	€ 62,73	4,2%	20	11	5	2,4	€ 67,82	2,9%	18,5	3,2	1,8	11,3	€ 1,80	€ 3,39	€ 3,74	€ 4,18
Henkel	€ 103,60	4,7%	2	2	1	2,2	€ 119,33	1,7%	17,9	3,0	2,4	12,6	€ 1,74	€ 5,80	€ 6,27	€ 6,70
L'Oreal	€ 176,05	1,5%	15	12	5	2,3	€ 176,83	2,0%	25,2	4,0	3,8	16,2	€ 3,60	€ 6,99	€ 7,46	€ 8,00
Pernod Ricard	€ 108,80	5,7%	14	15	2	2,4	€ 113,33	1,9%	19,4	2,1	3,3	14,4	€ 2,02	€ 5,60	€ 6,06	€ 6,50
Energie	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Eni	€ 15,01	-3,0%	20	10	5	2,4	€ 16,58	5,3%	24,3	1,0	1,0	4,4	€ 0,80	€ 0,62	€ 0,92	€ 1,15
Repsol	€ 14,30	6,5%	15	21	4	2,3	€ 14,49	5,2%	10,5	0,7	0,6	5,3	€ 0,74	€ 1,37	€ 1,43	€ 1,47
Tenaris	€ 15,61	-8,0%	2	7	8	1,6	€ 14,09	2,3%	78,1	1,7	4,3	18,8	€ 0,36	€ 0,20	€ 0,49	€ 0,63
TOTAL	€ 47,80	-1,9%	23	11	1	2,6	€ 52,59	5,3%	12,1	1,2	0,6	5,6	€ 2,51	€ 3,95	€ 4,50	€ 5,08
Industrie	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Aena	€ 135,50	4,5%	10	11	5	2,2	€ 142,62	3,1%	18,4	4,0	5,4	11,9	€ 4,25	€ 7,36	€ 7,71	€ 8,02
Airbus	€ 71,70	14,1%	20	8	3	2,5	€ 73,64	2,1%	20,6	15,0	0,8	6,4	€ 1,51	€ 3,49	€ 4,66	€ 5,85
Cie de Saint-Gobain	€ 45,60	3,0%	14	7	2	2,5	€ 48,06	2,8%	16,1	1,3	0,6	7,2	€ 1,27	€ 2,84	€ 3,23	€ 3,60
Deutsche Post	€ 32,51	4,1%	16	12	3	2,4	€ 33,15	3,0%	14,5	4,7	0,7	9,1	€ 0,99	€ 2,25	€ 2,40	€ 2,38
Kone	€ 40,74	-0,7%	3	15	11	1,7	€ 42,36	3,9%	21,1	7,5	2,4	15,3	€ 1,60	€ 1,93	€ 2,01	€ 2,15
Ryanair	€ 14,32	-1,3%	18	4	1	2,7	€ 17,01	-	13,5	3,6	2,7	8,8	€ 0,00	€ 1,06	€ 1,20	€ 1,29
Safran	€ 68,77	0,5%	7	13	2	2,2	€ 69,71	2,7%	17,9	4,4	1,7	9,6	€ 1,88	€ 3,84	€ 4,26	€ 4,85
Schneider Electric	€ 65,12	-1,5%	13	9	4	2,3	€ 68,00	3,3%	16,5	1,9	1,5	10,4	€ 2,15	€ 3,94	€ 4,30	€ 4,62
Siemens	€ 124,58	9,9%	17	14	3	2,4	€ 129,04	3,1%	15,5	2,7	1,3	10,7	€ 3,83	€ 8,02	€ 8,45	€ 8,99
Thales	€ 91,72	-0,4%	8	8	1	2,4	€ 96,85	2,1%	19,0	4,2	1,3	9,0	€ 1,88	€ 4,83	€ 5,55	€ 5,90
Vinci	€ 69,92	8,1%	21	6	0	2,8	€ 77,97	3,2%	15,2	2,5	1,0	8,9	€ 2,26	€ 4,60	€ 4,96	€ 5,36

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Gezondheidszorg	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Bayer	€ 105,86	6,8%	15	14	2	2,4	€ 111,38	2,7%	13,5	2,9	1,9	8,5	€ 2,88	€ 7,84	€ 8,42	€ 9,02
Essilor	€ 108,50	1,1%	16	6	0	2,7	€ 123,65	1,3%	26,1	3,5	3,2	14,0	€ 1,42	€ 4,16	€ 4,59	€ 5,12
Fresenius Medical Care	€ 79,18	-1,6%	15	13	0	2,5	€ 88,12	1,3%	18,9	2,4	1,4	9,6	€ 1,00	€ 4,18	€ 4,56	€ 5,01
Fresenius	€ 75,83	2,1%	18	7	1	2,7	€ 82,37	0,9%	22,2	3,3	1,4	9,8	€ 0,71	€ 3,42	€ 3,79	€ 4,22
Merck	€ 105,02	5,9%	14	12	1	2,5	€ 110,13	1,2%	16,2	3,5	3,1	12,7	€ 1,23	€ 6,49	€ 6,94	€ 7,37
Sanofi	€ 82,64	7,5%	14	13	3	2,4	€ 84,71	3,7%	14,6	1,9	3,1	10,8	€ 3,03	€ 5,66	€ 6,00	€ 6,48
Technologie	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Amadeus IT	€ 44,55	4,1%	13	14	3	2,3	€ 47,27	0,0%	20,3	7,1	4,3	11,8	€ 0,00	€ 2,20	€ 2,36	€ 2,58
Dassault Systemes	€ 76,78	6,1%	10	9	6	2,2	€ 78,42	0,8%	28,1	5,1	6,4	15,7	€ 0,61	€ 2,73	€ 3,03	€ 3,25
Infineon Technologies	€ 17,26	5,9%	19	14	3	2,4	€ 17,80	1,4%	21,6	3,7	3,0	10,6	€ 0,24	€ 0,80	€ 0,93	€ 1,02
Nokia	€ 4,94	7,7%	19	9	1	2,6	€ 5,34	3,6%	22,9	1,4	1,2	11,5	€ 0,18	€ 0,22	€ 0,31	€ 0,38
SAP	€ 89,97	8,6%	26	13	5	2,5	€ 90,97	1,5%	21,1	4,1	4,9	14,2	€ 1,38	€ 4,26	€ 4,66	€ 5,08
Chemie en grondstoffen	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Air Liquide	€ 102,75	-2,7%	10	13	7	2,1	€ 104,80	2,7%	19,1	2,4	2,1	10,6	€ 2,78	€ 5,39	€ 5,88	€ 6,29
BASF	€ 90,13	2,1%	15	15	5	2,3	€ 90,88	3,4%	17,0	2,6	1,4	8,7	€ 3,07	€ 5,29	€ 5,76	€ 6,08
CRH	€ 33,13	0,5%	16	7	2	2,6	€ 35,03	2,1%	17,9	2,0	1,0	9,5	€ 0,68	€ 1,86	€ 2,16	€ 2,50
HeidelbergCement	€ 90,09	1,6%	12	10	8	2,1	€ 93,52	1,6%	15,2	1,2	1,2	9,5	€ 1,49	€ 5,93	€ 7,32	€ 9,30
Linde	€ 154,30	-1,2%	11	18	4	2,2	€ 163,61	2,4%	20,0	2,1	1,6	8,9	€ 3,67	€ 7,72	€ 8,57	€ 8,79
Telecommunicatie	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Deutsche Telekom	€ 16,24	-0,7%	17	14	3	2,4	€ 17,60	4,0%	17,0	2,6	1,0	6,0	€ 0,65	€ 0,95	€ 1,04	€ 1,09
Orange	€ 14,37	-0,5%	24	10	0	2,7	€ 17,28	4,5%	13,5	1,2	0,9	5,0	€ 0,65	€ 1,06	€ 1,13	€ 1,18
Telefonica	€ 9,90	12,2%	19	16	4	2,4	€ 10,21	4,2%	12,9	2,8	1,0	6,6	€ 0,42	€ 0,77	€ 0,86	€ 0,97
Nutsbedrijven	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w17*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Electricite de France	€ 9,57	-1,1%	5	11	5	2,0	€ 10,12	4,6%	12,4	0,6	0,3	3,1	€ 0,44	€ 0,77	€ 0,84	€ 0,87
Endesa	€ 20,16	0,1%	7	10	10	1,9	€ 19,77	6,5%	15,9	2,4	1,1	7,6	€ 1,32	€ 1,27	€ 1,28	€ 1,36
Enel	€ 4,13	0,7%	26	5	0	2,8	€ 4,65	4,3%	11,8	1,2	0,6	6,6	€ 0,18	€ 0,35	€ 0,39	€ 0,41
Engie	€ 12,61	4,0%	12	10	0	2,5	€ 14,09	5,6%	13,3	0,8	0,5	5,7	€ 0,70	€ 0,95	€ 1,00	€ 1,08
Iberdrola	€ 6,30	3,3%	24	11	0	2,7	€ 6,75	5,0%	14,5	1,0	1,4	9,1	€ 0,32	€ 0,43	€ 0,46	€ 0,50
Innogy	€ 34,05	3,2%	8	13	1	2,3	€ 35,67	4,6%	15,0	3,0	-	8,4	€ 1,56	€ 2,27	€ 2,38	€ 2,39

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Banken	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div.rend.	k/w17*	price/book	solvency II ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
BBVA	€ 6,38	0,6%	10	18	10	2,0	€ 6,49	4,0%	10,5	0,9	7,6%	7,9%	€ 0,26	€ 0,61	€ 0,67	€ 0,69
Banco Santander	€ 5,23	6,5%	14	16	7	2,2	€ 5,23	4,0%	11,5	0,8	7,7%	7,5%	€ 0,21	€ 0,46	€ 0,50	€ 0,55
BNP Paribas	€ 57,67	-4,8%	15	14	4	2,3	€ 63,24	4,8%	9,8	0,8	5,1%	8,6%	€ 2,76	€ 5,87	€ 6,39	€ 6,80
CaixaBank	€ 3,39	7,8%	12	12	5	2,2	€ 3,41	4,0%	12,1	0,9	6,8%	7,7%	€ 0,14	€ 0,28	€ 0,32	€ 0,35
Credit Agricole	€ 11,86	0,7%	11	13	2	2,3	€ 13,02	5,1%	10,8	0,6	4,2%	6,2%	€ 0,61	€ 1,10	€ 1,23	€ 1,36
Deutsche Bank	€ 19,25	11,6%	3	16	17	1,6	€ 16,08	0,3%	14,0	0,4	4,2%	1,2%	€ 0,06	€ 1,38	€ 2,13	€ 2,43
Intesa Sanpaolo	€ 2,29	-5,6%	22	10	1	2,6	€ 2,63	8,6%	10,9	0,8	6,8%	5,3%	€ 0,20	€ 0,21	€ 0,23	€ 0,24
KBC	€ 59,38	0,9%	18	7	1	2,7	€ 65,98	5,0%	11,5	1,6	6,3%	16,4%	€ 2,98	€ 5,15	€ 5,24	€ 5,30
Societe Generale	€ 44,12	-5,6%	16	13	2	2,5	€ 48,49	4,9%	9,9	0,6	4,8%	7,0%	€ 2,18	€ 4,44	€ 4,81	€ 5,03
Verzekeraars	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div.rend.	k/w17*	price/book	solvency II ratio	ROE	div.17*	wpa.17*	wpa.18*	wpa.19*
Allianz	€ 167,21	6,5%	19	13	3	2,5	€ 174,21	4,7%	10,8	1,1	218,0%	11,1%	€ 7,84	€ 15,51	€ 16,28	€ 16,65
AXA	€ 23,20	-3,3%	17	12	1	2,5	€ 25,82	5,2%	9,6	0,8	197,0%	9,1%	€ 1,22	€ 2,42	€ 2,53	€ 2,75
Assicurazioni Generali	€ 13,72	-2,8%	10	14	7	2,1	€ 14,89	5,7%	9,1	0,9	175,0%	8,1%	€ 0,78	€ 1,50	€ 1,56	€ 1,60
Muenchener RE	€ 180,86	0,7%	8	20	9	2,0	€ 177,78	4,8%	11,9	0,9	302,0%	11,8%	€ 8,74	€ 15,20	€ 16,19	€ 16,20
Sampo	€ 43,62	2,4%	11	11	5	2,2	€ 44,65	5,5%	16,0	2,0	154,0%	14,1%	€ 2,38	€ 2,73	€ 2,83	€ 2,91

TIEN TIPS VAN TWEE EXPERTS

SLIM BLIJVEN BELEGGEN IN EEN COMPLEXE OMGEVING

Twee ervaren sprekers en tien tips over beleggen in deze bijzondere tijden. Dat zijn de ingrediënten van dit VEB-seminar. Tijdens deze middag geven Hans Oudshoorn (auteur & beleggerstrainer Binck) en Martijn Rozemuller (oprichter Think ETF's) hun perspectief op de huidige situatie. Hoe bouwen zij in deze omstandigheden een portefeuille op? Hoe gaan zij bijvoorbeeld om met de huidige en toekomstige rente op de obligatiemarkt? Is dit reden tot een strategiewijziging?

1E SESSIE: BELEGGEN ALS EEN VOETBALCOACH

Vindt u het een uitdaging een portefeuille op te bouwen en te onderhouden? Om een strategie aan te houden waarmee u minder gevoelig bent voor koersdalingen? En waarbij u flink profiteert als aandelenkoersen stijgen?
Tijdens de sessie 'Beleggen als een voetbalcoach' geeft Hans Oudshoorn u concrete voorzetten voor verbeteringen in uw portefeuille. Wat komt aan bod tijdens deze tactische bespreking?

- De essentie van portefeuillemanagement
- Risico's beperken en toch het rendement behalen dat ik wens

- Verdedigers voor uw zekerheid (obligaties)
- Middenvelders voor de lange adem (etf's)
- Aanvallers voor scorend vermogen (opties)

Eerdere deelnemers ontdekten hoe ze door het toepassen van een aantal praktische vuistregels een solide portefeuille konden samenstellen. Kom ook, leer beleggen als een voetbalcoach en vertrek met nieuwe strategieën!

2E SESSIE: LAGE KOSTEN EN EENVOUD ALS SLEUTEL TOT SUCCES

Vraagt u zich af hoe u op eenvoudige wijze op lange termijn kunt profiteren van de beurs? Martijn Rozemuller legt uit waarom het goed is, vast te houden aan een simpele strategie waarin lage kosten, brede spreiding en de lange termijn de belangrijkste componenten zijn. Naast deze basis besteedt Martijn aandacht aan de lage rente. Zijn er interessante alternatieven voor obligatie-etf's en waar zou u op moeten letten bij de aanschaf hiervan? Dit komt aan bod:

- Indexbeleggen en een ETF-ABC
- Hoe bouw ik een portefeuille op?
- Voor de jongere generatie: het effect van *compound interest*
- Over kosten en dividendlekkage
- Dividendbeleggen als alternatief voor obligaties?

PROGRAMMA

***Inloop** 14:30 uur*

***Aanvang 1e sessie** 15:00 uur*

***Pauze** 16:15 uur*

***Aanvang 2e sessie** 16:30 uur*

***Borrel en vragenronde** 17:30 uur*

***Einde** 18:00 uur*

GOED OM TE WETEN

***Locatie Eindoven** 4 april 2017 kosteloos*

***Locatie Amsterdam** 16 mei 2017 kosteloos*

Deelname is gratis, inschrijven verplicht op

www.veb.net/events

DIVIDENDKALENDER

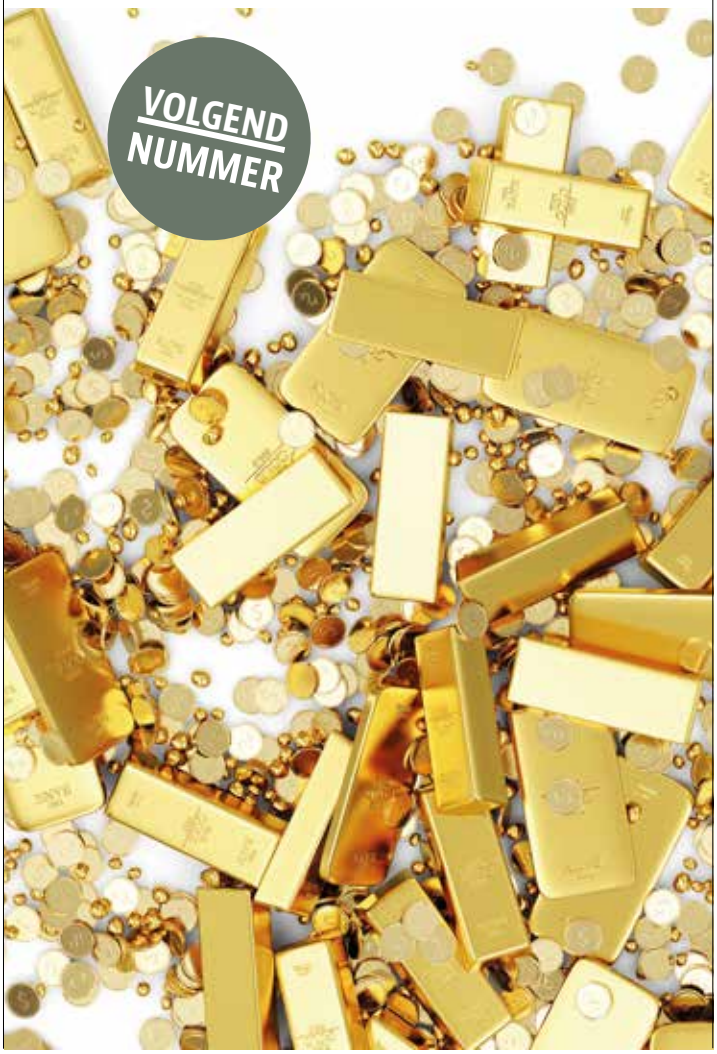
BEDRIJF	DATUM EX-DIVIDEND	BETAALBAARHEIDSTELLING	BEDRAG PER AANDEEL
Sligro	24-mrt	5-apr	€ 0,85
Unibail-Rodamco	27-mrt	29-mrt	€ 5,10
Randstad	3-apr	7-apr	€ 1,89
Nedap	10-apr	19-apr	€ 1,40
Kendrion	12-apr	5-mei	€ 0,78
Ahold Delhaize	18-apr	26-apr	€ 0,57
KPN	18-apr	21-apr	€ 0,07
Aalberts	20-apr	3-mei	€ 0,58
PostNL	20-apr	11-mei	€ 0,12
Vopak	21-apr	26-apr	€ 1,05
Heineken	24-apr	3-mei	€ 0,82
Vastned	24-apr	9-mei	€ 1,32
Wolters Kluwer	24-apr	16-mei	€ 0,60
Wereldhave	25-apr	27-apr	€ 0,77
BinckBank	26-apr	3-mei	€ 0,19
Acomo	27-apr	11-mei	€ 0,75
Akzo Nobel	27-apr	24-mei	€ 1,28
RELX	27-apr	22-mei	€ 0,30
Arcadis	28-apr	18-mei	€ 0,43
ASML	28-apr	12-mei	€ 1,20
[illegible]	3-mei	8-mei	€ 0,35

EFFECT

VOORUITBLIK NR 4, 21 APRIL

BELEGGEN IN GOUD

Bij politieke en financiële spanningen is dit altijd weer een prangende beleggersvraag: moet ik goud kopen? Goud is een traditionele vluchtheuvel, maar wel een met nukken en grillen. Hoe kunnen beleggers het beste in goud beleggen? Of kunnen zij het edelmetaal beter helemaal mijden?



COLOFON NR 3, 17 MAART

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

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

Verder werkten mee aan dit nummer
VEB: Sibe de Bok, Paul Coenen, Errol Keyner, Geert Koster, Paul Koster, Marianne Kraan, Eric van Kuijeren, Niels Lemmers

Extern: Paul Frentrop, Marius Kerdel, Koen Lauwers, Gerben van der Marel, Hendrik Oude Nijhuis, Djaja Ottenhof, Jolmer Schukken, Wouter Weijand

Redactionele ondersteuning en vormgeving
RedactiePartners (www.redactiepartners.nl)
Willemijn van Haeften, Brad Kokke, Suzanne Lommers, Daphna van Maarschalkerweerd, Maaike Vries, Esther van Wezel

Adverteren in Effect of de VEB-nieuwsbrief
Voor informatie of vragen: www.veb.net/adverteren

Directie
P.M. Koster, directeur
mr. dr. P.W.J. Coenen, adjunct-directeur
ir. E. Keyner, adjunct-directeur

Raad van Toezicht
mr. P. Arlman, voorzitter,
mevr. A. Gram MBA, vice-voorzitter,
mevr. drs. M. Beijer RC,
mr. J.A.J. Peeters,
Prof. dr. D.A. de Waard RA MA

VEB
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 VEB kost voor Nederland en België € 75,00 (accept), voor landen binnen Europa € 125,00 en voor landen buiten Europa € 155,00 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 VEB aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit het gebruik van de in deze uitgave opgenomen informatie. De VEB behoudt zich het recht voor aangeboden advertenties te weigeren. Een in deze editie geplaatste advertentie betekent geen aanbeveling van de VEB.
Teneinde de daaraan verbonden rechten ten behoeve van de belangenbehartiging voor haar leden uit te kunnen oefenen, houdt de VEB in alle in Nederland genoteerde beursfondsen een belang van één of enkele aandelen. De VEB 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
HOI 2017 KEURMERK
Effect
ISSN 0165-6341

ADVERTENTIE

WE ARE THE BANK

SERVING CLIENTS SINCE 1864

ONE BANK, **30 MILLION CLIENTS**
76 COUNTRIES, ONE TEAM SPIRIT

BEURS.SOCIETEGENERALE.NL

SOCIETE GENERALE

BUILDING TEAM SPIRIT
TOGETHER

Societe Generale is a credit institution and investment services provider (entitled to perform banking activities and/or to provide investment services other than the operation of Multilateral Trading Facilities) authorised and regulated by the French Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (Prudential and Resolution Control Authority) and Autorité des Marchés Financiers (Financial Markets Authority) and for prudential purpose by the European Central Bank (ECB). Societe Generale is subject to limited regulation by the UK Financial Services Authority («FSA») for the conduct of its business in the United Kingdom. Societe Generale benefits from the EC passport authorising the provision of certain banking and investment services within the EEA. This material has been prepared solely for information purposes and does not constitute an offer from Societe Generale to enter into a contract. Not all products and services offered by Societe Generale are available in all jurisdictions. Please contact your local office for any further information. © 2017 Societe Generale Group and its affiliates. FRED & FARID Paris