

Effect 02

Dit las u nog niet
over de olieprijs

5 KANSSEN NA DE CRASH

INTERVIEW

Superadviseur Jeffrey Sachs
optimistisch over Europa

BRIC

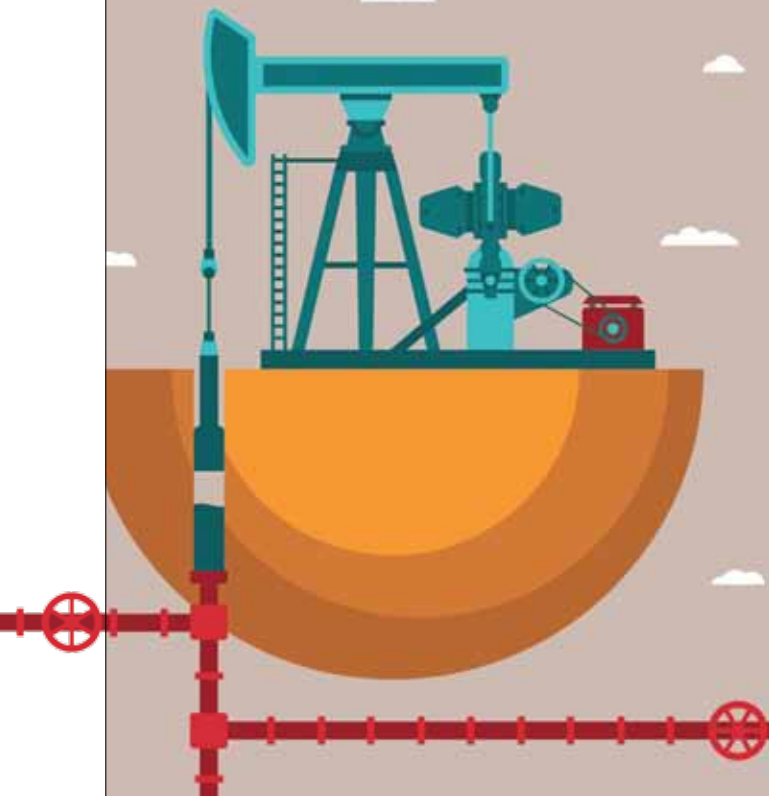
Kwartet groeilanden
valt uit elkaar

GAMECHANGERS

Algen: de revolutie
door het groene goud

BELEGGINGSFONDSEN

Actief en minder actief
beleggen in Japan



COVERVERHAAL

5 MANIEREN OM IN
TE SPELEN OP DE OLIEPRIJS

KANSEN na de oliecrash

Er is al veel inkt gevloeid over de spectaculaire daling van de olieprijs. Welke mogelijkheden hebben beleggers om zich in te dekken tegen – of in te spelen op – grote veranderingen op de oliemarkt?

inhoud

INTERVIEW



Jeffrey Sachs

Als speciaal adviseur van VN secretaris-generaal Ban Ki-moon zet hij zich vooral in voor de bestrijding van armoede. Maar dat weerhoudt Jeffrey Sachs er niet van een uitgesproken mening te hebben over de Europese en Amerikaanse economie.

14

FONDSEN VERGELEKEN

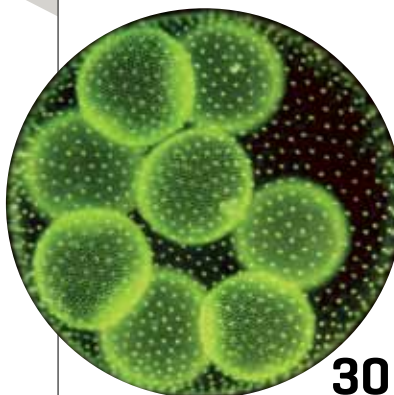
JAPANESE FONDSEN VOOR ACTIEVE EN MINDER ACTIEVE BELEGGER

De Japanse aandelenmarkt is even groot als weinig geliefd onder Nederlandse beleggers. Aan het aanbod kan dat niet liggen. Actieve en minder actieve beleggers hebben ruim de keuze uit beleggingsfondsen die zich richten op Japanse aandelen. Een paar fondsen uitgelicht.

18



GAMECHANGERS



De revolutie door het groene goud

Van algen wordt op termijn veel verwacht. Wetenschappers en bedrijven onderzoeken de toepassingen en schaalbaarheid van dit plantaardig materiaal. Kunnen algen de nieuwe brandstof worden en welke mogelijkheden hebben beleggers?

30

LIDMAATSCHAP

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

www.veb.net/lidmaatschap

72,50
euro per jaar

GM vs. Tesla

DE SLAG OM DE ELEKTRISCHE TOEKOMST

De lage olieprijs is een zegen voor de consument, maar een tegenvaller voor producenten van elektrische auto's. Een interessant moment om eens een traditionele automaker en de bekendste maker van elektrische auto's tegen elkaar af te zetten. Het uit 1897 stammende General Motors versus Tesla, dat in 2003 werd opgericht.

GRONDSTOFFEN

TE GROOT METALEN- AANBOD

**RAAKT GERENOMMEERDE
GRONDSTOFBEDRIJVEN**

De resultaten van bekende bedrijven als aluminiumproducent Alcoa en grondstofhandelaar Glencore drijven op de prijsontwikkelingen in de markten voor basismetalen. De overproductie van metalen zorgt voor moeilijkheden.

46

EN VERDER...

Ten eerste	04
CEO interview: Bols-bestuurders Van Doorne en De Vries	22
Ledenvoordeel	25
Onderzoek: kwaliteit brokers en banken gemeten	26
Ledenvragen	33
Macro: bric in verval	40
VS: problemen in het olieparadijs	42
Het getal: rendement op eigen vermogen	48
Opties: de timespread	50
Statistieken	52
Colofon & Next	58

COLUMNS

Paul Koster 05 Marius Kerdel en Jolmer Schukken 21

Paul Frentrop 28 Sheila Sitalsing 37



34



SECTORFAVORIETEN
KANSEN
IN KLEREN

VRAGEN OVER CORRUPTIE SBM OFFSHORE BLIJVEN BESTAAN

SBM Offshore (SBM) deed de onthullingen van een voormalige jurist begin deze maand af als oude wijn in nieuwe zakken. Maar uit het relaas van een klokkenluider komt een beeld naar voren van corruptiepraktijken die een stuk structureler waren dan SBM zijn aandeelhouders heeft voorgespiegeld.

De klokkenluider in kwestie is een voormalige jurist van SBM, die na zijn ontslag interne informatie aan zijn oude werkgever heeft proberen te verkopen. Toen dat niet lukte heeft hij de openbaarheid gezocht en daarbij mails en opgenomen gesprekken als bewijs aangevoerd.

Vrij Nederland publiceerde eerder deze maand een artikel naar aanleiding van informatie van deze klokkenluider. Daarin komt een beeld naar voren van een onderneming waarin – in ieder geval tot in 2012 – omkoping een wezenlijk onderdeel van de bedrijfsvoering was. Behalve in Angola, Equatoriaal Gui-

nea en Brazilië betaalde SBM volgens de klokkenluider ook in Irak, Italië en Maleisië smeergeld. De corruptieaffaire is daardoor weer opgelaaide en een bron van onzekerheid voor beleggers.

"ONDERZOEK INGEPERKT"

Maar volgens SBM-bestuurder Sietze Hepkema is de informatie oude wijn in nieuwe zakken, zo zei hij de jaarcijferpresentatie op 4 februari. Ook weersprak hij de beweringen van de klokkenluider dat SBM het eigen onderzoek moedwillig heeft "ingeperkt" door Brazilië vanaf een zeker moment buiten het onderzoek te laten.

SCHIKKING

Eind vorig jaar sloot de olieplatformbouwer een schikking van 240 miljoen dollar met het Openbaar Ministerie vanwege smeergeldaffaires in Angola, Equatoriaal Guinea en Brazilië. Ook de Amerikaanse Justitie zal de zaak daarvoor verder laten rusten.

In een vraagggesprek met NRC zei Hepkema medio december dat SBM na de smeergeldaffaires het roer heeft omgegooid. "We zijn nu een witte zwaan in de pikzwarte vijver van de offshore".

Onduidelijk is nog wat de Braziliaanse autoriteiten gaan ondernemen tegen de vanuit

Schiedam en Monaco opererende wereldmarktleider. Ten tijde van het schikkingsnieuws maakten Braziliaanse media gewag van een door de rekenkamer van Brazilië aangekondigde start van een onderzoek naar de handelswijze van wereldmarktleider SBM in het verleden.

Vanaf april 2012 was de bouw van olieproductie- en opslagschepen ruim tweeënhalfjaar in de ban van corruptieonderzoeken. SBM hoopte in 2014 een streep te kunnen zetten onder een inktzwarte periode. Het lijkt er sterk op dat het bedrijf nu toch weer het nodige heeft uit te leggen.

VRIJ NEDERLAND
SCHETST EEN BEELD
VAN EEN ONDERNEMING
**WAARIN OMKOPING
EEN WEZENLIJK
ONDERDEEL VAN DE
BEDRIJFSVOERING WAS**



BLIJVEN ZOEKEN

door Paul Koster



BANKEN KEREN WEER WINST UIT

Beleggers in ING moeten even in hun rekeningoverzichten terugbladeren om de laatste dividenduitkering van de bank te vinden. Om precies te zijn tot augustus 2008, toen de uitkering 6 dubbeltjes bedroeg.

Nu de bank eind vorig jaar het laatste beetje staatssteun heeft afbetaald, mag het weer dividend uitkeren.

De uitkering over 2014 is met 12 eurocent nog bescheiden, al is dit wel 4 cent meer dan waar analisten op hadden gerekend. Voor beleggers die iets meer geduld hebben, zit meer in het vat. ING heeft aangegeven dat het in de komende jaren 40 procent van de winst wil uitkeren als dividend.

IN LIJN MET EUROPA

Dit betekent dat op basis van de huidige winstverwachtingen voor de komende drie jaar beleggers mogen rekenen op een dividend van 0,47 euro, 0,53 euro en 0,54 euro (40 procent van de winst per aandeel).

Dat levert een dividendrendement, verwacht dividend gedeeld door huidige koers, van 4,1 procent in 2015 tot 4,7 procent in 2017.

Deze uitkeringen liggen redelijk in lijn met die van andere

banken in Europa. Banken die enkele jaren geleden nog voor hun bestaan moesten vechten als het Spaanse Santander, het Britse Lloyds en het Zwitserse UBS zijn van plan weer scheutig dividend uit te keren. Het gemiddelde rendement van Europa's 600 grootste banken, zoals opgenomen in de zogeheten Stoxx 600 index, ligt de komende jaren zelfs iets hoger.

De banken lijken dus de crisis achter zich te hebben gelaten, al zal niet iedereen blij zijn met de stevige dividenduitkeringen. De Europese Centrale Bank heeft banken eind vorige maand in een brief opgeroepen voorzichtig te zijn met hun dividendbeleid.

De toezichthouder stelde dat banken hun aandeelhouders wel mogen laten profiteren van de winst, maar dat rekening gehouden moet worden met het feit dat de markt nog niet in optimale conditie verkeert.

De rol van de toezichthouder in het spanningsveld tussen winsten inhouden om de balans te versterken of gebruiken voor dividenduitkeringen aan beleggers, zal interessant worden in de komende jaren.

Wanneer is de waarheid rijp genoeg om als werkelijkheid verteld te worden? Die vraag speelt een belangrijke rol in de vele affaires waarmee beleggers recent te maken kregen. Grote schandalen zoals die rond het Britse Tesco (fraude) en banken als Rabobank (de Libor-affaire) hebben een paar zaken gemeen. Het gaat om affaires die in het verleden hebben plaats gevonden, door het bedrijf en zijn toezichthouders niet zijn aangepakt en uiteindelijk toch in volle hevigheid losbarsten.

Het is aan de raden voor commissarissen van bedrijven en hun accountants om deze zaken grondig te bestuderen omdat hierin een duidelijk dilemma naar voren komt. Want wat doe je als commissaris op het moment dat er 'issues' uit het verleden naar boven komen? Hoe ver ga je terug in de tijd om misstanden te onderzoeken en hoe communiceer je daarover? Bij twee Nederlandse bedrijven die afgelopen jaren noodgedwongen in het eigen verleden moesten graven hadden de neiging om dat slechts beperkt te doen.

Hebben Imtech en SBM de juiste keuze gemaakt door niet meteen openheid van zaken te geven? Ja, zeggen de bestuurders van de ondernemingen. Nee, zeggen diverse klokkenluider die met documenten aan komen zetten om te bewijzen dat Imtech en SBM wel degelijk eerder klare wijn hadden kunnen schenken.

Voor beleggers is het moeilijk om de waarheid te destilleren uit deze tegenstrijdige beweringen. Het wordt allemaal nog lastiger doordat zowel SBM als Imtech profijt heeft getrokken uit de terughoudende informatievoorziening. Als Imtech eerder had opgebiecht dat er mogelijk nieuw onheil in het verschiet lag dan was een extra kapitaalronde in oktober waarschijnlijk volledig mislukt. SBM wist zich te revancheren voor eerdere debacles door in 2013 twee grote orders binnen te halen in Brazilië. Het is de vraag of het bedrijf die opdrachten ook was gegund als bekend was dat er mogelijk smeergeld was betaald bij eerder verkregen opdrachten in het betreffende land.

Bij alle onduidelijkheid is één ding zeker. SBM en Imtech hadden beleggers meer comfort moeten geven bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen. Ruimhartig zoeken naar de waarheid en openheid van zaken geven is daarbij de beste optie op de lange termijn.

Geloof degene die de waarheid zoeken, twijfel aan hen die haar gevonden hebben, schreef de Franse schrijver André Gide honderd jaar geleden. Wij bij de VEB kennen geen twijfel. We blijven zoeken.

DRAGHI JAAGT BELEGGERERS IN JUNK BONDS

Over een paar dagen gaat het kolossale opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank van start. De gevolgen zijn nu al te merken.

Vanaf 1 maart gaat de ECB iedere maand voor 60 miljard euro aan obligaties opkopen. In totaal komt dat neer op meer dan 1.000 miljard euro. Die langverwachte aankondiging van ECB-directeur Mario Draghi had op 22 januari direct twee gevolgen: de euro ging onderuit, de Europese aandelenbeurzen schoten omhoog.

De ECB wil hiermee de economie aanjagen en voorkomen dat de lage inflatie omslaat in deflatie (dalende prijzen). De ECB ziet het liefst een inflatie van zo'n 2 procent. Eigenlijk pompt de centrale bank geld in de economie: banken en grote beleggers krijgen door de verkoop van obligaties meer geld in kas. Dat geld kunnen zij beleggen of uitlenen aan burgers en bedrijven.

ANDERE GEVOLGEN

Er zijn echter ook andere gevolgen te verwachten van de opkoopoperatie en die zijn al voor 1 maart goed zichtbaar. Doordat de prijzen van staatsobligaties worden opgedreven dalen de renteniveaus en



**HET DOET
DENKEN AAN EEN
OP HOL GESLAGEN
KUDDE BUFFELS
DIE BIJ HET ZIEN
VAN EEN LEEUW
INEENS OMDRAAIT**

dus de verwachte rendementen op deze beleggingen. Dit drijft een deel van de beleggers naar effectensoorten waar meer risico in zit, zoals aandelen en obligaties met bovengemiddeld risico.

Deze laatste categorie, de 'high yield'-obligaties, liep na 22 januari sterk op. Volgens de Amerikaanse bank J.P. Morgan, die sinds 2011 gegevens bijhoudt over de bedragen die tussen verschillende beleggingscategorieën heen en weer worden geschoven, hebben beleggers in de laatste week van januari een recordbedrag in Europese 'high yield'-obligaties gestoken. Er werd voor meer dan een miljard euro richting deze categorie geschoven, terwijl de gemiddelde instroom sinds 2011 slechts 95 miljoen euro was.

Het is ten dele een correctie op de maand december, toen er met 516 miljoen euro juist een enorme uitstroom was omdat beleggers zich zorgen maakten over de economische groei. Het doet denken aan een op hol geslagen kudde buffels die bij het zien van een leeuw ineens omdraait.

Op dit moment ligt het ge-



FOTO: TELESNIUK / SHUTTERSTOCK.COM



JUNK BONDS BEOORDEELD

Junk bond (rotzooi obligatie) is een wat cynische benaming voor high yield-obligaties. Het heeft te maken met het hoofdsomrisico dat bij deze obligaties relatief groot is. Bij de aanschaf van obligaties is de kwaliteit van de schuldenaar van groot belang. Hoe lager die kwaliteit, hoe groter de kans dat niet wordt terugbetaald.

Ratingbureaus als Standard & Poor's en Moody's onderzoeken bedrijven op hun kredietwaardigheid en beoordelen hun schulden door middel van ratings, aangeduid met

lettercombinaties. Schulden met de hoogste graad van veiligheid ofwel het geringste faillissementsrisico krijgen van Moody's een rating Aaa en van Standard & Poor's een rating AAA. Vaak geven Moody's en Standard & Poor's eenzelfde rating, maar verschillen komen ook voor.

Hoe lager de rating van een obligatie, hoe hoger het risico en dus hoe hoger (als het goed is) de rentevergoeding zal zijn. Leningen met een rating lager dan Baa/BBB vallen in high yield-categorie en worden ook wel 'junk bonds' genoemd.

gemiddelde rendement van Europese high yield-obligaties rond 4,2 procent, terwijl dat op de hogere categorieën ('investment grade') gemiddeld 1,2 procent is.

Het is de verwachting dat het enorme opkoopprogramma van de ECB de koersen van het high yield-segment verder zal opdrijven. Dat kan deze beleggingscategorie duur maken, maar met de koopkracht van de ECB aan het werk zal het neerwaarts risico ook te overzien zijn.

HOE TE BELEGGEN IN HIGH YIELD?

Zelf beleggen in individuele obligaties is alleen zinnig als voldoende spreiding kan worden aangebracht. Dat geldt nog sterker wanneer voor de wat riskantere obligaties wordt gekozen. Gezien de grote bedragen en de kosten die er dan mee gemoeid zullen zijn is een beleggingsfonds bijna altijd een verstandiger alternatief. Er zijn heel wat fondsen en trackers beschikbaar die zich op het high yield-segment richten.

Een passende tracker is wellicht de iShares Euro High Yield Cor-

porate Bond UCITS ETF. Dit fonds belegt vooral in Europa en behaalt een dividendrendement van ruim 5 procent. Het tickersymbool in Londen is IHYG (isin IE00B66F4759). Deze tracker heeft een total expense ratio van 0,5 procent.

Verder zijn in deze categorie tientallen actieve beleggingsfondsen beschikbaar voor Nederlandse beleggers. Deze proberen geen benchmark te volgen, maar juist te verslaan. Twee beleggingsfondsen van Nederlandse bodem zijn het ING Hoog Dividend Obligatie Fonds (NL0006311813) en het Robeco European High Yield Bonds FH EUR (LU0940007346). Het laatste fonds belegt uitsluitend in Europa, het fonds van ING belegt wereldwijd.

Beide actieve fondsen hebben relatief lage kosten: zo'n 0,7 procent, waarmee zij maar 0,2 procentpunt duurder zijn dan de indexvolger van iShares.

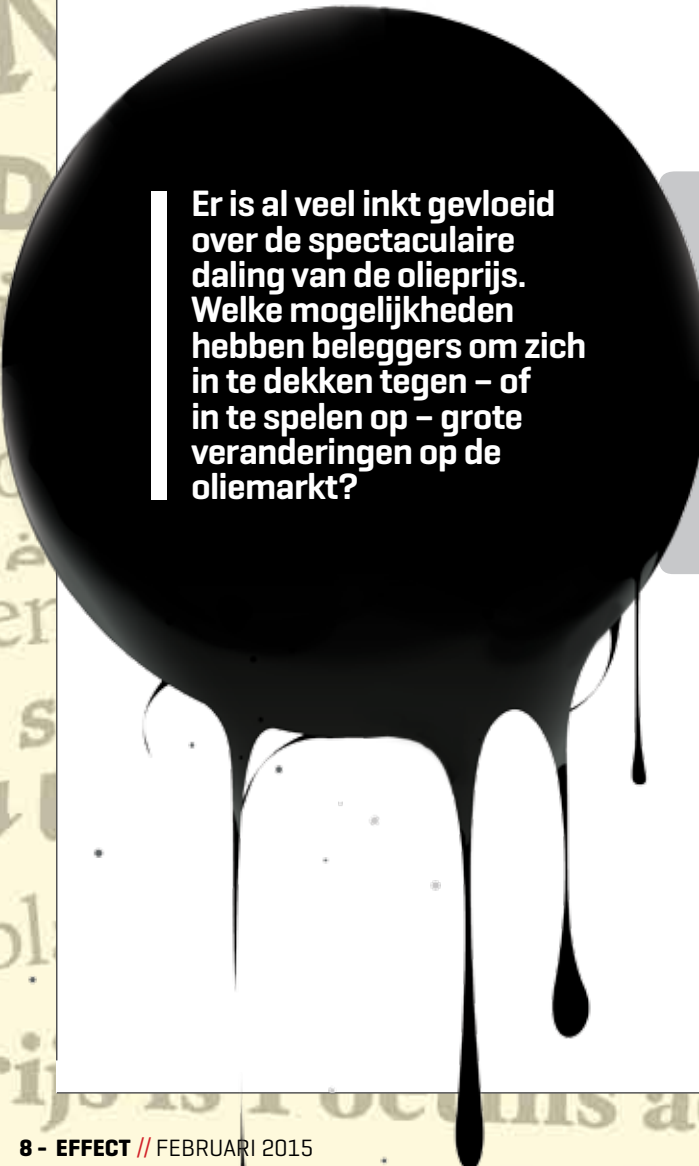


In de volgende Effect:
hoe moeten beleggers omgaan met de abnormale situatie op de obligatiemarkt?

5 MANIEREN OM IN TE SPELEN OP DE OLIEPRIJS

KANSEN

na de oliecrash



Er is al veel inkt gevloeid over de spectaculaire daling van de olieprijs. Welke mogelijkheden hebben beleggers om zich in te dekken tegen – of in te spelen op – grote veranderingen op de oliemarkt?

De financiële wereld raakt maar niet uitgepraat over de pijlsnelle en volkomen onverwachte daling van de olieprijs afgelopen maanden. Vanaf het hoogtepunt van 115 dollar voor een vat olie is de prijs gekelderd tot ongeveer 45 dollar eind januari dit jaar. Inmiddels schommelt de olie al enige tijd rond de 50 dollar, maar veel beleggers zijn er niet gerust op dat dit zo zal blijven.

Grote banken als het Amerikaanse Goldman Sachs en het Franse Société Générale stelden recent hun verwachtingen fors naar beneden bij. Verschillende olie-experts stellen dat we een toekomst tegemoet gaan waarin olieprijs structureel laag blijven.

OLIE-OPTIMISTEN

Olie-optimisten denken daar anders over. Zoals Shell-topman Ben

van Beurden, die spreekt over “het zelfcorrigerend mechanisme van de oliemarkt”. Bij een lage olieprijs zal het aanbod als vanzelf dalen en de vraag toenemen. Van Beurden verwacht de komende tijd “vlastieke olieprijsen” maar ziet op de langere termijn een olieprijs van rond de 90 dollar.

Iedere belegger voelt direct of indirect de impact van de olieprijs. Maar beleggers die willen inspelen op een mogelijk prijsherstel, rekening houden met verdere dalingen of zoeken naar manieren om zich te wapenen tegen forse prijschommelingen kunnen meer doen. We onderzochten de voor- en nadelen van vijf oliebeleggingen. Hoe reageerden ze tijdens de oliecrash uit 2008 en in hoeverre hebben deze beleggingen geprofiteerd toen olie weer herstelde? Een zoektocht naar de ideale oliebelegging.



Olie-futures

DOORROLLEN HEEFT
EEN PRIJS

Voor de meeste beleggers is het onmogelijk om direct in olie te beleggen. Waar grote partijen opslagterminals of tankers afhuren om olie in op te slaan, is de gemiddelde badkuip van een particulier net voldoende om één vat olie van 160 liter op te slaan.

Om het opslagprobleem op te lossen, hebben financiële markten future-contracten uitgevonden. Een koper (verkoper) van een future gaat de plicht aan om op een tijdstip in de toekomst een vat olie te kopen (verkopen) tegen een afgesproken prijs.

De meest verhandelde future is bekend onder de ticker CL en volgt de Amerikaanse WTI-olieprijs (West Texas Intermediate). Het contract heeft een omvang van duizend keer de olieprijs. Dit betekent in het kort dat een belegger die deze future koopt blootstelling heeft aan duizend olievaten. Dat is een stevige hefboom: een stijging van de olieprijs van één dollarcent is goed voor 10 dollar winst (koper van het contract) of verlies (verkoper). Voor beleggers die met minder grote bedragen handelen, is er ook een kleiner contract beschikbaar (ticker: QM). De blootstelling

EEN KOPER VAN
EEN FUTURE GAAT
DE PLICHT AAN OM
OP EEN TIJDSTIP
IN DE TOEKOMST
EEN VAT OLIE TE
KOPEN TEGEN EEN
AFGESPROKEN
PRIJS

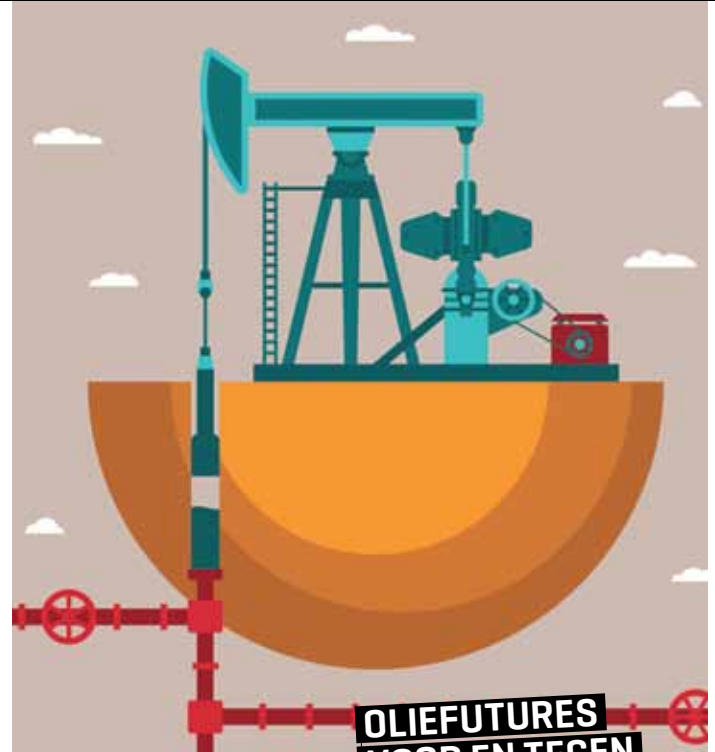
aan dit contract is geen duizend maar vijfhonderd vaten.

De contractduur van een future kan sterk verschillen, maar de meeste handel vindt plaats in futures met een maand looptijd. Een belegger die langer dan een maand blootstelling aan olie wil hebben, kan zijn contract doorrollen. Hij verkoopt daartoe vlak voor de einddatum zijn future en koopt van de opbrengst een nieuw termijncontract.

Particuliere beleggers die een oliefuture niet voortijdig verkopen, hoeven niet bang te zijn dat er ineens een vrachtwagen vol oliedrums de straat inrijdt. In dergelijke situaties verkopen de meeste brokers het termijncontract automatisch en storten zij het verschil in prijs tussen aan- en verkoop op de rekening.

UITKIJKEN

Voor beleggers die voor langere tijd in olie willen beleggen, kan de korte looptijd van oliefutures een probleem zijn. Bij verkoop van de future wordt afgerekend tegen de dan geldende olieprijs (spotprijs) en die is vaak lager dan de futureprijs op nieuwe contracten. Dat prijsverschil kan te maken hebben met marktverwachtingen en kosten van bijvoorbeeld opslag en levering. Normaal gesproken zal het verschil tussen de spotprijs en de futureprijs steeds kleiner worden naarmate de future het aflooppunt nadert en uiteindelijk nagenoeg verdwijnen. Maar bij voortijdige verkoop – bijvoorbeeld om 'door te rollen' – kunnen beleggers geld verliezen.



In het begin van 2009 zat er in enkele korte periodes een extreem gat van 15 dollar tussen de spotprijs en de (6 maanden)future-prijs. Dit grote verschil maakte het duur om futures door te rollen in deze periode, waardoor rendementen op jaarbasis met tientallen procenten werden gedrukt. Slimme speculanten probeerden zelfs te profiteren van de hoge futureprijzen door massaal olie in te kopen tegen de spotprijs en futurecontracten te verkopen. Na afloop van het contract konden speculanten 15 dollar per vat, minus de kosten voor opslag van de olie, in eigen zak steken.

Op dit moment bedraagt het verschil tussen de olieprijs van vandaag en de futureprijs over 6 maanden ongeveer 5 dollar. Dit geeft aan dat beleggers een wat hogere olieprijs in de toekomst verwachten, een situatie die bekend staat als 'contango'. Een verwachte daling van de olieprijs in de nabije toekomst is juist gunstig voor beleggers. In deze situatie, bekend onder de term 'backwardation', levert doorrollen extra rendement op. Dit was het geval van juli 2013 tot oktober 2014.

OLIEFUTURES VOOR EN TEGEN

VOORDEEL

- Directe blootstelling aan bewegingen in de olieprijs.
- Een belegger hoeft zich geen zorgen te maken over de opslag van olie.

NADEEL

- Het handelen met futures vraagt nogal wat kennis. Zo moet een belegger goed opletten dat contracten tijdig worden doorgerold.
- Als de futuremarkt contango is, wat op dit moment en in de meeste gevallen zo is, wordt rendement aangevreten bij het doorrollen.
- In het geval van backwardation levert doorrollen extra rendement op. Helaas komt dit minder vaak voor.

KOSTEN

- Er zijn behalve transactieprovisies geen kosten verbonden aan het beleggen in futures. Wel moet een belegger een waarborgsom, oftewel een margin, aanhouden. Om een positie meerdere dagen vast te houden, moet een belegger minimaal 7000 dollar cash op zijn rekening hebben staan per contract (1000 olievaten).



Future-fonds

WEL DE LASTEN,
NIET DE LUSTEN

Beleggen in futures kent de nodige risico's en is alleen geschikt voor goed ingevoerde en actieve beleggers. Een alternatief is kiezen om in een tracker (ETF, Exchange Traded Fund) te beleggen die weer in oliefutures belegt en deze automatisch doorrolt. De populairste tracker is de United States Oil Fund ETF (ticker: USO). Deze tracker belegt in eerste maands futurecontracten WTI-olie en rolt deze door als de contracten zijn afgelopen. Op dit moment

hebben beleggers voor 2,2 miljard dollar belegd in dit indexvolgende fonds.

HOE GEVOELIG VOOR DE OLIEPRIJS?

De grondgedachte van beleggen in trackers is dat deze instrumenten zo goed mogelijk de markt volgen. Maar hoe nauwkeurig volgt de USO-tracker de olieprijs? Niet zo heel goed, leert het verleden. In de zomer van 2008 piekte de olieprijs boven de 145 dollar per vat om vervolgens nog voor het einde van het jaar te dalen tot een dieptepunt van rond de 30 dollar per vat. Beleggers in de olietracker maakten met een verlies van 80 procent de achttienrit naar beneden volledig mee.

ACHTERBLIJVENDE TRACKER

Maar bij het herstel van de olie bleef de olietracker aanzienlijk achter. Vanaf het dieptepunt van 30 dollar klom de olie op tot een nieuw hoogtepunt van 144 dollar in april 2011: een koersstijging van bijna 240 procent. De olietracker deed het met een rendement van 37 procent een stuk slechter. Waar is het verschil van maar liefst 200 procent gebleven? Doordat er over deze periode sprake was van

(super)contango werd maand na maand een flinke hap uit het rendement genomen.

Tijdens de recente daling van de olieprijs, die begon in juni 2014, zakte de USO-tracker weer helemaal in lijn met de spotprijs van olie (ruim 55 procent). Zullen beleggers in de tracker nu weer hopeloos achterlopen bij een eventueel herstel van de echte olieprijs? Op dit moment is er weer sprake van contango, zij het dat deze een stuk beperkter is in vergelijking met 2008. Niemand weet hoe de futurecurve zal veranderen in de komende maanden, maar het lijkt aannemelijk dat dit product door het doorrollen in de meeste gevallen achter zal blijven bij de olieprijs.

De USO-tracker lijkt vooral een instrument voor het inspelen op zeer korte termijn (dagen tot enkele weken), omdat beleggers dan minder pijn voelen van het doorrollen.



OLIETRACKER VOOR EN TEGEN

VOORDEEL

- De tracker kopieert de beweging van de olieprijs op korte termijn een-op-een.
- Een belegger heeft geen opslagplaats nodig om olie in op te slaan.

NADEEL

- Het belangrijkste nadeel van de trackers op de olieprijs is het beleggen in de futurecontracten. Hierbij speelt dezelfde problematiek als bij directe futures op de olieprijs: doorrollen is duur.

KOSTEN

- De kosten van de United States Oil Fund ETF-tracker bedragen 0,45 procent op jaarbasis (total expense ratio).

WAAR TE KOOP

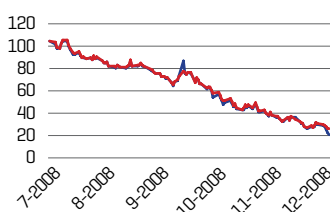
- De USO-tracker is te koop op de beurs in New York [NYSE] via ISIN code: US91232N1081

DE GRONDGEDACHTEN VAN BELEGGEN IN TRACKERS IS DAT DEZE INSTRUMENTEN ZO GOED MOGELIJK DE MARKT VOLGEN

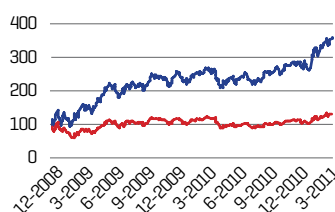
Wel de lasten, maar niet de lusten: tracker blijft flink achter bij herstel olieprijs

■ Olieprijs
■ United States Oil Fund

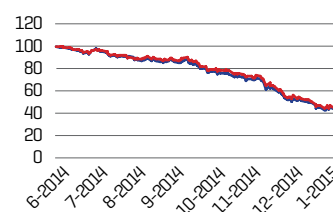
2008 - Oliefuturetracker maakt rit naar beneden volledig mee



2008-2011 - Maar de oliefuturetracker blijft flink achter bij herstel olieprijs



2014-2015 - Oliefuturetracker maakt rit naar beneden weer volledig mee





Aandelentracker

DE OLIEMAJORS ALS SCHOKDEMPER

Een andere mogelijkheid om blootstelling aan de olie te krijgen, is beleggen in grote olie-bedrijven als Shell, Exxon en BP. Risico's op individuele tegenvallers vermijden kan door te beleggen in een mandje. Dat kan bijvoorbeeld via de SPDR Energy Select Sector ETF (ticker: XLE) die onder andere belegt in oil majors als Exxon en Chevron, maar ook in dienstverleners als Schlumberger.

HOE GEVOELIG VOOR DE OLIEPRIJS?

De koersen van een mandje grote oliebedrijven zijn aanzienlijk minder bewegelijk dan de olieprijs zelf. De koersimpact op de XLE-tracker was zowel in 2008 als bij de meeste recente crash ongeveer twee keer zo klein als de daling van de olieprijs.

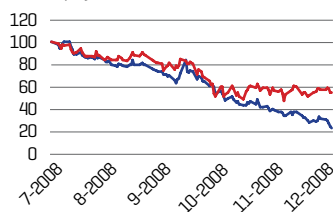
De meeste olie-giganten hebben een degelijke balans en kunnen snel hun investeringen verlagen waardoor zij de pijn van een lage olieprijs een tijdje kunnen uitzitten. Ook lijkt een royaal dividend van verschillende grote oliebedrijven voor een koersbodemp te kunnen zorgen.

Dit impliceert ook dat beleggers niet hoeven te rekenen op extreme winsten bij herstel van de olieprijs. Bij het herstel van de olieprijs eind 2008 steeg de olieprijs ongeveer 240 procent terwijl de Amerikaanse olietracker ongeveer 80 procent aandikte.

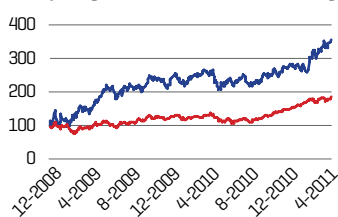
Mandje met oliebedrijven gaat minder mee naar beneden, maar ook minder mee omhoog

■ Olieprijs
■ Energy Select Sector SPDR Fund

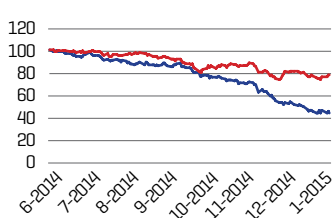
2008 - Mandje grote oliebedrijven gaan minder hard naar beneden dan de olieprijs



2008-2011 - Maar mandje grote oliebedrijven gaat ook minder hard omhoog



2014-2015 - Mandje oliebedrijven ging bij de recente oliedaling ook minder hard naar beneden



AANDELENTACKER VOOR EN TEGEN

VOORDEEL

- Beleggers hoeven geen rekening te houden met begrippen als contango en backwardation.
- Beleggers in oliemajors hoeven niet zo'n sterke maag te hebben. De aandelen van deze giganten zijn minder bewegelijk dan de olieprijs zelf.

NADEEL

- De relatie tussen olie en oliebedrijven is niet een-op-een. Van een (snel) herstel van de olieprijs wordt dus niet in volle mate geprofiteerd.

- Andere zaken dan olie - bijvoorbeeld de rente, fraudes en problemen met boorplatformen - kunnen de waarde van oliebedrijven beïnvloeden.

KOSTEN

- De kosten (TER) van de SPDR Energy Select Sector ETF [XLE] bedragen 0,16 procent per jaar.

WAAR TE KOOP

- De SPDR Energy Select Sector ETF [XLE] is te koop op de beurs in New York (NYSE) via ISIN code: US81369Y5069.





Tracker op toeleveranciers

EEN WILDE RIT

Voor beleggers die meer risico durven te nemen, zijn er de Amerikaanse SPDR Oil & Gas Equipment & Services ETF (ticker XES) en de SPDR Oil & Gas Exploration & Production ETF (ticker XOP). De XES-tracker belegt in 50 Amerikaanse toeleveranciers aan de olie-industrie zoals Noble Energy en EnSCO, terwijl de XOP-tracker meer georiënteerd is op bedrijven die actief zijn in de schaliegasmarkt (80 aandelen).

Dit zijn minder bekende bedrijven als Matador Resources en Sanchez Energy die gas uit schaliegesteente persen met behulp van complexe technieken in de Amerikaanse staten Texas en Louisiana.

GELIJK

De belangen van beide trackers zijn gelijk gewogen, wat wil zeggen dat ieder aandeel ongeveer hetzelfde gewicht in het aandelenmandje heeft.

HOE GEVOELIG VOOR DE OLIEPRIJS?

Van alle manieren om in olie te beleggen, bewegen olietoeleveranciers het sterkst mee met de olieprijs. Als de olieprijs daalt, worden deze ondernemingen meegezogen omdat de investeringen in de sector onder druk komen te staan. Aangezien veel toeleveranciers met flinke schulden werken, komen tegenvallers extra hard aan. Zo blijkt uit de meest recente daling, maar ook uit die van 2008.

Bij herstel van de olieprijs werkt de hefboom de andere kant op en kunnen toeleveranciers van de olie-industrie en schaliebedrijven sterk profiteren van de inhaalinvesteringen die grote oil majors moeten doen. De XES-tracker steeg met 173 procent en de XOP-tracker met 125 procent toen de olieprijs in de periode na 2008 met 240 procent steeg.

TRACKER OP TOELEVERANCIERS VOOR EN TEGEN

VOORDEEL

- Beleggers hoeven geen rekening te houden met zaken als contango en backwardation.
- Door de sterke spreiding van aandelen in deze trackers kunnen eventuele individuele faillissementen worden opgevangen.

NADEEL

- Net als bij de grote oliemajors kunnen andere zaken dan de olieprijs de waarde van deze aandelen beïnvloeden. Zo heerst er de vrees dat veel schaliebedrijven hard geraakt zullen worden door Amerikaanse renteverhogingen omdat zij met veel geleend geld werken.

OLIETOELEVERANCIERS BEWEGEN HET STERKST MEE MET DE OLIEPRIJS

- In een gitzwart scenario van een langdurig lage olieprijs is het denkbaar dat schaliebedrijven en toeleveranciers aan de oliesector op faillissementen afstevnen.

KOSTEN

- De total expense ratio bedraagt voor zowel de SPDR Oil & Gas Equipment & Services ETF [XES] als de SPDR Oil & Gas Exploration & Production ETF [XOP] 0,35 procent per jaar.

WAAR TE KOOP

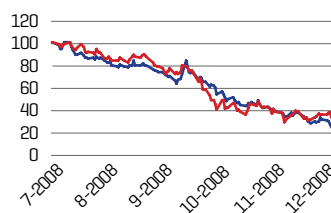
- De SPDR Oil & Gas Equipment & Services ETF [XES] is te koop op de beurs in New York [NYSE] via ISIN code: US78464A7485. Datzelfde geldt voor de SPDR Oil & Gas Exploration & Production ETF [XOP] met ISIN code US78464A7303.

Toeleveranciers aan de olie-industrie hebben sterke correlatie met de olieprijs

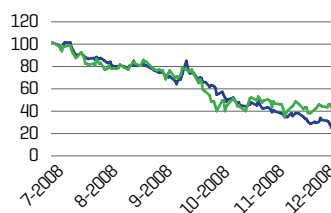
■ Olieprijs
■ SPDR S&P Oil & Gas Equipment
■ SPDR S&P Oil & Gas Exploration



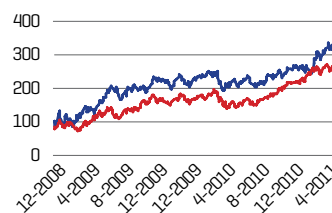
2008 - Mandje olietoeleveranciers volgt olieprijs perfect naar beneden



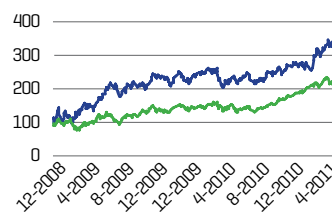
2008 - Mandje schaliebedrijven gaat even hard naar beneden als de olieprijs



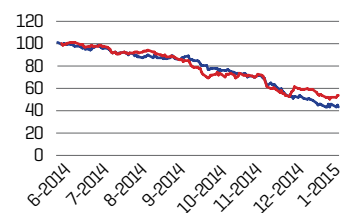
2008-2011 - Maar bij herstel gaat het mandje net zo hard mee omhoog



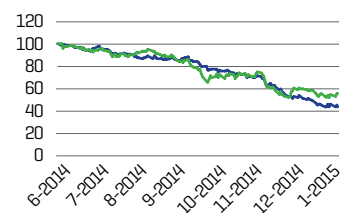
2008-2011 - Maar het mandje gaat ook hard omhoog bij herstel



2014-2015 - Bij de recente oliedaling ging het mandje hard naar beneden



2014-2015 - Bij de recente oliedaling ging het mandje hard naar beneden





Beleggen in olie-munten

VALUTA ALS STOOTKUSSEN

Inspeken op de olieprijs kan ook door te investeren in valuta's die sterk afhankelijk zijn van olie. Beleggen in valuta's is in eerste aanleg al een risicovolle onderneming, maar bij handel in oliegerelateerde munten is extra alertheid geboden. Het voorbeeld bij uitstek is Rusland. Een van de oorzaken van de daling van de roebel is de dramatische daling van de olieprijs. Het lijkt aannemelijk dat de Russische roebel flink zal appreciëren als de olie zijn weg weer omhoog vindt, maar beleggen in Rusland is een risicovolle aangelegenheid.

Een aanzienlijk veiliger alternatief is een belegging in de Noorse kroon. Noorwegen is als grootste exporteur van olie en gas in West-Europa afhankelijk van de olieprijs, maar door het massieve staatsfonds van ongeveer 900 miljard dollar kan het land olieschokken goed absorberen. Dit maakt de kroon een stuk minder beweeglijk dan bijvoorbeeld de roebel. Binnen het spectrum van olievaluta's is ook de degelijke Canadese dollar mogelijk interessant.

HOE GEVOELIG VOOR DE OLIEPRIJS?

In de grafieken is duidelijk zichtbaar dat de munten van Noorwegen en Canada, zowel in 2008 als in 2014, last ondervinden van goedkope olie. Toch blijft de schade beperkt.

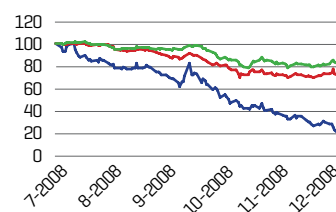
BELEGGEN IN VALUTA'S IS IN EERSTE AANLEG AL EEN RISICOVOLLE ONDERNEMING

Keerzijde is dat het herstel relatief beperkt zal zijn. In de periode na 2008 steeg de Noorse kroon 34 procent en de Canadese dollar 29 procent (oliestijging 240 procent).

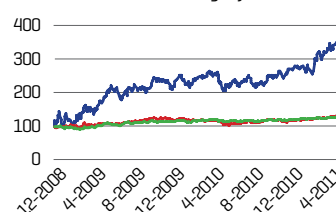
Noorse kroon en Canadese dollar: Olievaluta bewegen beperkt mee met de olieprijs

■ Olieprijs ■ Noorse kroon ■ Canadese dollar

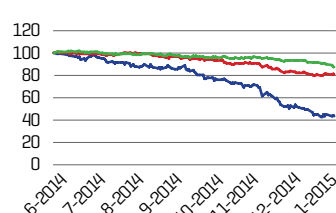
2008 - Oliemunten dalen minder hard als de olie omlaaggaat



2008-2011 - Maar oliemunten gaan ook minder hard omhoog bij herstel



2014-2015 - De kroon en Canadese dollar daalden ook licht bij de recente oliecrisis



Bron alle grafieken: Bloomberg



VALUTA'S VOOR EN TEGEN

VOORDEEL

- Een belegger hoeft zich geen zorgen te maken om zaken al contango, backwardation en kredietrisico. Noorwegen en Canada gelden bovendien als financieel gezond.
- Beleggers kunnen extra rendement uit een valutapositie peuren door in staatsobligaties of aandelen die genoteerd zijn in kronen en dollars te beleggen. Het risico neemt dan vanzelfsprekend ook toe.

NADEEL

- De kracht van een munt is niet

alleen afhankelijk van de olieprijs, maar ook van de economische groei, het rentebeleid van centrale banken en eventuele politieke spanningen.

- Als de olieprijs opveert, zullen de Noorse kroon en Canadese dollar sterker worden. Maar de stijging zal beperkt zijn.

KOSTEN

- Er zijn (beperkte) transactiekosten en banken kunnen provisies in rekening brengen voor een valutarekening.

**SUPERADVISEUR
JEFFREY SACHS**

KRITISCH MAAR OPTIMISTISCH OVER EUROPESE ECONOMIE

Beeld: FELIX KALKMAN

Jeffrey Sachs is een van die economen die het vakgebied al lang ontstegen zijn. Als speciaal adviseur van VN-secretaris-generaal Ban Ki-moon zet hij zich tegenwoordig vooral in voor de bestrijding van armoede. Dat weerhoudt hem er niet van een uitgesproken mening te hebben over de Europese en Amerikaanse economie.

De wereld van centrale bankiers blijkt een klein wereldje. Mario Draghi en Ben Bernanke zaten veertig jaar geleden bij elkaar in de collegebanken op Harvard University. Voor de klas stond een piepjonge maar 'briljante' Janet Yellen die haar latere collega-centrale bankiers les gaf in de monetaire economie. Onder de aanwezigen was ook Jeffrey Sachs, die volgens Time Magazine behoort tot de honderd meest invloedrijke leiders ter wereld. De New York Times bestempelde hem begin deze eeuw als "de belangrijkste econoom ter wereld". In de afgelopen jaren was Sachs economisch adviseur van tal van regeringen en gesprekspartner van de hoogste bazen bij de Verenigde Naties.

42 jaar na de college-uren op Harvard oordeelt Sachs instemmend over de ongekende steun die medestudent Mario Draghi nu aan de Europese economie geeft. Maar over de timing is hij minder te spreken. "De ECB is vijf jaar te laat met het stimuleren van de economie en heeft dezelfde fout gemaakt als de Amerikaanse centrale bank in de grote depressie van de jaren dertig", aldus de

specialist in shocktherapieën, die betrokken was bij economische transitie van landen als Polen en Rusland in de jaren negentig.

Sachs was onlangs in Amsterdam op uitnodiging van de Noorse vermogensbeheerder Skagen en nam ruim de tijd om zijn licht te laten schijnen over de rol van centrale banken in een economie, ongelijkheid in de Verenigde Staten en het nut van ontwikkelingshulp.

Na Amerika, Japan en de VS gaat de eurozone ook aan kwantitatieve verruiming doen. Is dat een verstandige zet?

"De ECB heeft veel tijd verspild. Draghi's voorganger Jean-Claude Trichet heeft nagelaten in te grijpen. Hij heeft zich laten leiden door conservatieve Duitsers. De kracht van een centrale bank is dat deze als laatste redder in nood kan dienen en een crisis kan verhelpen door de geldhoeveelheid te verruimen.

De Amerikaanse centrale bank, die in 2008 al begon met kwantitatief verruimen, heeft de lessen uit het verleden beter begrepen. Gelukkig gaat het sinds het aantreden van Mario Draghi beter. Hij trekt zich minder aan van het machtige Duitsland."

Komt Europa eindelijk uit de recessie?

"Er is veel pessimisme over Europa. Paul Krugman (econoom en Nobelprijswinnaar; red.) waarschuwt iedereen die het wil horen voor een deflatiescenario van alsmal dalende prijzen. Soms lijkt het net alsof de wereld van een klif valt. Dat is allemaal overdreven. De centrale banken in de VS, Japan en Europa

'DE ECB HEEFT VEEL TIJD VERSPILD. DRAGHI'S VOORGANGER JEAN-CLAUDE TRICHET HEEFT NAGELATEN IN TE GRIJPEN'

stoppen extra geld in het financiële systeem, waardoor de kans op deflatie klein is.

Daar komt bij dat een groot deel van de lage inflatie het gevolg is van de lage olieprijs. Voor mijn promotieonderzoek keek ik naar het effect van de olieprijs op de economie en ik zou enorm verbaasd zijn als de lage olieprijs ditmaal geen positieve uitwerking zou hebben op de economie. Het is in de laatste vijftig jaar altijd zo geweest, en ik zie geen reden waarom dit nu anders zou zijn. De combinatie van de lage olieprijs en het nieuwe ECB-beleid maakt dat 2015 best wel eens een goed jaar zou kunnen worden."

Wat is het belangrijkste risico voor een terugval van de Europese economie?

"Griekenland, zonder twijfel. Het land heeft te veel schuld en daar moet een oplossing voor komen. Dat is hoe de wereld werkt: soms worden schulden niet afgelost. In het verleden stuurden wij mariniers naar een land als Venezuela om schulden te innen, maar gelukkig zijn we nu een stuk geciviliseerder en doen we dit niet meer.

Dat Duitsland nu het hardst schreeuwt om Griekse schuldverlichting te voorkomen vind ik ironisch. De grootste tragedie in de geschiedenis van de mensheid, de Tweede Wereldoorlog, kon plaatsvinden omdat Franse schuldeisers elke cent herstelbetalingen terug wilden. Na de Tweede Wereldoorlog werden de Duitse schulden wel kwijtgescholden en kreeg het land hulp via het Marshall plan.

Ik weet dat deze vergelijking gevoelig ligt, maar ik maak hem toch. De Duitse schulden werden destijds niet kwijt gescholden omdat het land dit verdiende; het verdiende helemaal niets. De wereld deed dit omdat het nodig was. Nu is dit het geval voor Griekenland."

Laten we het hebben over de Verenigde Staten. In het verleden



heeft u zich kwaad gemaakt over de groeiende ongelijkheid. Hoe staat het daar nu mee?

"Op dit moment hebben we de hoogste ongelijkheid in de geschiedenis van het land. In de VS maakt de overheid slechts 30 procent van de economie uit, terwijl dit in Europa 45 procent is.

In Europa vindt er via de overheid en de fiscus een herverdeling van inkomen plaats waardoor de ongelijkheid hier veel minder is dan in Amerika. In Europa is er ruimte in de samenleving om te helpen via zaken als ziekteverlof, kinderopvang en studententoelages. In Amerika is die er niet."

Hoe kan het dat de ongelijkheid steeds groter wordt?

'IN EUROPA IS ER RUIMTE IN DE SAMENLEVING OM TE HELPEN VIA ZAKEN ALS ZIEKTEVERLOF, KINDEROPVANG EN STUDENTENTOELAGES. IN AMERIKA IS DIE ER NIET'

"De belangrijkste reden is dat de rijkste 10 procent zo weinig mogelijk belasting wil betalen. In ruil voor veel campagnegeld krijgt deze groep precies wat het wil. Het Amerikaanse politieke systeem is vele malen rotter dan het systeem in Europese landen.

Uit peilingen blijkt dat 60 procent van de Amerikaanse bevolking vindt dat de rijkste 10 procent meer belasting moeten betalen. Deze uitslag is over de laatste 20 jaar constant is gebleven, terwijl de ongelijkheid alleen maar is toegenomen. Niemand luistert naar de onderste 60 procent. Eigenlijk zit de VS sinds de beëdiging van president Ronald Reagan in 1981 in een conservatief tijdperk. De zogenaamd linkse, democratische presidenten Obama en

Clinton zitten eigenlijk rechts van het midden. Zeker in vergelijking met Europa."

Obama zou toch een eind maken aan de macht van Wall Street. Is dat niet gelukt?

"Er is niets veranderd. Alleen de gezondheidszorg voor de armeren in de bevolking is door Obama's Medicare-plan verbeterd, maar over het grotere geheel bezien is dit marginale vooruitgang.

President Franklin Roosevelt zei ooit "bankiers haten mij en ik verwelkom hun haat". Als je kijkt naar de adviseurs van Obama dan zijn dit vrijwel zonder uitzondering mensen met een Wall Street-achtergrond.

Bill Clinton was de eerste democratische president die zich inliet met bankiers. Hij zei eigenlijk: "als de bancaire sector voor mij kiest, zorg ik er voor dat de democratische partij naar rechts opschuift". Toen Clinton de presidentverkiezingen won, zorgde hij voor een enorme deregulering in de financiële sector die uiteindelijk voor de grote rotzooi in de kredietcrisis heeft gezorgd."

Banken zijn machtig, maar zijn zij de enige met invloed?

"Nee, naast de banken zie ik op dit moment drie lobbygroepen die aan de touwtjes trekken in Washington. De groepen lijken allemaal een zekere mate van onschendbaarheid te hebben.

De eerste groep is het leger. Die heeft complete onschendbaarheid. Als er een rapport is waaruit blijkt dat er gemarteld is door de CIA verdwijnt dit rapport direct in de prullenbak. Dan is er Big Oil, de grote oliemaatschappijen, die geen enkele verantwoordelijkheid neemt als het gaat om klimaatverandering. De derde onaantastbare groep is de gezondheidszorg. Die is de duurste ter wereld. Zoals gezegd vind ik de vierde lobbygroep, de financiële sector, ronduit corrupt.

Ik ben er van overtuigd dat als je deze vier industrieën bijeen laat

'NAAST DE BANKEN ZIE IK OP DIT MOMENT DRIE LOBBYGROEPEN DIE AAN DE TOUWTJES TREKKEN IN WASHINGTON'

komen en hen vraagt om optimale regels en wetten te bedenken, je in de buurt komt bij de huidige situatie. Natuurlijk kunnen de belastingen nog lager, maar verder zou er weinig veranderen."

U bent geen fan van de financiële sector. Heeft de sector dan helemaal niets geleerd?

"Nee, veel wat in de sector gebeurt is pure fraude. Neem een zakenbank als JP Morgan die bijna elke week naar buiten komt met een miljardenboete. Deze bank ziet de miljarden dollars die aan boetes worden betaald als een reguliere kostenpost voor de bedrijfsvoering. Zolang het bedrag dat zij verdienen met de wet overtreden hoger is dan de boetes die zij moeten betalen, gaan bankiers door met dit soort praktijken.

De zaak Steven Cohen van het in opspraak geraakte hedge fonds SAC Capital is een ander voorbeeld. Verschillende werknemers van dit fonds zitten in de gevangenis van-

wege handelen met voorkennis en SAC Capital heeft hiervoor schuld bekend. Maar de hoogste manager Cohen mag zelf voor eigen rekening blijven handelen met de 10 miljard dollar die hij met voorkennis heeft verdiend."

En beleggers, zouden die ook meer verantwoordelijkheid moeten nemen?

"Ik vind dat grote beleggers als pensioenfondsen hun belangen in de meest milieuvriendelijke oliebedrijven moeten verkopen.

Meer in het algemeen ben ik voorstander van de Nederlandse regels voor ondernemingsbestuur. In dit land moeten bedrijven verantwoording afleggen aan alle stakeholders en niet alleen aan de aandeelhouders zoals in de VS. In Amerika heeft een topman niet alleen de mogelijkheid om kosten af te wentelen op andere stakeholders maar de plicht. Dat krijg je als je laat vastleggen dat een bedrijf de wettelijke plicht heeft om aandeelhouderswaarde te maximaliseren."

U bent momenteel veel bezig met ontwikkelingseconomie. Budgetten voor ontwikkelingshulp liggen onder vuur. Is dat erg?

"Ik kan je niet vertellen hoe groot mijn teleurstelling in Nederland is. Er waren altijd vijf landen – Nederland, Denemarken, Zweden, Noorwegen en Luxemburg – die meer dan 0,7 procent van het nationaal inkomen aan ontwikkelingshulp uitgaven. Na veel inspanningen is daar recent het Verenigd Koninkrijk bij gekomen,

maar tegelijkertijd is Nederland uit de groep gevallen.

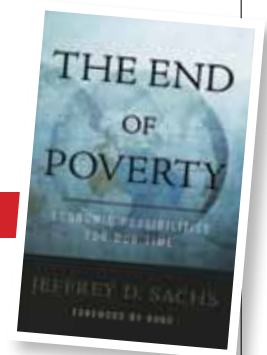
Iedereen zag Nederland altijd als een van de meest verantwoordelijke landen ter wereld. Het is belangrijk dat dit terugkomt. Ontwikkelingshulp is meer dan ooit nodig."

Daarmee zegt u indirect dat ontwikkelingshulp werkt. Politici hebben daar meer dan ooit hun twijfels over.

"Natuurlijk zijn er vormen van ontwikkelingshulp die niet werken, zoals het uitdelen van blanco cheques. Maar dat betekent niet dat ontwikkelingshulp helemaal nooit werkt. Politici die dat zeggen hebben nooit de tijd genomen om goed naar de data te kijken.

In de laatste decennia ben ik betrokken geweest bij projecten op het vlak van aids, malaria en tbc in Afrika en hier is geweldige vooruitgang geboekt. Je kan niet naar die statistieken kijken en zeggen: "dit is geldverspilling".

De Nederlandse overheid zou moeten investeren in gezondheidszorg en educatie, en dan voornamelijk in de allerarmste landen ter wereld. Dit is niet alleen een morele verplichting, het is ook noodzakelijk vanuit een praktisch oogpunt. Als het Westen wegblijft, zullen we steeds geconfronteerd worden met problemen als ebola en massamigratie."



THE END OF POVERTY

Bestseller

Zijn doorbraak bij een breed publiek beleefde Jeffrey Sachs met de bestseller uit 2005 *The End of Poverty*. Het voorwoord is geschreven door U2-zanger Bono die sindsdien samen met Sachs op-

trekt om aandacht te vragen voor armoedebestrijding. In het boek ontvouwt Sachs zijn plannen om voor 2025 de extreme armoede uit de wereld te bannen.

JAPANSE FONDSEN

VOOR ACTIEVE EN MINDER
ACTIEVE BELEGGER



De Japanse aandelenmarkt is even groot als weinig geliefd onder Nederlandse beleggers. Aan het aanbod kan dat niet liggen. Actieve en minder actieve beleggers hebben ruim de keuze uit beleggingsfondsen die zich richten op Japanse aandelen. Een paar fondsen uitgelicht.

DE GOEDKOOPSTE TRACKER OP JAPAN IS DIE VAN AANBIEDER VANGUARD



Terwijl beleggers al jaren hun geld richting opkomende markten sturen, laten zij de veel grotere beurs van Japan massaal links liggen. En dat terwijl Japan, na de VS, het grootste gewicht heeft in de MSCI World, de index die het wereldwijde aandelenklimaat volgt.

Die terughoudendheid heeft ongetwijfeld te maken met de dramatische ontwikkelingen in de jaren negentig. Een crash op de vastgoedmarkt zorgde voor een bankencrisis en mondde uit in een gigantische schuldpositie bij de Japanse overheid die de banken moest redden. In tien jaar tijd verloor de Japanse beurs driekwart van zijn waarde en nog altijd is de Nikkei het verloren decennium van de jaren negentig niet te boven.

Premier Shinzo Abe probeert de grote Aziatische economie weer op volle toeren te laten draaien door onder meer de lonen van Japanners te laten stijgen. Ook wil de overheid met haar inflatiebeleid ervoor zorgen dat Japanse bedrijven minder geld oppotten en zich gaan focussen op toekomstige groei.

TWEE ROUTES

Als de maatregelen van de Japanse overheid resultaat gaan sorteren, zal dat de beurs een verdere stoot omhoog moeten geven. Beleggers zouden daarvan kunnen profiteren. Wie de brede ontwikkeling van de Japanse beurs wil volgen, kiest voor een passief fonds. Beleggers die meer heil zien in een specifiek segment aandelen kunnen terecht bij actief beheerde fondsen. Van beide opties beoordeelden wij een aantal mogelijkheden.

Meer focus op groei, winst en aandeelhouders

Japanse aandelen zijn relatief goedkoop, maar niet zonder reden volgens experts: voor menig Japans bedrijf is de beurskoers en bijbehorende winstgevendheid niet prioriteit nummer één. Zo is het rendement op het eigen vermogen (roe) bij Amerikaanse ondernemingen een stuk hoger dan bij Japanse bedrijven. Het verschil is zelfs factor twee: bedrijven uit de Japanse Nikkei hebben een rendement op eigen vermogen van 6 procent, tegen 13,6 procent voor Amerikaanse S&P 500-bedrijven. Hierdoor wordt een geïnvesteerde dollar door beleggers eerder terugverdiend in de VS dan in Japan. Toch lijkt verandering in de manier van denken van bestuurder van Japanse bedrijven op komst. Sinds de zomer van 2013 is er de Nikkei 400 met daarin de meest winstge-

vende en aandeelhoudersvriendelijke ondernemingen uit het land. Naast kwantitatieve selectieregels (onder andere roe) is er ook een check door een commissie die kijkt naar de corporate-governance-structuren van bedrijven. Voor veel ondernemingen is het inmiddels een doel op zich om te worden opgenomen in de Nikkei 400.

De nieuwe index strookt met het beleid van premier Abe, die bedrijven – en hun vaak te passieve institutionele, Japanse aandeelhouders – deels verantwoordelijk houdt voor de matige economische prestaties in Japan. Een van de maatregelen die de overheid heeft genomen, is het invoeren van gedragsregels voor actief aandeelhouderschap waar steeds meer institutionele beleggers zich aan houden.

VANGUARD FTSE JAPAN UCITS ETF ISIN-CODE: IE00B95PGT31

De Vanguard FTSE Japan UCITS ETF heeft als doel een mandje Japanse aandelen jaar in jaar uit zo goed mogelijk te volgen. In de FTSE Japan zitten 475 bedrijven die de etf van Vanguard allemaal in de beleggingsportefeuille opneemt. Het gaat hier om de allergrootste Japanse ondernemingen als autofabrikant Toyota, bankengroep Mitsubishi en telecom- en internetonderneming SoftBank, grootaandeelhouder van Alibaba. Andere bekende namen zijn onder meer Canon, Panasonic en Sony.

Het grootste deel van de bedrijven in de etf – een kwart – valt onder de sector consumentengoe-deren. Daarentegen wordt slechts 1

procent belegd in de olie- en gasindustrie. Hiermee onderscheidt Japan zich duidelijk van bijvoorbeeld de S&P 500 die de Amerikaanse beurs peilt en de Europese Stoxx 600. Japan heeft geen bedrijven als Exxon Mobil en Shell, en is meer dan andere westerse landen afhankelijk van de import van energie, helemaal nu kernenergie nog altijd op een relatief laag pitje staat na de ramp in Fukushima.

RENDEMENT EN RISICO

Risico, uitgedrukt in het mogelijk afwijken van een beursindex, kent de etf van Vanguard nauwelijks. In 2014 daalde de etf met 3,91 procent (in dollars), tegen min 3,59

procent voor de index. Een deel van het verschil van 32 basispunten wordt verklaard door de jaarlijkse kostenvoet, de ongoing charges, met daarin met name de beheerkosten. Dat er een wat groter verschil in prestatie is tussen de etf en de index komt door onder meer de transactiekosten die niet in de kostenmaatstaf zijn opgenomen.

Verder is er ook geen risico wat betreft tegenpartijrisico, omdat Vanguard de index volgt door de onderliggende aandelen uit de index te kopen en deze niet uit-



leent voor extra inkomsten, zoals bijvoorbeeld iShares weleens doet.

WAAROM HIERIN BELEGGEN

Goedkoper dan voor 0,19 procent aan jaarlijks doorlopende kosten wordt beleggen in Japan niet. Hiervoor zitten beleggers in de grotere Japanse bedrijven; ruimte voor smallcapbedrijven is er niet doordat 'slechts' 475 bedrijven in de index zijn opgenomen. Deze 475 aandelen zorgen voor voldoende spreiding voor beleggers en het is hiermee een goed product als een belegger blootstelling wil aan bedrijven uit nog altijd een van 's werelds grootste economieën.

ALTERNATIEVEN?

Passieve beleggers kunnen ook de

etf van iShares overwegen (iShares Core MSCI Japan, IE00B4L5YX21) die eigenlijk even goedkoop is (0,2 procent), maar wel een iets andere index volgt dan de Vanguard FTSE Japan. In de MSCI Japan-index zitten meer dan duizend aandelen. Een deel van de aandelen in de etf leent iShares uit om de kosten te drukken.

Beleggers die geïnteresseerd zijn in kleinere bedrijven moeten het heel ergens anders zoeken, bijvoorbeeld bij het WisdomTree Japan SmallCap Dividend Fund (US97717W8367). Het dividendrendement ligt rond de 2,8 procent, tegen minder dan 2 procent voor de etf van Vanguard. Het passieve fonds is met 0,58 procent aan jaarlijks doorlopende kosten wel een stuk duurder.

Top 5

1. Toyota	Auto's
2. Mitsubishi UFJ	Financieel
Financial Group	
3. Softbank	Telecom/
	Internet
4. Honda	Auto's
5. Sumitomo Mitsui	Financieel
Financial Group	

Kosten

Ongoing Charge	0,19%
----------------	-------

Portefeuille

Aantal bedrijven	475
Koers-winstverhouding	16,3
Koers-boekwaarderatio	1,3

Actief
beleggen
in Japan

SCHRODER ISF JAPANESE OPPORTUNITIES

ISIN-CODE:
LU0270819245

Het Schroder ISF Japanese Opportunities-fonds belegt in Japanse bedrijven met een aanzienlijke onderwaardering en houdt weinig rekening met macro-economische ontwikkelingen. Het gaat fondsmanger Ken Maeda om winstgroei, de kwaliteit van de winst en het management, en dan met name of dat aandeelhouders serieus neemt.

Schroder laat in de maandelijkse factsheet zien dat het fonds de goedkope bedrijven weet te selecteren. De koers-winstverhouding, oftewel de beurskoers gedeeld door de winst per aandeel, ligt bij het fonds rond de 12,5 tegen 16 voor de index, Nikkei. Ook de boekwaarde van de onderliggende bedrijven ten opzichte van de marktwaarde is lager bij het fonds.

De fondsmanger heeft verder een voorkeur voor kleinere bedrijven, zoals IT-concern C Uyemura en industrieelbedrijf Hi-Tex, twee bedrijven in de top 10 van het fonds met een marktkapitalisatie van minder dan één miljard euro. De bedrijven zijn hiermee op de beurs factor 200 keer kleiner dan Toyota, de grootste onderneming uit Japan die geen deel uitmaakt van het fonds.

Per saldo heeft meer dan 60 procent van de portefeuille een

TRIOMF VAN HOOP OVER ERVARING



door
**Schukken
& Kerdel**



waarde op de beurs van minder dan 4 miljard euro.

RENDEMENT EN RISICO

Door de focus op relatief kleine en ondergewaarde ondernemingen wijkt het fonds flink af van de Nikkei. In deze index zitten meer dan 1500 bedrijven, tegen 90 voor het Schroder ISF Japanse Opportuniteits-fonds.

Maar in tegenstelling tot een passief fonds – zoals de eerder besproken Vanguard FTSE Japan – is afwijken een voorwaarde om beter te kunnen presteren dan een index, met als voorwaarde dat de juiste bedrijven geselecteerd worden natuurlijk.

De afgelopen jaren lukte het om de index te verslaan: in de drie jaar tot eind 2014 steeg het fonds met ruim 40 procent tegen 35 procent voor de Topix (rendementen in dollars). Een groot deel van de goede prestatie is in de eerste jaarhelft van 2014 neergezet.

Beleggers die (op korte termijn) niet van afwijkende koersschommelingen ten opzichte van een index houden, zijn niet op het juiste adres bij dit fonds. Neem de maand november: het fonds nam 3,5 procent af in waarde tegen min 0,1 procent voor de Nikkei.

WAAROM HIERIN BELEGGEN

Het Japan-fonds van Schroder maakt duidelijke keuzes en wijkt flink af van de index. De focus op kleinere, ondergewaardeerde ondernemingen zorgt ervoor dat het fonds niet simpelweg de Topix replaceert tegen extra kosten.

Voor het actieve beheer betalen beleggers wel een prijs. In dit geval een ongoing charge (jaarlijks verschuldigde kosten) van 1,34 procent, wat aan de hoge kant is. Fondsmanager Ken Maeda zal dus 1,34 procent extra rendement moeten behalen, bovenop het rendement van de Topix, om deze index verslaan.

De hoge kosten hangen deels samen met de specifieke benade-

Top 5

1. Sumitomo Mitsui Financial Group	Financieel
2. Itochu	Groothandel
3. Hi-Lex	Industrieel
4. Mitsui	Groothandel
5. KDDI	Telekom

Kosten

Ongoing charge	1,34%
----------------	-------

Portefeuille

Aantal bedrijven	92
Koers-winstverhouding	12,4
Koers-boekwaarderatio	1

ring van het fonds. Aandelen van kleinere bedrijven zijn in de regel duurder in aanschaf vanwege de hogere kosten die fondsentteams moeten maken om deze vaak onderbelichte bedrijven te volgen. Ter vergelijking: het Schroder ISF Japanese Fund (LU0106240533) – dat in Japanse large caps belegt – kost net iets meer dan 1 procent per jaar.

ALTERNATIEVEN?

Er zijn legio andere actieve beleggingsfondsen te koop voor beleggers. Dicht bij huis is er het ING Japan-fonds (NL0000286078). Dit fonds presteert de afgelopen jaren een stuk minder goed dan het fonds van Schroder, onder meer door de focus op grote bedrijven.

Een fonds met nog meer focus dan het fonds van Schroder is het M&G Japan-fonds (GB0030938699) dat minder dan 40 aandelen in portefeuille heeft van bekende bedrijven als Sony, Honda, Ricoh en Nikon.

**HET JAPAN-FONDS
VAN SCHRODER
MAAKT DUIDELIJKE
KEUZES EN WIJKT
FLINK AF VAN DE
INDEX**

W aarschijnlijk schrijven we deze column voor niets. “Een tweede huwelijk is de triomf van hoop over ervaring” zei de Britse zeventiende-eeuwse schrijver Samuel Johnson ooit. Hetzelfde geldt voor technische analyse, het voorspellen van koersbewegingen op basis van indrukwekkende grafieken, weerstandslijnen en voortschrijdende gemiddelden: de ervaring laat zien dat het niet werkt, maar toch gebruiken miljoenen beleggers het als wondermiddel om beursschommelingen voor te zijn. En geef ze eens ongelijk: complexe rekenmodellen en science fiction termen als ‘Bollinger Bands’, ‘Fibonacci Sequence’ and de ‘Elliot Wave Theory’ geven technische analyse een onweerstaanbare rationele glans. Deze glans wordt verder versterkt door alle verhalen over correct voorspelde aandelen koersen die, ondersteund met quotes van technisch analisten, in populaire media opduiken. De handschoen is ook met verve opgepakt door banken en brokers. Dankzij hun software tools is elke particuliere belegger slechts een muisklik verwijderd van het hele technische palet. Niets staat je nog in de weg om je portefeuille dagelijks om te gooien op basis van wat de technische indicatoren op je scherm je influisteren. Ook veel lezers van dit blad zullen hier de nodige uren mee stukslaan.

Hoe groot de verleiding van technische analyse ook is, hij is vals. Een lange rij wetenschappelijke onderzoeken verwerpt haar voorspellende waarde, met het werk van Nobelprijswinnaar 2013 Eugene Fama voorop. Zijn onderzoeken maken gehakt van het idee dat grondige analyse van prijschommelingen en handelsvolumes beleggers bruikbare informatie geeft over wanneer ze moeten in- en uitstappen. Het zit allemaal al in de actuele prijs verwerkt. Fama classificeerde de voorspellende claims van technische analyse als “een oeroud sprookje zonder empirische onderbouwing.”

Is het echt zo erg? Heeft het geploeter met schouders en steunlijnen dan niet toch een ietsje positief effect? Een recent onderzoek van Arvid Hoffman and Hersh Shefrin onder duizenden Nederlandse particuliere beleggers geeft het ontluisterende antwoord. Beleggers die op technische analyse vertrouwden, deden het gemiddeld 0,7 procent per maand slechter dan de ‘grafiekloze rest’ (8,4 procent per jaar!).

Dat dramatische cijfer is niet zo vreemd als je bedenkt dat actieve technische beleggers het slechtste van twee werelden combineren: geen beleggingsvoordeel, wel torenhoge transactiekosten. Dit laatste is ook de reden waarom banken en brokers je zo graag hun tools voor technische analyse slijten. Wie verstandig is gooit die gereedschapskist dus snel in de digitale prullenbak. Maar, zoals Samuel Johnson al wist, hoop is een machtige tegenstander. Net zoals we tegen beter weten in opnieuw in het huwelijksbootje stappen, geloven veel beleggers vurig dat ze de toekomst dit keer toch echt in hun greep hebben.

De Amsterdamse beurs mocht onlangs binnen drie dagen twee nieuwkomers verwelkomen. Voor drankenbedrijf Bols betekent het een terugkeer op het koersenbord na negen jaar afwezigheid. Wat moeten beleggers met het aandeel Bols? Een interview met het bestuur.



12

VRAGEN AAN... BOLS-BESTUURDERS JOOST DE VRIES &

“De oester moet open”, zeggen bestuursvoorzitter Huub van Doorne (rechts) en zijn financiële rechterhand Joost de Vries van Bols. Na jaren in de luwte te hebben geopereerd, zorgt de recente beursgang ervoor dat de drankenproducent weer volop in de belangstelling staat.

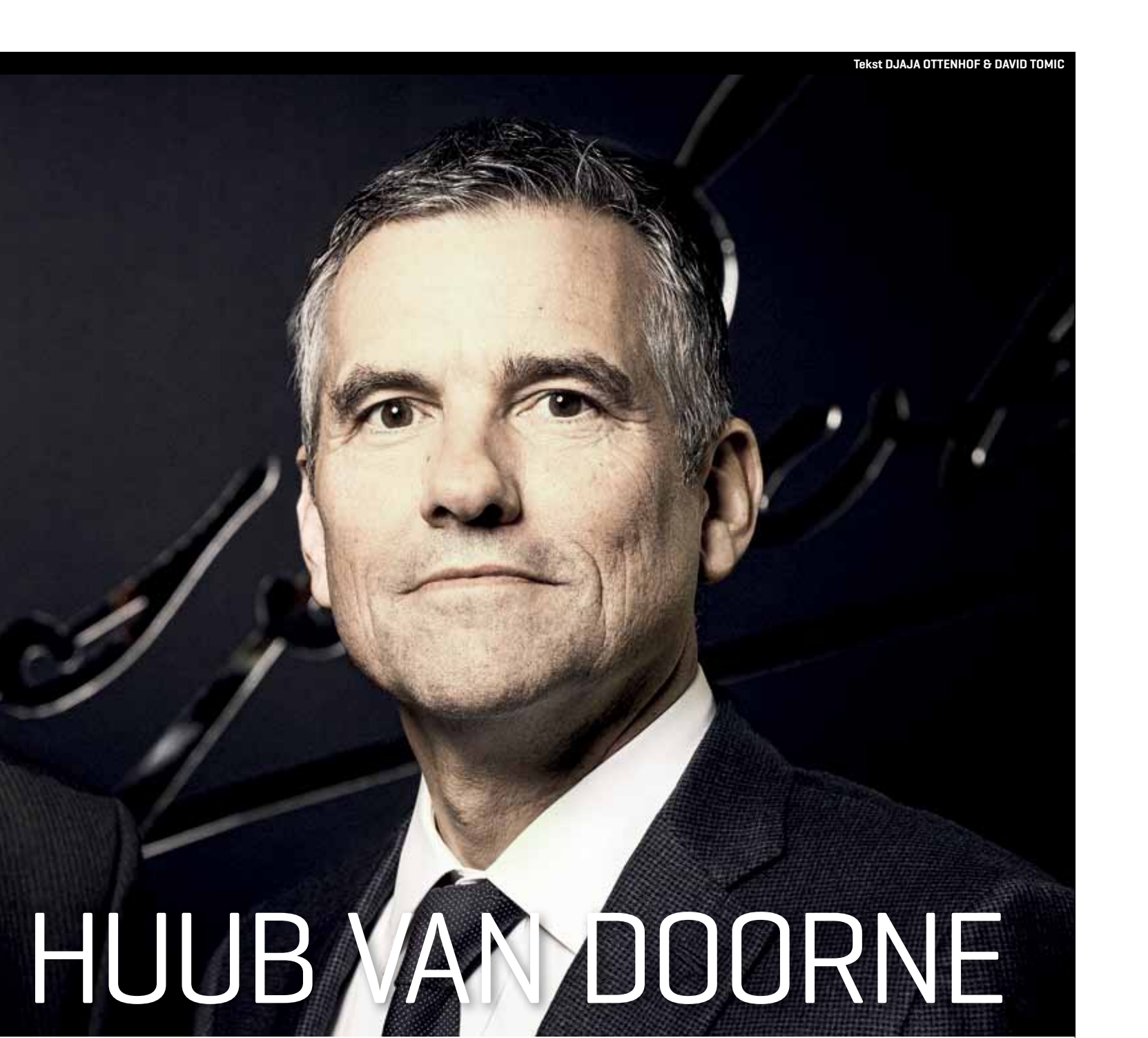
Bols kan op het oog wel wat zichtbaarheid gebruiken. Het merk dat voor veel Nederlanders ooit synoniem was aan jenever, leek van de aardbodem te zijn verdwenen.

Jongere generaties zegt de naam ‘Bols’ weinig.

Onder de vleugels van investeringsfonds AAC Capital is sinds 2006 gebouwd aan een nieuw Bols. Het bedrijf hoopt met een zestal wereldwijde merken een grote naam te worden in de cocktailwereld. Daarnaast moet de verkoop van een vijftiental regionale likeurmerken, vooral bedoeld voor de thuisdrinkers, zorgen voor stabiele inkomsten.

De periode sinds de verzelfstandiging stond vooral in het teken van Bols ‘terugzetten in Nederland’, zoals de bestuurders dat noemen. Dat is ondanks grote ambities nog niet gepaard gegaan met een sterke omzetgroei. Die lag de afgelopen jaren rond de 2 procent. Maar aan de beurs gaat Bols nu een nieuwe fase in.

In een duo-interview kijken Van Doorne en De Vries terug op de beursgang en schetsen zij hoe ze de toekomst voor Bols zien.


 A close-up portrait of Huub van Doorne, a middle-aged man with grey hair, wearing a dark suit, white shirt, and dark tie. He is looking directly at the camera with a serious expression. The background is dark and out of focus, showing some mechanical parts.

HUUB VAN DOORNE

1 AAC heeft Bols negen jaar in bezit gehouden. Dat is lang voor een investeringsfonds. Kwam het initiatief voor een verkoop van hen?

De Vries: "Iedereen weet dat een investering door een investeringsfonds eindig is. Maar AAC is altijd heel flexibel geweest en is dat nu nog steeds. Ze zijn nooit hijgerig geweest en hebben nooit druk op ons uitgeoefend. Maar op een ge-

geven moment ga je toch in gesprek over de verkoop van het bedrijf. Vorig jaar kregen we signalen dat een beursgang goede kans van slagen zou hebben. Toen zijn we aan de slag gegaan."

2 U heeft bij de beursgang een deel van uw eigen aandelenbelang in Bols afgestoten. Welk signaal gaat daarvan uit?

'VORIG JAAR KREGEN WE SIGNALEN DAT EEN BEURSGANG GOEDE KANS VAN SLAGEN ZOU HEBBEN. TOEN ZIJN WE AAN DE SLAG GEGAAN'

Van Doorne: "Ik ben in 2006, op eigen initiatief, een aanzienlijke financiële verplichting met de bank aangegaan om in Bols te kunnen investeren. Ik heb privé behoorlijk wat risico gelopen. Na negen jaar is het tijd om af te lossen, mijn opbrengst van de beursgang gebruik ik een-op-een daarvoor. "Ik ben daarnaast volledig gecommitteerd om leiding te blijven geven aan dit bedrijf. Ik ben lange termijn-aandeelhouder, ook als ik na 360 dagen vrij ben om een

groter deel van mijn nog steeds aanzienlijke belang in Bols te verkopen."

3 **Waarom wilde u per se naar de beurs?**

De Vries: "Het was voor ons heel duidelijk dat we zelfstandig wilden zijn. Een beursnotering past ook goed omdat de onderneming in een volgende fase komt. We hebben dit bedrijf in acht, negen jaar opgebouwd. Nu moeten we de onderneming stabiliteit bieden en een plaats geven in de internationale wereld van de sterke dranken. Door de beursgang kunnen we onze schuld verlagen en krijgen we toegang tot de kapitaalmarkt. Bovendien levert een beursnotering veel publiciteit op die belangrijk is voor de waarde van het merk."

4 **Publiciteit is natuurlijk niet alleen maar positief. Volgt u alles wat er over Bols gezegd en geschreven wordt?**

De Vries: "Ik ben soms verbaasd over zaken die ik in de media lees. Ik las op Twitter bijvoorbeeld dat beleggers bij de beursgang negentien keer de winst betalen. Ik snap niet hoe iemand daarbij komt. Als iedereen nou gewoon eens het prospectus leest en de juiste gegevens gebruikt, dan kom je tot een juiste, lagere koers-winstverhouding."

5 **Waarom reageert u niet op dat soort berichten?**

Van Doorne: "Ik vind niet dat je daar continu op moet reageren. Iemand pakt de jaarrekening van vorig jaar en doet alsof de toekomst niet bestaat en concludeert dat er geen winst wordt gemaakt. Dat doet iemand toch om zijn eigen punt te maken. Cijfers zijn interpreteerbaar, het belangrijkste is dat het grote verhaal goed is overgekomen en dat dit is

gebeurd blijkt uit de grote hoeveelheid particulieren die heeft ingeschreven."

6 **Wat hebt u de belegger te bieden?**

De Vries: "In de eerste plaats kunnen wij een mooi dividendrendement realiseren. Daarnaast bieden wij door onze wereldwijde positie een grote spreiding. Wij halen 80 procent van onze omzet buiten Nederland en 55 procent buiten West-Europa. We bieden beleggers ook een positie in de nichemarkt van sterke dranken voor de cocktailwereld en we hebben nadrukkelijk ambities op dit terrein omdat we denken dat we met onze merken het een en ander kunnen bewerkstelligen."

7 **De opbrengst van de beursgang gaat naar schuldreductie. Valt daarmee een last van de onderneming af?**

De Vries: "Die schuldenlast houdt je scherp. We hebben bewezen dat

'WIJ KUNNEN BELEGGERE EEN MOOI DIVIDENDRENDMENT REALISEREN EN BIEDEN DOOR ONZE WERELDWIJDE POSITIE EEN GROTE SPREIDING'



we voldoende geld kunnen genereren om de schuld te kunnen dragen. Ik geloof overigens in financiering met schuld, maar zoals ze in Engeland zeggen 'different horses for different courses'. Daarmee bedoel ik dat bij een bedrijf met een beursnotering een andere schuldstructuur hoort dan bij een bedrijf met een investeringsfonds als eigenaar. Een beursgenoteerd bedrijf moet wat ruimer gefinancierd zijn. Dat heeft bijvoorbeeld ook te maken met afspraken met de banken."

8 **In 2009 sprak u de doelstelling uit dat Bols 5 procent per jaar zou groeien. Achteraf is dat circa 2 procent geworden. Een tegenvaller?**

Van Doorne: "Je moet het bedrijf eigenlijk in twee delen zien. Wat betreft de wereldwijde merken, zoals Bols-likeuren, zitten we niet zover af van die groei-doelstelling. Aan de andere kant hebben we de regionale merken en daar zit de grootste uitdaging. We hebben in Nederland twee accijnsverhogingen, een btw-verhoging en een leeftijds-grensverhoging gehad. Dat heeft veel impact gehad op onze industrie. Wij denken dat we de grootste klap daar nu gehad hebben en in staat moeten zijn om het segment van de regionale merken in zijn totaliteit te stabiliseren."

9 **Een stabilisatie klinkt niet alsof beleggers van dat deel van de activiteiten veel moeten verwachten?**

De Vries: "Die kant van het bedrijf zal inderdaad geen rechte lijn omhoog laten zien. Het zal eerder nu eens een minnetje dan weer een plusje zijn. Wij denken dat we die portefeuille voor de lange termijn moeten kunnen stabiliseren. We gaan deze sector niet opgeven, ook al omdat daar onze wortels liggen."

10 **Welk wereldwijd merk van Bols kan een succesverhaal worden?**

De Vries: "Voor ons is Amerika geografisch een heel belangrijke markt. Wij zijn daar in 2010 met ons eigen bedrijf begonnen om genever, jenever zoals die in 1820 is ontwikkeld, op de kaart te zetten. We rollen Bols Genever langzaam uit en staan nu in tweeduizend Amerikaanse bars uit het topsegment op de planken. Ook ons Italiaanse merk Galliano heeft veel potentieel. Het heeft een lange historie, heeft wat van zijn glans verloren, maar in Amerika zit heel veel latente vraag."

11 **Zou Bols ook weer kunnen gedijen als onderdeel van een groot concern, zoals eerder met Wessanen?**

De Vries: "In een volgende fase misschien wel. Er komt een moment dat het bedrijf is verankerd, iedereen het kent en snapt, dan zou het best kunnen gedijen binnen een grotere moeder. Maar dat heeft zeker nog een aantal jaren nodig. Het bouwen van een goed merk kost jaren. Wij zijn een bedrijf van de geleidelijkheid in een industrie van de geleidelijkheid."

12 **Beursfondsen kunnen ook weer overgenomen worden. Valt een snelle exit zoals eerder Douwe Egberts uit te sluiten voor Bols?**

Nee, dat kun je niet uitsluiten. Maar het is absoluut niet onze wens om weer snel van de beurs te gaan. Wij denken dat we deze onderneming nog stappen verder kunnen brengen. Als de markt dat uiteindelijk anders beheert, zo werkt de kapitalistische wereld nou eenmaal, dan is dat maar zo."

Seminar etf's voor beginners

Etf's ook wel trackers of indextrackers genoemd, komen steeds vaker in de publiciteit. Maar hoe werken ze nu precies en hoe kunt u ze toepassen in uw portefeuille?

Tijdens dit seminar, georganiseerd in samenwerking met ThinkETF's en Alex Academy, worden de basisbeginselen en enkele waardevolle strategieën van deze snel in populariteit groeiende producten behandeld.

WAAR EN WANNEER?

Dinsdag **10 maart** van **14.30 tot 18.00 uur** (inclusief borrel) in **Amsterdam**, op 5 minuten loopafstand van station RAI.

AANMELDEN

Deelname is gratis voor VEB-leden, maar aanmelden is verplicht en kan via www.veb.net/etfmaart

Seminar portefeuillemanagement

Veel beleggers denken dat zo veel mogelijk informatie over de markt automatisch tot rendement leidt. Wie succesvol wil beleggen, heeft een beleggingsplan nodig en daarnaast kennis over financiële instrumenten.

Tijdens dit seminar leert u dan ook hoe u uw eigen beleggingsplan opstelt. Daarnaast is er aandacht voor portefeuillebeheer. In het eerste deel worden onder andere de volgende vragen beantwoord:

- Hoe analyseer ik de markt?
- Uit welke componenten bestaat een goede portefeuille?
- Hoe kan ik mijn risico beperken en toch het rendement behalen dat ik wens?

In het tweede deel zullen risico en rendement, spreiding en herweging aan de orde komen. Ook worden voorbeeldportefeuilles besproken op basis van etf's.

WAAR EN WANNEER?

Dinsdag **14 april** in **Amsterdam**, op 5 minuten loopafstand van station RAI.

AANMELDEN

Deelname is gratis voor VEB-leden, maar aanmelden is verplicht en kan via www.veb.net/portefeuille



Bij vragen over cursussen en seminars kunt u contact opnemen met ons kantoor in Amsterdam: 020-3301118. Dit nummer is te bereiken op maandag, dinsdag en donderdag.



Lezen met voordeel: 'Economen kunnen niet rekenen'

De recente crisis heeft veel stof tot nadenken gegeven over de waarde van de economische wetenschap. Wat heeft de crisis veroorzaakt?

Waarom zagen zoveel economen de crisis niet aankomen? En waarom geven economen sterk verschillende antwoorden op de vraag hoe de crisis moet worden beëindigd? Dit boek stelt dat de economische wetenschap juist heel waardevol is omdat deze ertoe heeft bijgedragen dat economieën structureel groeien, dat inkomens op wereldniveau naar elkaar toe groeien en dat er regelingen van sociale zekerheid bestaan.



KORTING

Bestel dit boek met korting via de VEB voor 16 euro, inclusief verzendkosten (winkelprijs is 19,95 euro).

► Te bestellen door overmaking van € 16,00 op rekeningnummer NL 92 INGB 0000 146483, o.v.v. Economen, uw postcode en huisnummer.

► Verzending duurt minimaal 1 week, de aanbieding is geldig tot 1 maart 2015.



OVER VEILIGHEID, GEBRUIKSGEMAK EN HANDELSMOGELIJKHEDEN

KWALITEIT BROKERS EN BANKEN GEMETEN

Jaarlijks onderzoeken we welke broker de voordeligste keuze is voor doe-het-zelf-beleggers. Maar wat zegt de prijs over veiligheid, handelsmogelijkheden en gebruiksgemak? Tijd voor een vergelijking van brokers op kwaliteit.

Zelf beleggen is de afgelopen jaren steeds goedkoper geworden, zo blijkt uit ons jaarlijkse kostenonderzoek, waarvan binnenkort voor de tiende keer de resultaten verschijnen. Desondanks kunnen beleggers nog steeds honderden euro's per jaar aan kosten besparen door voor de broker te kiezen die het beste past bij hun handelsgedrag. Maar prijs is niet

het enige wat moet tellen bij de keuze voor een geschikte broker. Een gemakkelijk te bedienen en toch veelzijdig handelsplatform is evenzeer van belang. En natuurlijk moet een bank of broker ruime handelsmogelijkheden bieden.

Wij inventariseerden de kwaliteiten van banken en brokers op basis van een enquête die wij onlangs hielden.. En keken ook hoe u, belegger, uw broker beoordeelt.

1 AANBOD

VOOR WIE BELANGRIJK?

Om het aanbod te vergelijken, hebben we brokers gevraagd naar het aanbod van obligaties, aandelen, etf's en afgeleide effecten (zoals hefboomproducten). We hebben uitsluitend gekeken naar toegang tot de markt, niet naar de omvang van het assortiment per markt.

Beleggers die hun beleggingen willen spreiden over verschillende regio's moeten ruim de keuze hebben. Een ruim aanbod aan hefboomproducten kan interessant zijn voor speculatieve beleggers.

DE RESULTATEN

Vrijwel alle brokers bieden beleggers toegang tot de meest courante beurzen in Europa en de Verenigde Staten. Fijnproevers die aandelen uit bijvoorbeeld Tjechië, Turkije en Hongarije willen aanschaffen, worden vooral bediend door DeGiro en Saxo Bank. Zij hebben het grootste (geografische) aanbod wat aandelen betreft.

Het aanbod aan obligaties, etf's (trackers) en beleggingsfondsen is een stuk schraler. Zo bieden de IB-brokers (dit zijn Today's, TradersOnly en Lynx) nauwelijks obligaties aan. Ook beleggingsfondsen zijn op deze platformen summier voor handen, net als op het algemene platform van Binck en Alex. Voor fondsbeleggers heeft Binck een apart platform beschikbaar, Fundcoach. Apart aanmelden is hiervoor noodzakelijk.

Bij de grootbanken valt het ruime aanbod van ABN Amro op. Het assortiment van Rabobank is op het gebied van etf's, obligaties en beleggingsfondsen nogal schraal.

AFGELEIDE PRODUCTEN

De grootbanken zijn erg beperkt in de mogelijkheden om te beleggen in producten als ETN's, opties, hefboomproducten, CFD's, futures en

warrants. Zo is een optie in de VS bij ING of Rabobank niet eens mogelijk. Ook prijsvechter DeGiro biedt geen optiehandel aan in de VS.

De mogelijkheden bij de IB-brokers zijn het grootst, maar een belegger bij Binck/Alex kan waarschijnlijk ook aardig uit de voeten.

2 ORDERMOGELIJKHEDEN

VOOR WIE BELANGRIJK?

Beleggers die niet continu op de beurs actief zijn en graag ruim van tevoren limiet- en stoporders inleggen.

DE RESULTATEN

De IB-brokers en Binck/Alex bieden de ruimste mogelijkheden om een order in te leggen. Bij deze brokers is het ook mogelijk om bijvoorbeeld een *bracket order* in te leggen, waarbij vooraf eventueel verlies of winst is in te stellen. Via een *trailing stop-order*, ook mogelijk bij bovengenoemde brokers, kan geprofiteerd worden van koersstijgingen, terwijl een koersdaling van een vooraf ingestelde omvang ten opzichte van de actuele koers tot

een verkooporder leidt.

ABN, ING, DeGiro en Rabobank bieden deze mogelijkheid niet. En bij ABN is het ook niet mogelijk om een bestens order op te geven, een transactie tegen de volgende marktprijs zonder limiet.

3 INFORMATIE

VOOR WIE BELANGRIJK?

Zonder informatie is een belegger stuurloos. Op internet is op een veelheid aan websites ongelooflijk veel informatie te vinden, maar ook brokers kunnen die informatie bieden.

**ZONDER
INFORMATIE IS
EEN BELEGGER
STUURLOOS.
ONLINE IS
ONGELOOFLIJK
VEEL INFORMATIE
TE VINDEN**



DE RESULTATEN

De meeste partijen bieden real-time grafieken en koersinformatie aan, sommige brokers vragen daar (extra) geld voor. Beleggers die dividendgegevens (ex-dividenddatum, betaalbaarstelling dividend), balansgegevens (eigen vermogen, vreemd vermogen) of financiële ratio's (koers/winst, eigen vermogen/vreemd vermogen) willen inzien van Nederlandse en veel Amerikaanse beursfondsen, moeten niet bij prijsvechter DeGiro of bij grootbank Rabobank zijn. Ook ING heeft zeer beperkte informatie beschikbaar. ABN Amro, Binck/Alex, Saxo Bank en de drie IB-brokers bieden deze informatie grotendeels wel aan.

Aan technische analisten stellen de meeste partijen een breed scala aan grafiek- en analysetools ter beschikking. ING heeft weinig te bieden op dit vlak.

Ook op het gebied van portefeuilleanalyse zijn de verschillen groot. Niet alleen voor de fiscus, ook voor een belegger zelf kan het interessant zijn om de prestatie van de portefeuille door de jaren heen te bekijken, het rendement in te zien, de volatiliteit en de asset allocatie te bekijken en het rendement af te zetten tegen de benchmark. Binck/Alex, Today's en TradersOnly bieden de meeste mogelijkheden, DeGiro de minste.

4 VEILIGHEID

VOOR WIE BELANGRIJK?

Voor iedereen. Effecten op de beleggersrekening moeten onder alle omstandigheden veilig zijn.

DE RESULTATEN

In vrijwel alle gevallen zijn effecten in de portefeuille afgescheiden van de rest van de boedel van een broker. In geval van faillissement zijn klanten hun beleggingen dan niet kwijt. Er kunnen uitzonderingen zijn, bijvoorbeeld bij ABN Amro

SCHOONMAKERS ALS SYMBOOL



door Paul Frentrop

In juli vorig jaar botste de oproerpolitie in Athene nog met de net ontslagen schoonmakers van het ministerie van financiën, die een ontmoeting probeerden te verhinderen tussen de toenmalige minister Gikas Hardouvelis en de 'trojka' van EU, IMF en ECB. Op 29 januari van dit jaar was de eerste maatregel van diens opvolger Yanis Varoufakis (lid van de Griekse variant van de Socialistische Partij) het weer in dienst nemen van die 595 schoonmakers. "Een symbolische maatregel, maar van grote betekenis", schreven Harry van Bommel en Arnold Merkies van de Nederlandse Socialistische Partij met blijde instemming.

Inderdaad. Maar welke symboliek? Het idee dat de staat iedereen een baan kan geven, is een oud socialistisch ideaal. Het is tevens een bron van corruptie en nepotisme. Dat Griekenland (maar bijvoorbeeld ook Nederlandse eilanden in de West) in financiële problemen kwam, komt nu juist doordat politici baantjes weggeven aan vrienden. Met bijbehorende salarissen die door anderen betaald moeten worden. Toen Griekenland zijn schulden niet meer zelf kon betalen, was een op de vier werkenden daar in dienst van de overheid. Daarom moest Griekenland van de 'trojka' tussen eind 2010 en 2015 het aantal ambtenaren met 150.000 terugbrengen. Die afspraak is niet nagekomen. Het tot ambtenaar maken van de schoonmakers van het ministerie is daarom inderdaad een belangrijk symbool.

Niet alleen in Griekenland. Stef Blok, die namens de VVD het Nederlandse ambtenarenapparaat bestiert, nam deze maand hetzelfde besluit. Ook hij stopt met het inhuren van schoonmakers. De overheid neemt ze allemaal in dienst. Zo krijgt Nederland er 2.000 nieuwe ambtenaren bij, want de regering wil dat de schoonmakers "als gewone collega's" deel uitmaken van de Rijks-overheid. Bij de onderhandelingen met de vakbonden was het uitgangspunt dat niemand erop achteruit mocht gaan. Dat is gelukt. De ambtelijke schoonmakers krijgen bovendien voortaan een reisvergoeding, iets wat ze van hun huidige bazen niet krijgen.

Ik misgun die mensen niets. Van mij mogen ze in het ABP en vallen onder het ambtenarenrecht. Ook mogen ze lid worden van de enige vakbond in Nederland die niet krimpt: de vakbond van overheidspersoneel. Ik signaleer wel dat het overheidsbeleid in Nederland niet wezenlijk anders is dan in Griekenland. Vandaar dat ook hier – crisis of geen crisis – de belastingdruk weer stijgt. Want alle mensen die van de overheid geld krijgen, moeten betaald worden door mensen die aan de overheid geld afdragen. Om de economie weer te laten groeien, zal deze pomp moeten worden schoongemaakt.

voor producten waar zij zelf uitgever van zijn en edelmetalen.

Enig risico is er ook bij partijen die de effecten van hun klanten mogen uitlenen. Speculatieve beleggers gebruiken deze stukken om 'short' te gaan. DeGiro doet dit standaard maar beleggers kunnen, bij opening van een rekening, kiezen om uitlenen van hun stukken niet toe te staan. Bij de drie IB-brokers is het mogelijk dat effecten aan derden worden uitgeleend. Beleggers kunnen deze instelling veranderen, behalve als er sprake is van rood staan of beleggen met geleend geld.

De meeste brokers hebben ook enige mate van beveiliging als de inloggegevens van een klant in verkeerde handen vallen. Zo vraagt Binck Bank om een extra code die per sms wordt toegezonden. Zonder deze code is handelen niet mogelijk, een portefeuille bekijken wel. Brokers die geen extra controle hebben bij de uitvoer van transacties zijn wel veiligheidsmechanismen ingebouwd om te voorkomen dat kwaadwillenden geld kunnen overboeken naar hun eigen betaalrekening.

Geld overboeken naar de beleggingsrekening is bij de meeste brokers even eenvoudig als een reguliere overschrijving. Alleen bij de IB-brokers Lynx en Today's gaat dit een stuk omslachtiger. Hier moeten klanten geld overboeken naar een tussenrekening van Interactive Brokers in Frankfurt. Klanten geven in de omschrijving dan aan op welke beleggingsrekening het tegoed moet worden gestort.

5 KLANTEN-SERVICE

VOOR WIE BELANGRIJK?

Voor beleggers die ondersteuning willen bij het zoeken naar beleggingen en extra informatie willen over (verschillen tussen) effecten. Het helpt ook als de klantenservice meedenkt met de klant en aanvul-



lende informatie geeft die van belang is, maar waar de klant niet om heeft gevraagd. Een goede klantenservice is ook belangrijk voor beleggers die een klacht hebben of willen handelen als er een storing is op het digitale platform.

DE RESULTATEN

Om een indruk te krijgen van de kwaliteit van de klantenservice hebben wij als steekproef een aantal vragen gesteld aan de diverse helpdesken. De tijd die nodig was om onze per mail gestelde vragen te beantwoorden, liep uiteen van ruim een uur bij DeGiro tot twee dagen bij Alex/Binck. Ook de kwaliteit van de antwoorden verschilt sterk. Van de grootbanken ING en ABN is de laatste het volledigst (Rabo verwees door naar de beleggingslijn) en het antwoord van Today's springt er positief uit.

6 DREMPELS BIJ OVERSTAPPEN

VOOR WIE BELANGRIJK?



ZOEK DE VOOR U GOEDKOOPSTE BROKER VIA **VEB.NET/GOEDKOOPTHANDELEN**

Voor beleggers die willen overstappen naar een andere bank of broker.

DE RESULTATEN

Overstappen van de ene aanbieder naar een ander gaat niet zonder slag of stoot. ABN Amro, ING, SNS Bank en Rabobank brengen stevige kosten in rekening als een belegger zijn effecten wil overboeken naar een rekening bij een andere broker. Ook nieuwkomer DeGiro vraagt geld aan vertrekkende klanten.

Bovendien kunnen beleggers tijdens de periode van overboeken vaak niet handelen in hun effecten.

GOED OM TE WETEN

Wie besluit om over te stappen naar een andere bank of broker, doet er goed aan vooraf informatie in te winnen over eventuele overboekingskosten. In veel gevallen is de

nieuwkomer bereid om de kosten te vergoeden, maar deze zijn veelal gebonden aan een maximum per regel en/of totaal per portefeuille.

Informeer ook of de nieuwe bank alle fondsen uit de portefeuille in het assortiment heeft en wat de geschatte duur is van het overboeken.

7 EN DAN NOG DIT

→ Bijna alle partijen blijken bereid op verzoek van een belegger een aandeel aan het assortiment toe te voegen, als het om een beschikbare markt gaat. Bij ABN gaat het onder voorwaarden, bij Rabo hangt het af van de beurs en positie-omvang en bij Lynx en Today's gaat het in overleg met IB. Alleen beleggers bij ING krijgen zonder meer nul op het rekest.

→ Alleen de klanten van ABN Amro en ING kunnen het beleggingsplatform niet bereiken via een app op hun smartphone of tablet.

UITEINDELIJK GAAT HET EROM HOE BELEGERS DE DIENSTVERLENING ERVAREN

→ Indien gewenst kunnen klanten van de grootbanken, Saxo Bank en Binck/Alex transactieafschriften op papier ontvangen. De broker kan hier (extra) geld voor vragen.

→ Veel brokers bieden klanten, zowel beginnende als gevorderde beleggers, extra informatie om hun kennis te verbreden en te verdiepen. Het kan daarbij gaan om cursussen, digitale boeken of brochures (e-books) of online presentaties (webinars). Rabobank en DeGiro bieden deze faciliteiten niet aan.

KLANTEN OVER HUN BROKER

WAT VINDT U?

De inventarisatie hierboven is gebaseerd op de mogelijkheden die de verscheidene brokers bieden. Uiteindelijk gaat het erom hoe beleggers de dienstverlening ervaren. Online vergelijkingssite BrokerTarieven vraagt bezoekers van zijn website doorlopend naar ervaringen met hun broker en publiceert de resultaten periodiek.

Op basis van bijna 5500 gebruikerservaringen komt TradersOnly naar voren als meest klantvriendelijke broker. Minder tevreden zijn klanten van TradersOnly over de mogelijkheden en het gebruiksgemak van het handelsplatform. Dat geldt ook voor Lynx en Today's die hetzelfde systeem gebruiken. Sam Hollanders, eigenaar van BrokerTarieven, constateert dat de beoordeling van klanten over hun

brokers door de jaren heen redelijk stabiel is. "De klanten van Alex, Binck, Lynx, Today's en TradersOnly geven redelijk stabiele cijfers schommelend tussen 5 en 10. Bij de grootbanken

onderaan het rijtje schommelt dit eerder tussen 4 en 8. Uitzondering hierin is DeGiro. De cijfers van DeGiro-klanten zijn veel extremer en gaan werkelijk van 1 tot 10. Wie van wat

meer afstand kijkt, ziet duidelijk dat beleggers steeds verder kijken dan alleen de prijs. Een juiste verhouding van prijs en kwaliteit wordt steeds belangrijker."

KLANTENTEVREDENHEIDSONDERZOEK 2014

Bron: BrokerTarieven, februari 2015

Broker	Gemiddeld	t.o.v. 2013	Handelsmogelijkheden	Handels-systeem	Klant-vriendelijkheid	Koers-informatie
Binck	7,5	[+0,1]	7,5	7,5	7,5	7,4
Today's Brokers	7,5	[+0,2]	7,9	7,1	7,5	7,6
TradersOnly	7,4	[+0,5]	7,8	6,6	7,8	7,3
Alex	7,4	-	7,4	7,4	7,3	7,4
Lynx	7,1	-	7,9	6,2	7,3	7,1
DeGiro	6,7	[+0,2]	6,8	6,5	6,9	6,4
ABN Amro	6,6	-	6,6	6,7	6,3	6,6
ING	6,5	[+0,1]	6,4	6,7	6,5	6,3
Rabobank	6,3	[+0,1]	6,3	6,5	6,1	6,2
SNS	6,1	[+0,1]	6,4	6	6	6,1



Van algen wordt op termijn veel verwacht. Onderzoekers en bedrijven onderzoeken de toepassingen en schaalbaarheid van dit plantaardig materiaal. Kunnen algen de nieuwe brandstof worden, en welke mogelijkheden hebben beleggers?

DE REVOLUTIE DOOR HET GROENE

Het gebruik van algen is een ontwikkeling die beleggers zou moeten interesseren. Er wordt op dit moment aan toepassingen van algen gewerkt in voeding, verzorging en energie. Vooral die laatste toepassing heeft al de nodige aandacht getrokken. Dat heeft ongetwijfeld te maken met het verband tussen algen en olie.

Veel van de fossiele aardolie die nu wordt opgepompt, is ontstaan doordat honderden miljoenen jaren geleden dikke lagen

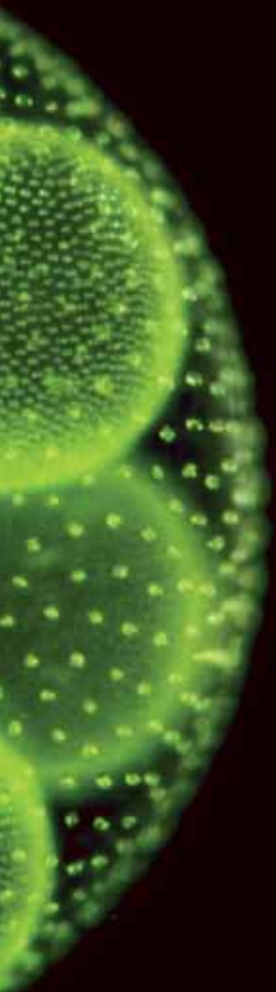
algen bij hoge temperaturen en onder druk van landmassa's langzaam begonnen te veranderen in aardolie.

Die aardolie wordt sinds de ontdekking in 1859 in een dusdanig tempo opgepompt dat het in miljoenen jaren aangemaakte materiaal er in een paar honderd jaar doorheen zal worden gedraaid, vooral in de vorm van autobrandstoffen. Biodiesel uit algen kan in de toekomst een alternatief worden.

WAAROM INTERESSANT?

Voor het kweken van algen is veel minder land nodig dan voor suikerriet of soja, gewassen waarmee ook biobrandstoffen kan worden gemaakt.

Onderzoek van Amerikaanse universiteiten wees uit dat met algen in principe ruimschoots in de volledige benzinebehoefte van de VS kan worden voorzien. Daarvoor zou met sojabonen tweemaal de op-



GOUD

pervlakte van de VS nodig zijn, met algen slechts 0,2 procent daarvan.

Biobrandstoffen zijn, zoals vrijwel alle brandstoffen, een vorm van zonne-energie, en de fotosynthese in algen is vele malen efficiënter dan die in andere gewassen. Algen kunnen voor de helft van hun gewicht bestaan uit vetten waarmee biobrandstoffen worden gemaakt. Dat maakt algenolie 24 keer zo efficiënt als de nummer twee op dit gebied, palmolie.

Uiteindelijk moet de olie uit algen volgens wetenschappers te produceren zijn voor een prijs die overeenkomt met 25 dollar per vat, waarmee het een goed alternatief wordt voor aardolie, dat momenteel ondanks een forse koersval nog steeds het dubbele kost.

Bijkomende voordeel is dat algen tijdens de groei CO₂ opnemen. Ook zijn afval- en rioolwater te gebruiken als meststoffen.

IN HET KORT

BELANGRIJKSTE VOORDELEN GEBRUIK ALGEN

- Als brandstof: CO₂-neutraal
- Hogere opbrengst per hectare dan traditionele gewassen en eerste en tweede generatie biobrandstoffen
- Kan in kassen worden gekweekt, ook op land dat ongeschikt is voor andere vormen van landbouw

NADELEN GEBRUIK ALGEN

- Kweek is alleen mogelijk onder sterk gecontroleerde omstandigheden (hygiëne, temperatuur)
- Beslag op land, water en meststoffen groter dan bij fossiele brandstoffen
- Jonge technologie: nog grote kapitaalinvesteringen noodzakelijk
- Uiteindelijke kostprijs is nog onduidelijk

IN BEDRIJF

De meeste bedrijven die zich met de ontwikkeling van brandstoffen en andere producten uit algen bezighouden, zijn nog klein en in handen van de oprichters of van private equity. Een bekende naam is Sapphire Energy uit San Diego, dat in 2007 werd opgericht en al snel Bill Gates als investeerder aan boord haalde. Tegenwoordig weten de 150 werknemers van Sapphire dagelijks zo'n honderd vaten algenolie te produceren. Dat is olie die op dezelfde manier als aardolie in een raffinaderij kan worden verwerkt tot brandstoffen en andere producten. Het bedrijf verwacht in 2018 op commerciële schaal te gaan opereren. Dat zou het geval zijn bij een productie van 5000 vaten per dag. Sapphire Energy werkt samen met raffinaderij Tesoro (NYSE-symbool TSO) en de oliemaatschappijen Phillips 66 (NYSE-symbool PSX) en Sinopec (NYSE-symbool SHI).

SOLAZYME

Het Amerikaanse Solazyme heeft wel een beursnotering, aan de Nasdaq (symbool SZYM). De beursgang in 2011 vond plaats tegen 18 dollar per aandeel en werd een succes, mede doordat Goldman Sachs al snel met een koopadvies kwam. De zakenbank gaf meteen de verwachting af dat het aandeel weleens naar 31 dollar zou kunnen stijgen. Dat doel werd echter nooit gehaald, het aandeel Solazyme

is tegenwoordig ruim onder de 3 dollar te koop.

Die tegenvallende koersontwikkeling heeft te maken met het feit dat Solazyme in november besloot de ambities voor grootschalige productie van biobrandstoffen te temperen en zich meer te gaan richten op andere toepassingen, waar het op de lange termijn meer toegevoegde waarde denkt te kunnen creëren.

Het 'optimaliseren' van de productportefeuille kan op termijn echter best goed uitpakken. Solazyme heeft producten die kunnen doorbreken op interessante markten. Onder het merk Algenist is het bedrijf actief in cosmetica. De 'anti-aging' huidverzorging van Algenist bevat alguronzuur en olie uit microalgen. De producten zijn dermatologisch getest, hypoallergeen en wonnen de prestigieuze Franse Marie Claire Prix d'Excellence de la Beauté 2014. Het merk groeit snel en is nu in vijftien landen verkrijgbaar.

Solazyme is eigenlijk het enige serieuze algenbedrijf met een beursnotering. Er zijn wel verschillende andere kleine ondernemingen die zich bezighouden met de productie van biobrandstoffen, maar die maken bijvoorbeeld ethanol uit suikerriet.

In Europa is er op dit vlak helemaal niets te vinden. In maart komt het Griekse Algae Farms naar de beurs van Athene, maar over dat

BELEGGEN IN ALGEN

kerncijfers beursgenoteerde bedrijven die in dit artikel worden genoemd

Per medio februari

NAAM	BEURS	KOERS	ROL	RELEVANTIE GAMECHANGER	JAAROMZET (TAXATIE 2015)	BEURSWAARDE	KOERS-WINST-VERHOUDING (TAX 2015)	DIVIDEND-RENDEMENT (TAX 2015)
Solazyme	Nasdaq	\$ 2,00	producent algenolie	100% van de omzet	\$ 90,6 miljoen	\$ 180,8 miljoen	nvt	0%
Algae International	Nasdaq	\$ 0,50	producent algenolie	100% van de omzet	niet noemenswaardig	\$ 15,4 miljoen	nvt	0%
Algae.Tec	Sydney	AUD 0,075	producent algenolie	100% van de omzet	niet noemenswaardig	AUD 27 miljoen	nvt	0%
Algae Farms	Athene	nvt	producent algenolie	100% van de omzet	onbekend	IPO in maart	nvt	0%
Unilever	Amsterdam	€ 33,42	afnemer grondstoffen	gebruik algen naar verwachting groeiend	€ 51,3 miljard	€ 101,8 miljard	19	3,4%
Tesoro	New York	\$ 66,67	raffinage	nauwelijks, fractie van de omzet	\$ 33,9 miljard	\$ 8,4 miljard	10,5	1,8%
Phillips 66	New York	\$ 61,50	productie en logistiek	nauwelijks, fractie van de omzet	\$ 155 miljard	\$ 34,0 miljard	9,6	3,3%
Sinopec	New York	\$ 29,20	productie en logistiek	nauwelijks, fractie van de omzet	\$ 15,6 miljard	\$ 6,0 miljard	nvt	2,8%
AkzoNobel	Amsterdam	€ 59,81	afnemer grondstoffen	nog in onderzoeksfase	€ 14,6 miljard	€ 14,7 miljard	16	2,4%

bedrijf is weinig meer bekend dan dat het vorig jaar een innovatieprijs won van de Amerikaans-Griekse kamer van koophandel. Het bedrijf heeft een website, maar die is er alleen in de Griekse taal.

Een taalprobleem is er niet bij het Australische Algae.Tec en het Amerikaanse Algae International, maar deze bedrijven zijn nog vooral aan het onderzoeken en boeken nog nauwelijks omzet. Algae International heeft zich recent via dochter American Seed & Oil zelfs ook toegelegd op het kweken van hennep voor consumentenproducten en medicinale marihuana. De kans dat Algae het over een andere boeg gooit over enige tijd is dus aanwezig.

UNILEVER WIL VAN DE PALMOLIE AF

Unilever werkt al een tijdje samen met Solazyme. In de zeep en shampoos van Unilever worden traditioneel grote hoeveelheden palmolie verwerkt en daar wil het bedrijf vanaf. Lux werd vorig jaar het eerste zeepmerk ter wereld met algenoliën.

Daarnaast werkt Solazyme aan toepassingen voor de voedingsindustrie via dochter AlgaVia, waar ingrediënten worden ontwik-

keld voor allerlei toepassingen. Belangrijkste voordelen zijn het lage vetgehalte en de vele eiwitten (proteïne). Glutenvrije en vegetarische producten lijken bij uitstek geschikt om te maken of te verbeteren met algen.

Ook het Nederlandse AkzoNobel werkt samen met Solazyme. Zij onderzoeken, samen met enkele andere gespecialiseerde bedrijven, de mogelijkheden om de petrochemische grondstoffen voor verf te vervangen door algenolie. Dit onderzoek bevindt zich echter nog in een vroeg stadium.

KANSEN

Het grote voordeel van biobrandstof uit algen is dat het niet concurreert met voedsel of ander gebruik van planten. Het is een 'derde generatie' biobrandstof. Bij de eerste generatie (uit bijvoorbeeld mais of suikerriet) worden voedselproducten gebruikt, bij de tweede generatie gaat het om afvalstoffen of restproducten die ook anders kunnen worden gebruikt. Bij biobrandstof uit algen is geen sprake van verdringing. En doordat er CO₂ wordt opgenomen tijdens de kweek is het verbruik CO₂-neutraal. Nadeel op termijn is misschien dat de ener-

gieomzetting met behulp van de zon via organisch materiaal zoals algen toch minder efficiënt blijkt te zijn dan die via bijvoorbeeld zonnepanelen, waarmee de zonnestralen direct in energie worden omgezet.

Op termijn zijn de voedsel- en cosmetietoepassingen van algen wellicht interessanter dan de energietoepassingen. De strategische ommezwaai van Solazyme is wat dat betreft een teken aan de wand. Nu al wordt het restproduct van algenkweek voor olie als veevoer gebruikt omdat het zo voedzaam is. Ook bijvoorbeeld voor de winning van omega-3-vetzuren zijn bepaalde algensoorten zeer geschikt. Daar liggen voor beleggers dan ook vermoedelijk de grootste kansen.

Gamechangers en potentie?

Of een bedrijf een gamechanger levert, blijkt meestal pas achteraf. Google was een gamechanger in 1998, net als McDonald's in 1955. Maar achteraf beleggen is makkelijk.

In deze rubriek zijn we dan ook op zoek naar potentiële gamechangers. Wij hanteren een aantal kenmerken en randvoorwaarden waar een bedrijf aan zou moeten voldoen om de term 'gamechanger' te verdienen.

1. Het (management van) het bedrijf is visionair en heeft innovatie hoog in het vaandel: de visie op de bedrijfstak wijkt duidelijk af van de algemene opvattingen.
2. Het bedrijf heeft een nieuwe benadering voor productie of service in een bedrijfstak en moet in staat worden geacht een bedrijfstak ook daadwerkelijk van binnenuit te veranderen.
3. Het bedrijf is jong en heeft (vaak) nauwelijks omzet. Het is volop aan het investeren (in onderzoek) en het perfectioneren van de nieuwe technologie.

VRAAG HET DE VEB



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

1 HOE KOMEN IMTECH-BELEGGER'S IN AANMERKING VOOR COMPENSATIE?

Particuliere Imtech-aandeelhouders die aan de schikkingsvoorwaarden voldoen, moeten op een later moment dit jaar zelf een claim sturen naar een professioneel administratiekantoor.

Deze zogeheten 'Claims Administrator' zal vervolgens de ingediende claims beoordelen aan de hand van de schikkingsvoorwaarden. Beleggers dienen hun claims te onderbouwen met een bewijsstuk van de bank, waaruit blijkt dat zij op 1 februari 2013 nabeurs aandeelhouder Imtech waren.

Deze bewijsstukken probeert de VEB voor veel beleggers, waarvan zij de toestemming en het rekeningnummer heeft ontvangen, tegelijk bij een aantal banken in Nederland op te vragen. Indien succesvol ontvangt de belegger persoonlijk een positieoverzicht dat kan worden gebruikt ter onder-

bouwing van de claim later dit jaar. Aangesloten beleggers worden hierover nog geïnformeerd.

2 MAG EEN BEDRIJF – OP HET MOMENT DAT DIT EEN BOD HEEFT UITGEBRACHT OP EEN BEURSGENOTEERD BEDRIJF – OOK AANDELEN OP DE BEURS BIJKOPEN?

Ja, dat mag volgens de Nederlandse overnameregels, maar alleen wanneer de bidder dit vooraf heeft aangekondigd. Neem bijvoorbeeld SHV, dat een bod had uitgebracht op Nutreco en direct na de overnameovereenkomst startte met het uit de markt halen van Nutreco-aandelen.

Het is ook mogelijk dat bestuur en commissarissen van het over te nemen bedrijf met de kopende partij een zogeheten 'standstill'-overeenkomst sluiten. In dat geval mag de biedende partij gedurende een bepaalde periode geen aandelen opkopen. Voordeel

voor beleggers is dat de bidder dan als dominante partij geen extra stemrecht kan verkrijgen en met dat aandelenpakket een belangrijke rol speelt in de aandeelhoudersvergadering waarin over bepaalde randvoorwaarden (statutenwijziging, benoeming nieuwe commissarissen, etc.) van de overname wordt gestemd.

3 WELKE TIPS KUNT U GEVEN AAN EEN BELEGGER DIE EEN ZORGPLICHTKLACHT HEEFT OVER ZIJN BANK OF VERMOGENSBEHEERDER?

1. Klaag tijdig: wie vermoedt dat de effectendienstverlener de zorgplicht heeft geschonden, dient dat direct te melden.

2. Neem verlies: wie schade lijdt, dient deze zo veel mogelijk te beperken. Het kan dus voorkomen dat een belegger een ongeschikte belegging dient te verkopen, ook al is verlies geleden.

3. Wees eerlijk: partijen die

de klacht beoordelen – van de klachtenbehandelaar bij de bank tot klachteninstituut Kifid of de rechter – proberen onderscheid te maken tussen beleggers die oprecht zijn gedupeerd en spijtoptanten die achteraf hun verliezen op de bank of vermogensbeheerder proberen af te wentelen. De beleggingshorizon, doelstelling, kennis en ervaring zijn zaken die van belang zijn als grondslag voor de klacht.

4. Houd het zakelijk: of een klacht kans van slagen heeft, hangt af van de vraag of de zorgplicht is geschonden. Daarbij is het goed om op te schrijven wat er naar de mening van de klager fout is gegaan en wat de schade is. Bij dit proces kan uiteraard ook deskundig advies worden ingewonnen.

4 MAG EEN AFGETREDEN BESTUURS-VOORZITTER VAN EEN BEURSGENOTEERDE ONDERNEMING VERDER GAAN ALS COMMISSARIS BIJ DIEZELFDE ONDERNEMING?

Ja, dat mag volgens de wet en de Nederlandse corporategovernance code. Wel beschouwt de code een oud-bestuursvoorzitter die binnen vijf jaar na zijn aftreden als commissaris bij hetzelfde bedrijf aan de slag gaat als niet-onafhankelijk. Een oud-bestuurder mag daarom geen voorzitter van de raad van commissarissen worden.

Dat een dergelijke functiewisseling is toegestaan, betekent nog niet dat het wenselijk is. Het gevaar bestaat immers dat een oud-bestuursvoorzitter in de nieuwe rol over zijn eigen zittingsperiode heen regeert, omdat het lastig is om afstand te nemen van de voormalige rol.

Afgelopen jaren zijn onder anderen Gert-Jan Kramer en Jeroen van der Veer opgestapt als commissaris bij respectievelijk Fugro en Shell, nadat zij eerder bestuursvoorzitter waren.

KANSEN IN KLEREN

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

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

De concurrentie in de kledingsector is moordend. Ondernemingen die niet mee zijn gegaan met de tijd, blijken reddeloos verloren. Bedrijven die de tijdgeest goed aanvoelen, kunnen wellicht profiteren van het langzaam stijgende optimisme onder Europese consumenten. Welke kleding aandelen zijn op dit moment kansrijk volgens de strategieën van Warren Buffett en John Templeton?

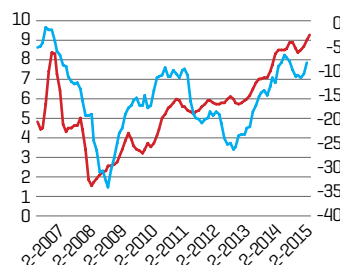
Het optimisme bij Europese consumenten lijkt de laatste tijd weer toe te nemen, zo blijkt uit recente cijfers van de Europese Commissie. In december steeg het consumentenvertrouwen in Europa voor het eerst in lange tijd. Cijfers van het grootste marktonderzoeksbureau in Duitsland (GfK) van eind januari maken duidelijk dat het positieve nieuws uit Brussel geen eenmalige opsteker was. Het optimisme onder Duitse consumenten bereikte de hoogste stand in tien jaar tijd. In het verleden bleken de onderzoeken van GfK een prima indicator voor het sentiment in de gehele eurozone. De vrolijkere kijk op de economische gang van zaken kan voor een deel verklaard worden door de gedaalde olieprijs, waardoor consumenten meer geld overhouden voor andere uitgaven.

Dat consumenten meer geld

overhouden, kan weleens goed zijn voor de winkelverkoop. Kledingbedrijven als Inditex, AFB (Primark) en Adidas hebben in ieder geval al laten weten het effect terug te zien in hun verkoopcijfers. Voor concerns die ook buiten Europa zaken doen en binnen Europa produceren komt daar het voordeel van de goedkope euro bij.

OPTIMISME TERUG

■ EC consumentenvertrouwen indicator Eurozone
■ GfK consumentenvertrouwen Duitsland



DAT CONSUMENTEN MEER GELD OVERHOUDEN, KAN WELENS GOED ZIJN VOOR DE WINKELVERKOPEN

De spaarzaamheid onder consumenten heeft de aandelenkoersen van kledingbedrijven afgelopen tijd flink in de weg gezeten. Dat maakt een aantal spelers in de sector interessant volgens de beleggingsstrategieën van gerenommeerde beleggers als Warren Buffett en John Templeton. Een drietal bedrijven uitgelicht.

RETAILERS IN EUROPA

Naam	K/W	Netto-schuld/Ebitda	Dividend-rendement
Adidas	18,69	0,41	2,12 %
Inditex	28,57	-0,97	1,98 %
Hugo Boss	18,98	0,25	3,30 %

Data Bloomberg op basis van consensus taxaties 2015

Legenda k/w [koers-winstverhouding]: ratio om een onderneming te waarderen, te berekenen door de aandelenkoers te delen door de nettowinst per aandeel. Hoe lager de ratio hoe goedkoper het aandeel. **netto-schuld/ebitda**: Een lage netto schuld/ebitda-ratio laat zien dat een onderneming in korte tijd zijn schulden kan aflossen.

Reebok 'FitHub' Store in Londen. Reebok is een van de door Adidas aangekochte merken.



ADIDAS

Sportgigant voelt druk van beleggers



Adidas is 's werelds nummer twee in sportkleding, ruim achter Nike. In Europa is het Duitse bedrijf marktleider, in China en de Verenigde Staten de nummer twee. Het bedrijf beleefte moeilijke tijden en niet alleen door de concurrentie van Nike en het kleinere Amerikaanse Under Armour. Adidas voelt ook tegenwind door de afgezwakte Russische economie en moeilijke marktomstandigheden in een aantal marktsegmenten, zoals de markt voor golfartikelen. Daarnaast zijn er de fors hogere marketinguitgaven, waarvan het succes nog zal moeten blijken. Langetermijnkansen zijn onder andere te vinden in de opkomende landen in Latijns-Amerika en Azië. Ook een ommekeer bij Reebok, een van de door Adidas aangekochte merken, kan het bedrijf volgens sommige analisten een impuls geven. Ondanks alle perikelen groeit Adidas nog steeds stevig, in West-Europa, Latijns-Amerika en China zelfs met dubbele cijfers. De omzetdoelstelling voor 2014 van 14,7 miljard euro werd licht overtroffen.

Adidas staat onder druk van beleggers om een ommekeer te bewerkstelligen. In september 2014 doken verhalen op in de Duitse media over Amerikaanse hedgefondsen die

de directie zouden willen bewegen om op te stappen en onderdelen als Reebok en TaylorMade als aparte bedrijven af te splitsen. Hoewel de activistische beleggers in kwestie publiekelijk nog niet van zich hebben laten horen, lijkt hun roep om verandering gehoord te zijn. Recent verkocht Adidas het onderdeel Rockport-schoenen aan een gezamenlijk opgericht bedrijf van New Balance Athletic en private-equity-partij Berkshire Partners. Dit onderdeel paste niet meer in de strategie van scherper kiezen voor minder merken.

WAAROM AANTREKKELIJK?

De situatie waarin Adidas zich bevindt, maakt dat het bedrijf aantrekkelijk is volgens de beleggingsmethodiek van de bekende belegger John Templeton. Het aandeel Adidas is historisch gezien goedkoop, terwijl de winstgevendheid relatief hoog is en de schuld beperkt.

Wat Adidas interessant maakt volgens de strategie van Templeton:

- Koers-winstverhouding lager dan het gemiddelde over afgelopen vijf jaar.
- Geen al te hoge koers-winstverhouding.
- Winst per aandeel positief in afgelopen vijf jaar.
- Operationele marge is hoger dan over de afgelopen vijf jaar.
- Totale schuld ten opzichte van ebitda kleiner dan 3.

WAAR IS HET AANDEEL TE KOOP?

Het aandeel Adidas noteert op de beurs van Frankfurt met ISIN-code DE000A1EWWW0.

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



Pull & Bear-winkel in Berlijn

INDITEX

Fast-fashion nog steeds profijtelijk



Het Spaanse Industria de Diseno Textil, kortweg Inditex, is al langer een favoriet onder beleggers. Het aandeel van het modebedrijf achter merken als Zara, Bershka, Pull&Bear en Massimo Dutti is in een jaar tijd 14 procent gestegen (inclusief dividend). Inditex' jaloersmakende voordeel is het fast-fashion concept. Het concern wisselt razend-snel van collectie, is bekend om zijn snelle levering en houdt kleine voorraden aan. Op 11 december presenteerde Inditex de cijfers over de eerste negen maanden van 2014. Daarin bleek het bedrijf de verkopen

met meer dan 10 procent te hebben opgeschroefd. Inditex gaf destijds ook een update over de cijfers in het lopende kwartaal. Daaruit bleek dat de omzetgroei verder versnelt met een indrukwekkende 14 procent. Beleggers reageerden verheugd op die informatie, want van een gevreesde groeivertraging bleek absoluut geen sprake. Naar verwachting verkoopt

Inditex over boekjaar 2015 ongeveer 18 miljard euro en gaat dat ruim 2,5 miljard euro winst opleveren.

De zwakere euro is een positieve ontwikkeling voor Inditex, dat wereldwijd actief is en veel productie juist in thuisland Spanje en buurland Portugal heeft. Het bedrijf verkoopt inmiddels online in meer dan 27 landen, waaronder sinds kort Zuid-Korea en Mexico. Het netwerk van winkels is nog veel uitgebreider met ruim 200 win-

**HET UITGEBREIDE
NETWERK TELT
RUIM 6.400
WINKELS IN MEER
DAN 88 LANDEN**

kels in meer dan 88 landen. In 2015 voorziet Inditex een tiental winkels te openen in de Verenigde Staten, een nog relatief nieuwe markt voor het concern. Dat het bedrijf verder zoekt naar groei blijkt ook uit de strategie om te groeien in de branche voor woonaccessoires via dochterbedrijf Zara Home. De groei van Zara is sinds 2009 sneller dan bij de kledingmerken, het aantal verkopen is verdubbeld. De naamsbekendheid in het kledingsegment moet consumenten in toenemende mate ook de Zara Home-winkels in krijgen.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Het aandeel Inditex voldoet al enige

tijd aan de criteria die een waardebelegger als Warren Buffett aanhoudt om een belegging als aantrekkelijk te kwalificeren. Het rendement op eigen vermogen en de winstgevendheid zijn hoog, de schuld relatief laag en de kasstroom positief.

Wat Inditex interessant maakt volgens de strategie van Buffett:

- Gemiddelde rendement op eigen vermogen over de laatste tien jaar is hoger dan 15 procent per jaar.
- Het rendement op het eigen vermogen is minstens 15 procent in de laatste drie jaar.
- Verhouding tussen schuld en het eigen vermogen is lager dan 50 procent.
- De winstmarge is hoger dan het sectorgemiddelde.
- De winstmarge is in zeven van de laatste tien jaar toegenomen.
- Positieve vrije kasstroom.

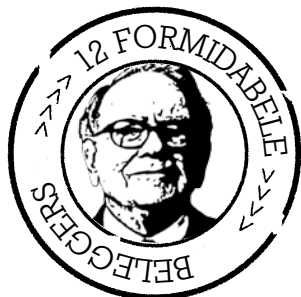
WAAR IS HET AANDEEL TE KOOP?

Het aandeel Inditex is te kopen via de beurs van Madrid met ISIN-code **ES0148396007**.

MEER OVER
DE BELEGGINGS-
METHODIEK VAN
WARREN BUFFETT:
**VEB.NET/
BUFFETT**

HUGO BOSS

Luxeproblemen



Van het langzaam stijgende vertrouwen onder consumenten heeft Hugo Boss, verkoper van pakken en luxe casual kleding, nog maar weinig gemerkt. Afgelopen jaar draaide het concern moeizaam. De afgezwakte economieën in West-Europa, goed voor 60 procent van de verkopen, drukten de omzetgroei en winst. De omzet over 2014 kwam uit op 2,6 miljard euro, 6 procent meer dan een jaar eerder. Operationeel klom het resultaat met bijna 6 procent tot 591 miljoen euro. Om de lagere groei in Europa en de VS te compenseren, opende Hugo Boss afgelopen jaar meer winkels in Azië en het Midden-Oosten. Het gewenste effect bleef deels uit, vooral omdat de activiteiten in China minder succesvol waren dan gehoopt.

Volgens analisten van zakenbank Goldman Sachs is 2015 een overgangsjaar voor de Europese luxe-goederenindustrie, de verwachtingen ten aanzien van Hugo Boss zijn dan ook niet hoog. Het concern verwacht hoge enkelcijferige groei van de verkopen. De hoop is daarbij vooral gevestigd op de opkomende landen en de rugwind die een zwakkere euro biedt. Daarnaast kan een toegenomen consumentenvertrouwen in Europa misschien voor een beetje verlichting zorgen. Het kledingmerk blijft extra aandacht besteden aan groei in opkomende landen. In dat licht moet ook de overname gezien worden van zeventien winkels in Zuid-Korea om te profiteren van het opbloeiende

toerisme en de 'booming' markt in vrouwenkleding in dat land. Datzelfde geldt voor de aankoop van 130 outletstores in China en een distributiecentrum in Dubai.

WAAROM AANTREKKELIJK?

Naast de producent van goedkopere kleding Inditex voldoet ook het aandeel van luxemerkt Hugo Boss aan de voorwaarden die Warren Buffett stelt aan een aantrekkelijke belegging. De winstmarge is hoger dan die van de concurrentie en het rendement op eigen vermogen steekt positief af ten opzichte van het recente verleden, ondanks de moeilijke marktomstandigheden.

Wat Hugo Boss interessant maakt volgens de strategie van Buffett:

- Gemiddelde rendement op eigen vermogen over de laatste tien jaar is hoger dan 15 procent per jaar.
- Het rendement op het eigen vermogen is minstens 15 procent in de laatste drie jaar.
- Verhouding tussen schuld en het eigen vermogen is lager dan 50 procent.
- De winstmarge is hoger dan het sectorgemiddelde.
- De winstmarge is in zeven van de laatste tien jaar toegenomen.
- Positieve vrije kasstroom.

WAAR IS HET AANDEEL TE KOOP?

Het aandeel Hugo Boss is te kopen via de beurs van Frankfurt met ISIN-code DE000A1PHFF7.



Hugo Boss-winkel in Amsterdam

FRANKENSTEIN



door Sheila Sitalsing

Toen Elon Musk, vereerd en bewonderd uitvinder/entrepreneur, kunstmatige intelligentie uitriep tot een serieuze bedreiging voor het voortbestaan van de mensheid, dacht ik: angstzaaij. Musks letterlijke woorden waren (hij sprak afgelopen najaar op een symposium) "Ik geloof dat we zeer voorzichtig moeten zijn met kunstmatige intelligentie. Als ik zou moeten gokken wat de grootste existentiële bedreiging voor ons vormt, zou dit het zijn. Ik ben geneigd te denken dat er een toezichhouder moet komen. Om te voorkomen dat we iets doms doen." Toen begon ik te twifelen: als Musk het zegt, de man is niet voor niets een idool in kringen van buitensporig intelligente mensen.

Het is de aloude Frankensteinfantasie. In het domein van de robotica en de slimme software ziet het verhaal er als volgt uit: mensen bedenken een oplossing voor een probleem waar robots en complexe algoritmes mee gemoeid zijn. Vervolgens blijkt het algoritme over bewustzijn te beschikken, wordt het eigenwijs en gaat het zichzelf ontwikkelen in een onverwachte richting. Tot slot slaat het lukraak aan het doden. Het is een oud en krachtig verhaal. Sinds ik ruim drie decennia geleden *De Lift* (moordlustige biochips!) zag, stap ik nooit meer onbevangen een lift in.

In de *Wall Street Journal* legde David Buchanan, onderzoeker bij IBM en een van de ontwikkelaars van Watson, een computer die glorieert in kennisquizzen, uit dat de denkfout volgens hem zit in stap twee. Het waanidee dat kunstmatige intelligentie bewustzijn kan ontwikkelen. Wetenschappers die steeds meer weten over intelligentie, kunnen nog niet eens tot een afgebakende definitie van bewustzijn komen, zegt hij. Watson, Deep Blue (IBM's onverslaanbare schaakcomputer): ze zijn hyperintelligent, maar zich nergens van bewust. En bewustzijn manifesteert zich niet vanuit het niets.

Volgens Buchanan betekent dit dat kunstmatige intelligentie teleurstellend gewoontjes zal blijven. Zelfrijdende auto's zullen ons van A naar B brengen en alternatieve routes voorstellen, maar nooit ongevaagd met ons in debat gaan of de vurige wens ontwikkelen om drumles te nemen en in een bandje te spelen. Klinkt geruststellend. Evengoed blijft er bij mij iets knagen: er bestaan inmiddels sociale robots die emoties kunnen herkennen en daarop reageren. Ook altruïsme valt te programmeren. Komt dat niet in de buurt van bewustzijn?

Laatste nieuws: in Zuid-Korea zag een Roomba, zo'n stofzuigrobot, het hoofdhaar van zijn slapende eigenaresse aan voor een stofwolk en zoog zich erin vast. De brandweer moest de vrouw ontzetten, volgens de berichten. Een robotaanval, gewoon in huis. Het is begonnen.

De lage olieprijs is een zegen voor de consument, maar een tegenvaller voor producenten van elektrische auto's. Een interessant moment om eens een traditionele automaker en de bekendste maker van elektrische auto's tegen elkaar af te zetten. Het uit 1897 stammende General Motors versus Tesla, dat in 2003 werd opgericht.

GM **vs.** TESLA

DE SLAG OM DE ELEKTRISCHE TOEKOMST

ALLE AUTO-FABRIKANTEN LIJKEN ER INMIDDELS VAN DOORDRONGEN DAT DE TOEKOMST – TENMINSTE DEELS – ELEKTRISCH ZAL ZIJN.

De auto-industrie is een branche van grote veranderingen. Ontwikkelingen op technologisch en maatschappelijk vlak maken dat auto's snel zuiniger worden en vaker op elektriciteit rijden. De overheid eist verlaging van de uitstoot van CO₂ en fijnstof en stimuleert of bestraft een en ander met fiscale maatregelen.

Alle autofabrikanten lijken er

inmiddels van doordrongen dat de toekomst – tenminste deels – elektrisch zal zijn. Beleggers is het ook niet ontgaan: Tesla, dat zich volledig op elektrische auto's richt, behoort tot de beurslievelingen van dit decennium. Het aandeel is sinds de beursgang in 2010 vertienvoudigd.

GENERAL MOTORS: DE CHEVROLET BOLT

Traditionele automakers komen ieder in hun eigen tempo met hybride of volledig elektrische modellen. Tot nog toe is bij de volledig op elektriciteit rijdende modellen het bezwaar dat de auto's duur zijn en een te beperkte actieradius hebben. Daar komt langzaam verandering in. Het Amerikaanse General Motors (GM) werkt aan de Chevrolet Bolt, waarmee ten minste 300 kilometer gereden kan worden zonder opladen. In 2017 moet de Bolt voor zo'n 30.000 dollar in de winkel staan.

Daarmee gaat GM de strijd aan met Tesla, dat slechts een fractie van het aantal auto's verkoopt dat GM wegzet, maar in beurswaarde al wel

tot op de helft genaderd is: de marktkapitalisatie van Tesla is 25 miljard dollar,

GM is 52 miljard waard. Tesla voert maar twee modellen, waarvan er één pas in 2016 geleverd kan worden. De andere, de Tesla Model S, kost in Nederland in goedkoopste uitvoering 71.900 euro.

Tesla werkt net als GM aan een auto voor een breed publiek. In 2017 moet de Model 3 op de markt zijn, een auto die 35.000 dollar gaat kosten. Tegelijk met de Bolt dus. Waarschijnlijk volgen er meer fabrikanten en het is de vraag of wegbereider Tesla daar rouwig om moet zijn. Vermoedelijk niet, want Tesla besloot onlangs een groot aantal van zijn patenten voor iedereen toegankelijk te maken. Een risico, want hiermee kun je de concurrentie in het zadel helpen, maar het idee is dat het elektrisch rijden in het algemeen er



een boost van zou moeten krijgen. En daarmee de zo noodzakelijke infrastructuur van snellaadstations en andere oplaadpunten. Tesla heeft daar in de VS al veel in geïnvesteerd. In Nederland is Fastned, een bedrijf van ondernemer Bart Lubbers (inderdaad, zoon van), bezig met het uitrollen van een dergelijk netwerk. Het bedrijf heeft ruim 200 licenties gekocht voor snelweglocaties en daarvan zijn er nu zo'n 20 gebouwd.

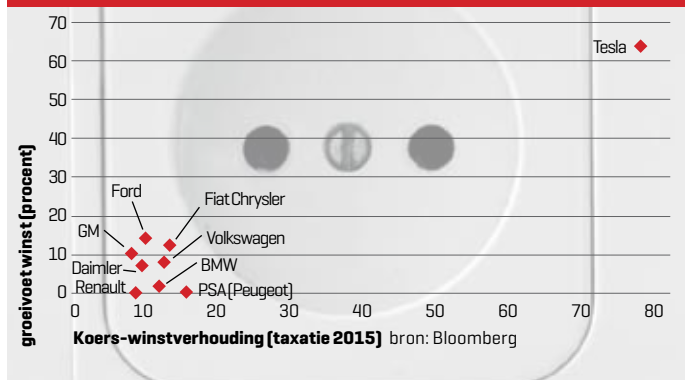
Een bedrijf als GM kan veel leren van Tesla. Sommigen beweren dat Tesla eigenlijk geen auto's maakt, maar computers met wielen. De Tesla Model S staat continu in verbinding met de fabrikant. Laatst baarde het bedrijf nog opzien door bekend te maken dat alle auto's een software-update kregen waardoor ze wat sneller werden. Daarvoor hoefde niemand langs de garage.

TRADITIONELE MERKEN

Voor een goede beoordeling van het aandeel General Motors kunnen beleggers uiteraard nog niet om de ontwikkelingen bij de benzineauto's heen. Daar is GM flink aan het snijden geweest in het aantal merken en modellen, met als doel de efficiëntie te verbeteren. Dat was nodig, want GM ging tijdens de kredietcrisis failliet. Het bedrijf keerde al in 2010 sterk afgeslankt aan de beurs terug en het aandeel heeft weer hetzelfde tickersymbool (GM). Wie

Waarderingen autofabrikanten

GM IS DE GOEDKOOPSTE, TESLA DE DUURSTE



echter voor 2008 aandelen GM had, heeft daar weinig meer aan, die blijven waardeloos.

Het nieuwe GM heeft minder schuld dan het oude had en is verlost van dure afspraken met werknemers op gebied van ziektekosten en pensioenen. Van de acht grote merken die het oude GM voerde, zijn er nog maar vier over: Cadillac, Buick, GMC en Chevrolet. Het merk Cadillac is opnieuw gepositioneerd: de oude modellen zijn vervangen door versies op een hoger (luxer) niveau. GM is helemaal terug, de merken zijn bezig aan een opmars op de thuismarkt en in China, en in 2013 werden voor het eerst weer meer auto's verkocht dan het oude bedrijfsrecord dat sinds 1978 op 9,55 miljoen stond.

Nu wordt het oudste merk uit de stal, Buick, aangepakt. In de VS worden nog maar vijf modellen gevoerd, en daarvan is de compacte SUV de Buick Encore een grote hit. Verkopen van dit model namen met 53 procent toe in 2014. Wereldwijd is Buick ook een succesverhaal. In China verkoopt het merk al jaren uitstekend, en in Europa worden verschillende modellen verkocht onder de merknaam Opel. Opel Mokka is de Europese naam van de Buick Encore.

CONCLUSIE

Het aandeel General Motors is met een koers-winstverhouding van 7,5 (taxatie 2015) de goedkoopste van de Amerikaanse en Europese concurrenten. Dat is opvallend, want

GM is niet het bedrijf waarvan door analisten de laagste groei wordt verwacht.

In 2014 wist GM haar winst te verdubbelen en het bedrijf lijkt er definitief bovenop. De jaaromzet steeg naar 156 miljard dollar. Toch was het een jaar met twee gezichten: in de VS werden de verkopen van grotere auto's in het laatste kwartaal geholpen door de dalende olieprijs, in Europa werd het concern getroffen door een sterk dalende omzet in Rusland. Per saldo werd 3,05 dollar per aandeel verdiend en GM kondigde aan dat het dividend met 20 procent zal worden verhoogd. De verwachting is dat de winst per aandeel in 2016 is aangegroeid tot 4,71 dollar. En dan moet de Chevy Bolt nog in productie gaan.

Tesla is het duurste aandeel van het negental dat in de grafiek wordt getoond. Het stipje Tesla zweeft op eenzame hoogte, ver van de puntenwolk met de 'oude' automerken. Op 75 keer de verwachte winst voor 2015 is het aandeel Tesla tien keer zo duur als een aandeel GM. Maar de winst per aandeel groeit volgens analisten van een halve dollar in 2014 naar 5,67 dollar in 2016. Daarmee gaat Tesla in dat jaar GM voorbij in winst per aandeel. Voor 2017 wordt zelfs meer dan 8 dollar verwacht. Dan staat het aandeel op 200 dollar in eens nog maar 25 keer de winst en dat klinkt al heel wat minder duur.

10-PUNTEN-CHECK

GENERAL MOTORS (GM)



TESLA (TSLA)

Winst per aandeel groeit 10% per jaar tot \$ 4,71 in 2016	1 GROEIKANSEN	Winst per aandeel 2016 is 10 keer die van 2014: \$ 5,67
Kan beter, EBITDA-marge structureel onder 10 procent	2 WINSTGEVENDHEID	Gaat vooruit, EBITDA-marge in 2015 geschat op 12,5 procent
Totale schuld € 41 miljard, € 28 miljard cash	3 BALANS	Totale schuld \$ 2,4 miljard, \$ 2,3 miljard cash
Omvang van het bedrijf maakt overname onwaarschijnlijk	4 KANS OP OVERNAME	Niet uit te sluiten, traditionele automaker kan interesse krijgen
Aandelen van automakers zijn zeer gevoelig voor economisch nieuws	5 RISICO'S	Weggeven patenten kan concurrentie ook te veel helpen
3,7 procent	6 DIVIDENDRENDEMENT	Tesla keert nog geen dividend uit
Niet duur: 7,5 keer de verwachte winst per aandeel 2015	7 WAARDERING AANDEEL	Niet goedkoop: 75 keer de verwachte winst 2015
Positief: 13 kopen, 8 houden, 3 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Positief: 13 kopen, 7 houden, 2 verkopen
GM beweegt al bijna twee jaar zijwaarts	9 TECHNISCH BEELD	TSLA viel eind vorig jaar uit de sterke uptrend en verloor bijna 30%
Presentatie van de Chevrolet Bolt voedt de fantasie	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Tegenvallers in China, Japan lijkt in te zetten op waterstof
GM is van de traditionele automakers een van de aantrekkelijkste keuzes	CONCLUSIE	Tesla oogt duur, maar de groeiverwachtingen rechtvaardigen de prijs

Brazilië, Rusland, India en China zijn jarenlang samengepakt als veelbelovende groeilanden. Maar de eerste twee blijven sterk achter. Komt daarmee een einde aan de populaire groepering?



KWARTET VAN GROEILANDEN DREIGT UIT ELKAAR TE VALLLEN

Volgens Jim O'Neill, voormalig hoofdeconoom van Goldman Sachs, heeft de term BRIC zijn langste tijd gehad. O'Neill kan het weten, want hij was het die in 2001 de namen van de veelbelovende economieën Brazilië, Rusland, India en China bundelde in één acroniem.

Reden voor de econoom om zijn eigen uitvinding langzaam de nek om te draaien zijn de sterk gegroeide verschillen in economische activiteit tussen Brazilië en Rusland aan de ene kant en India en China aan de andere kant. De Russische economie krimpt dit jaar, zo is de algemene verwachting, terwijl die van Brazilië maar nipt groeit. Dat betekent een sterk contrast met de verwachte groei van 5,5 procent voor India en nog hogere verwachte groei van de Chinese economie.

Als die trend doorzet, blijven India en China van de veelbelovende landen over, zo stelde O'Neill tegenover persbureau Bloomberg.

ANDER SPEELVELD

De verschillen in groeitempo zijn voor een belangrijk deel te wijten aan de ontwikkelingen op de grondstoffenmarkt. De fraaie groei-cijfers die Brazilië en Rusland jarenlang konden presenteren, werden ingegeven door de alsmaar stijgende prijzen van olie, gas en metalen. De in korte tijd scherp gedaalde grondstofprijzen doen beide landen pijn. Zowel Brazilië als Rusland kampt met teruggelopen overheidsinkomsten, lagere exporten en stevige inflatie. Ook zijn beleggers huiverig geworden om geld in deze landen aan het werk te zetten.

Daarnaast ondervindt de Russische economie last van de westerse sancties door de crisis in Oekraïne en lijdt de Braziliaanse economie onder tanend vertrouwen in president Dilma Rousseff.

De lagere prijzen voor grondstoffen als olie, ijzererts en koper komen grootverbruikers China en India juist goed uit. In India begint daarnaast ook de focus van de Indiase minister-president Narendra Modi op de verwerkende industrie de eerste vruchten af te werpen.

BEKEDE PROBLEMEN

Toch vertellen grondstofprijzen niet het hele verhaal. Brazilië bijvoorbeeld heeft jarenlang te weinig geïnvesteerd in havens en (spoor)wegen en krijgt daarvoor nu de rekening gepresenteerd.

Er is nog flink wat vooruitgang te boeken in de aanpak van de armtierige infrastructuur, zo blijkt uit het vorig jaar verschenen onderzoeksrapport van het World Economic Forum. De inefficiënte overheid en corruptie bij onder meer staatsoliebedrijf Petrobras zijn andere aandachtspunten voor Brazilië.

De achilleshiel in Rusland is volgens de onderzoekers van het World Economic Forum het zwakke en inefficiënte institutionele raamwerk. Denk daarbij aan bijvoorbeeld misbruik van publieke macht voor privaat gewin en gebrek aan vertrouwen in de onafhankelijkheid van de rechterlijke macht.

GROEIPARELS

Ondanks dat China en India de groeiparels blijven binnen het kwartet, zijn ook hier ontwikkelingen die minder gunstig stemmen.

Denk daarbij aan de sterke kredietgroei in China, die zorgt voor overcapaciteit op de vastgoedmarkt en bij verschillende industrieën. Ook openen Chinezen en masse beleggingsrekeningen en zijn daarbij niet wars van beleggen met geleend geld. De Chinese centrale bank heeft, wegens terugvallende economische groei, inmiddels de rente verlaagd en stimuleringsmaatregelen getroffen.

Daarmee neemt de afhankelijkheid van krediet verder toe, met alle gevolgen van dien voor de stabiliteit van het financiële systeem.

India kampt op zijn beurt nog steeds met extreme armoede. Voor een derde van de totale bevolking zijn de meest basale sanitaire voorzieningen, gezondheidszorg en scholing onbereikbaar. Het bedrijfsleven ondervindt last van protectionisme, versturende subsidies en administratieve hindernissen. De informele – 'zwarte' – economie is dan ook nog steeds gigantisch in India.

De Chinese en Indiase economie groeien volop, maar moeten een stevigere basis krijgen om die groei te bestendigen. Voor Brazilië en Rusland zijn hervormingen absoluut noodzakelijk om met vertrouwen naar de toekomst te kijken. Bij de juiste maatregelen kan herstel van binnenuit komen, zodat bedrijven, overheden en consumenten niet hoeven te hopen op externe meevallers. Het zal echter een kwestie van lange adem blijken voordat de twee landen zich weer mogen voegen bij de betere jongtjes uit de klas, China en India.

BETREKKELIJK

De korte houdbaarheid van het begrip BRIC-landen maakt duidelijk hoe betrekkelijk de kwalificatie 'groeiwonder' is. Economische groei bereiken is op zichzelf lang zo moeilijk niet. Economische groei kan komen van een tijdelijke meevaller, zoals de grondstofprijzen, maar ook een natuurramp kan ironisch genoeg voor versnelde groei zorgen dankzij de opbouwwerkzaamheden die moeten volgen. Maar van welvaartsgroei is in dat laatste geval geen sprake. Het geld dat gebruikt moet worden voor de herstelwerkzaamheden had immers beter besteed kunnen worden, bijvoorbeeld aan uitbreidingsinvesteringen. Datzelfde geldt voor het bouwen van spooksteden of

DE KORTE HOUDBAARHEID VAN HET BEGRIIP BRIC-LANDEN MAAKT DUIDELIJK HOE BETREKKELIJK DE KWALIFICATIE 'GROEIWONDER' IS

bruggen naar niemandsland. Onrendabele investeringen dragen bij aan economische groei, maar economische voorspoed is het niet.

Sommige landen boeken lagere, maar duurzame groei. Andere landen hogere, maar tijdelijke groei. Het is maar net de basis waar een land op leunt. Uiteindelijk draait het om groei die welvaart genereert en van generatie op generatie wordt overgedragen. Tal van variabelen bepalen welke weg een economie inslaat en hoe productiemiddelen worden ingezet. Als alleen naar de uitkomst wordt gekeken, economische groei bijvoorbeeld, dan lijken landen meer op elkaar dan in werkelijk het geval is.

SCRABBELEN MET GROEI

Met het gebruik van de term BRIC in zijn paper *Building Better Global Economic BRICs* [2001] muntte Goldman Sachs-econoom Jim O'Neill een term die al snel gemeengoed werd. De vier landen die zich in een vergelijkbaar stadium van hoge economische groei bevonden, werden al snel symbool van de verschuiving van de macht van gevestigde economieën richting opkomende. Het succes van de term BRIC leidde tot een hausse aan weinig creatieve, Engelstalige varianten, zoals BRICS [plus Zuid-Afrika], en BRICET [plus Oost-Europa en Turkije]. Nieuwe snelle groei-markten hebben ook voor nieuwe acroniemen gezorgd.

MINT

Bedacht door vermogensbeheerder Fidelity, verwijzend naar Mexico, Indonesië, Nigeria en Turkije. Deze vier landen zijn volgens de bedenkers interessant komende vijftien jaar, onder meer vanwege de jonge bevolking.

THE NEXT ELEVEN

In 2005 identificeerde Jim O'Neill een elftal van landen die in potentie tot de grootste economieën van de 21ste eeuw kunnen uitgroeien. Deze Next Eleven bestaan, naast de vier MINT-landen, uit Bangladesh, Egypte, Iran, Pakistan, Filipijnen, Zuid-Korea en Vietnam.

CIVETS

Vergelijkbaar met de Next Eleven zijn de CIVETS. Het gaat hier om landen met veelbelovende vooruitzichten vanwege hun dynamische economie en jonge, groeiende bevolking. De CIVETS zijn Colombia, Indonesië, Vietnam, Egypte, Turkije en Zuid-Afrika.

E7

In 2006 introduceerde PricewaterhouseCoopers in een rapport de term E7. Het staat voor de zeven landen die in 2020 een grotere economie zouden hebben dan de traditionele zwaargewichten binnen de G7. Het gaat hier om China, India, Brazilië, Mexico, Rusland, Indonesië en Turkije.

The background image shows a black silhouette of an oil pumpjack in the foreground. Behind it is a large American flag, with the stars clearly visible. The scene is set against a sunset sky with warm orange and yellow tones. The title text is overlaid on the lower half of the image.

AMERIKAANSE ENERGIEREVOLUTIE SCHUDT OP HAAR GRONDVESTEN



Het inklappen van de olieprijs is de belangrijkste ontwikkeling voor de wereldeconomie van het laatste half jaar. Staat de razendsnel gegroeide Amerikaanse energiesector op instorten of is dit voor beleggers een ideaal instapmoment?

Frederick Cannon, directeur research van zakenbank Keefe, Bruyette & Woods, zag de halvering van de olieprijs niet aankomen en hij is de enige niet. "Het was een schok voor iedereen op Wall Street. Hier hielden we absoluut geen rekening mee", zegt Cannon op zijn kantoor in New York.

Dat voorspellen van de olieprijs geen sinecure is, weet journalist Ben Casselman al langer. In 2008 verhuisde hij naar Dallas om de wondere wereld van het zwarte goud te verslaan voor *The Wall Street Journal*. Toen hij een rondgang maakte langs specialisten om hun verwachtingen voor de toekomstige olieprijs te peilen, bleek iedereen een ander antwoord te hebben. De schattingen liepen uiteen van 70 tot 167 dollar. In de jaren ervoor was de olieprijs gestegen tot boven de 100 dollar door de groeiende vraag uit opkomende markten. In die jaren was de term 'peak oil' nog salonfähig. Dat is de gedachte dat de wereldvoorraad olie eindig is. Veel oliegerelateerde bedrijven, ook het Nederlandse Fugro en Brunel, profiteerden van de gekte. Maar toen klapte de olieprijs plotseling in en zakte tot onder de 50 dollar per vat.

Het is volgens journalist Casselman niet eens verwonderlijk dat deskundigen niet goed zijn in het voorspellen van de olieprijs. Wereldwijde oliemarkten worden "nu eenmaal beïnvloed door talloze variabelen – geopolitiek, economie, technologie en geologie, elk met zijn eigen inherente onzekerheid", aldus Casselman in zijn blog *The Conventional Wisdom On Oil Is Always Wrong* op website FiveThirtyEight waar hij tegenwoordig voor schrijft.

SCHALIE-SURPRISE

Dat vrijwel alle deskundigen de ont-

wikkeling van de olieprijs afgelopen jaren zo faliekant verkeerd hebben ingeschat, is voor een belangrijk deel te wijten aan de onderschatte invloed van nieuwe winningstechnieken.

Tot de jaren zeventig was Amerika verreweg de grootste producent en exporteur van olie. Na het bereiken van een piek in 1970, met een productie van 9,6 miljoen vaten olie per, dag keerde het tij. Amerika werd een belangrijke importeur van olie. Maar vijf jaar geleden sloeg de balans weer radicaal om. De al langer bestaande techniek van 'fracking' en horizontaal boren werd bij de weer flink gestegen olieprijs opeens rendabel. Door middel van ondergrondse explosies en chemicaliën kon olie net als gas gewonnen worden uit zeer dichte gesteenten. Mede dankzij de winning van deze schalieolie produceert Amerika nu weer dagelijks 9,1 miljoen vaten olie en die productie loopt alleen nog maar op, ondanks de heftige prijsdalingen.

Het Amerikaanse overaanbod is maar één van de oorzaken voor de dalende olieprijs. Analist Dario Perkins van Lombard Street Research stelt onomwonden dat Saoedi-Arabië bewust de Amerikaanse schalie-revolutie een halt wil toeroepen. In zijn rapport *Lessons from the 1986 oil crash* trekt Perkins een parallel met de jaren tachtig toen het Arabische olieconinkrijk bezorgd was over de enorme opmars van olie uit de Noordzee. Net als toen probeert Saoedi-Arabië volgens Perkins zijn marktaandeel veilig te stellen door de prijs te laten inklappen. "Saoedi-Arabië wil de schaliesector vernietigen, vooral in de Verenigde Staten."

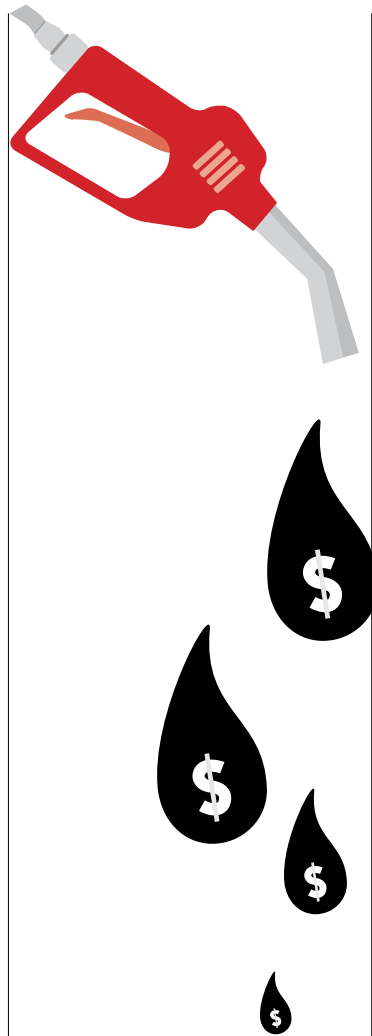
De eerste scheurtjes in het schaliewonder zijn al zichtbaar, voor-

al bij dienstverleners als Halliburton, Schlumberger en Baker Hughes. Topman Martin Craighead van dat laatste concern stak zijn frustratie vorige maand niet onder stoelen of banken in een conference call met analisten. "Dit is wat ik eerlijk gezegd zo haat aan deze sector. De brute cycli waar we doorheen moeten." Het instorten van de olieprijs dwingt het beursgenoteerde Baker Hughes om afscheid te nemen van 7000 medewerkers. Het aantal aangekondigde ontslagen in de energiesector in de Verenigde Staten en Canada is in twee maanden tijd opgelopen tot ongeveer 30.000 mensen.

CONSUMENTEN & BELEGGER

De energiesector is volgens veel analisten een van de aanjagers van het economisch herstel geweest de laatste jaren. President Barack Obama blikte recent in zijn State of the Union terug op de eerste vijftien jaar sinds de millenniumwisseling. Hij onderstreepte dat de sterk toegenomen energieproductie zijn land uit de recessie heeft geholpen. Het is volgens Obama dertig jaar geleden dat Amerika zich zó had kunnen losmaken uit de greep van buitenlandse olietoeleveranciers.

Energiegoeroe Daniel Yergin schreef vorige maand in de *New York Times* dat de schalierevolutie een grote impuls is voor de Amerikaanse economie met "meer dan



100 miljard dollar aan nieuwe investeringen". Hoofd research Ethan Harris van Bank of America Merrill Lynch wuift zulke stelligheid weg. Hij zegt dat de impact van de schalierevolutie vaak wordt overdreven. "De bijdrage van de schalierevolutie op de economie is erg overhyped. Het waren zeker wel fantastische tijden voor vrachtwagenchauffeurs in Noord-Dakota. Maar het is feitelijk een klein deel van de economie. Slechts een tiende van de groei van het bnp komt uit deze sector."

Dat neemt niet weg dat Harris ook zegt dat de ingestorte olieprijs wel degelijk gevoeld zal worden. De inkomsten van veel exploratie- en productiebedrijven worden momenteel weggevaagd. Veel bedrijven zijn niet meer rendabel. Analisten zijn het er niet over eens bij welke olieprijs dat is. Zakenbank Goldman Sachs zegt dat de Texaanse schalieolie-industrie al verliesgevend wordt bij een olieprijs van 80 dollar. Anderen houden het op 50 of 60 dollar.

De ontwikkelingen zijn voor veel beleggers reden tot alertheid. De koersen van energiebedrijven staan flink onder druk. Maar analisten op Wall Street onderstrepen dat de negatieve impact op de energiesector wordt gecompenseerd door de positieve impact die de gedaalde olieprijs heeft op de consumptie en de bredere economie.

Op het kantoor van Standard & Poor's in New York zegt hoofdeconoom Beth Ann Bovino: "Oliebedrijven worden hard geraakt. Maar voor de middenklasse die de afgelopen jaren flink uitgeperst werd, is dit een zegen." Amerikanen worden aangemoedigd om de auto in te stappen en hun oude bolide te vervangen. Door het instorten van de olieprijs kost een gallon benzine (3,78 liter) in de VS rond de 2 dollar. Dat komt neer op 45 eurocent per liter. "Het besteedbare inkomen krijgt een enorme impuls." Bovino zegt dat elk gezin dit jaar gemiddeld ongeveer 1200 dollar meer te besteden krijgt.

Russ Koesterich, strateeg van BlackRock, stelt dat het mes aan twee kanten snijdt. "Energieaandelen krijgen zware klappen, maar consumentenaandelen profiteren. Onderaan de streep is het goed nieuws voor de Amerikaanse beurs." Dat de beurs kan profiteren, is te danken aan het gedaalde gewicht van de sector binnen de toonaangevende S&P 500-index. Energieaandelen maken nu nog maar 8,5 procent van de index uit tegen 16 procent in 2008. Consumentenaandelen, die kunnen profiteren van goedkope olie, zijn goed voor een vijfde van de index.

Volgens Koesterich schieten grondstoffenmarkten vaak door. Hij zegt dat energieaandelen relatief goedkoop omdat ze hard zijn afgestraft afgelopen maanden. De S&P 500 Energy Index verloor een vijfde van zijn waarde in een half jaar. Veel harder kwamen de klappen aan bij de kleinere bedrijven. De S&P Smallcap 600 Energy Index halveerde in zes maanden tijd. Beleggingsfondsen gespecialiseerd in energie verloren gemiddeld 29 procent. Instappen wordt breeduit afgeraden vanwege verwachte volatiliteit en de onbekende impact op de jonge schaliesector in de VS. David Bianco, strateeg van Deutsche Bank, zegt op zijn kantoor op Wall Street: "De sector is momenteel in grote problemen en 'uninvestable'."

MINDER KWETSBAAR

Overheden zijn volgens experts minder kwetsbaar dan in de jaren tachtig. Bij Standard & Poor's is Robin Prunty verantwoordelijk voor het beoordelen van de kredietwaardigheid van staten in de VS. Ze zegt dat olieafhankelijke staten niet zijn afgewaardeerd. Staten zijn volgens haar veel minder afhankelijk geworden van de energiesector. Noord-Dakota en Texas zijn volgens haar heel prudent omgegaan met de toevloed van olie- en gasdollars van de laatste jaren. "Ze

JAREN TACHTIG

In de jaren tachtig daalden de olie-prijzen als gevolg van een verhoogd aanbod in het Westen. Saoedi-Arabië bracht de productie fors terug, maar dat kon de prijsdaling niet stoppen. In 1986 draaide Saoedi-Arabië de oliekraan volledig open. De crisis trok vooral op lokaal niveau diepe sporen in de Verenigde Staten. Texas, Alaska en New Mexico kwamen in een recessie. De werkloosheid in deze staten schoot boven de 10%. De Federal Reserve sprak destijds van een "ernstige impact" bij lokale

financiële instellingen. In Texas gingen vier van de zes grootste banken failliet. Staten kwamen in grote problemen met hun begroting. Maar op nationaal niveau bleef de economie groeien, met uitzondering van een dip in de eerste helft van 1986. Toenmalig Fed-voorzitter Paul Volcker sprak uiteindelijk sussend over "micro-problemen". Wel voelden centrale bankiers zich genoodzaakt om het monetaire beleid agressief te verruimen. Die mogelijkheid tot renteverlagingen is er nu niet.

DE NEGATIEVE
IMPACT OP DE
ENERGIESECTOR
WORDT
GECompenseerd
DOOR DE POSITIEVE
IMPACT DIE DE
GEDAALDE OLIEPRIJS
HEEFT OP DE
BREDERE ECONOMIE



hebben zwaar geïnvesteerd in de infrastructuur en heel stevige buffers aangelegd."

VIA DE BANKEN

Wie een goede inschatting wil maken van de toekomst van de Amerikaanse olieproductie moet Texas en Noord-Dakota links laten liggen en naar Wall Street gaan. De financiering van de sector is een verhaal apart. Voor energiebedrijven stond het loket van banken na de kredietcrisis open. Bij grote banken staat tussen de 2 procent en 8 procent van alle commerciële leningen uit in de Amerikaanse energiesector, aldus effectenhuis Oppenheimer. Experts

verwachten niet dat de olieschok het financiële systeem insluit. Maar ze sluiten het ook niet uit.

Zakenbank Keefe, Bruyette & Woods is gespecialiseerd in het analyseren van financiële instellingen. Frederick Cannon zegt dat de activiteiten van grootbanken voldoende gespreid zijn. Wel waarschuwt hij dat beleggers er goed aan doen de sussende woorden van bankiers met een korrel zout te nemen. "Banken zeggen dat hun klanten hun risico's gehedged hebben voor zes maanden of een jaar. Maar dat zeggen banken altijd bij grote kredietkwesties." Zeker is volgens Cannon dat beleggers allang bezorgd zijn. "Grote

banken zagen hun koers gemiddeld met circa 8 procent dalen. De kleinere en middelgrote banken die veel geld hebben uitstaan, zagen zelfs tussen de 13 en 21 procent van hun beurskoers afgaan." Regionale banken zullen komende kwartalen overgaan tot afschrijvingen. Een grotere correctie kan vanwege de afdekte risico's pas eind dit jaar plaatsvinden.

Verreweg de meeste dollars haalden de bedrijven niet binnen bij banken maar via de uitgifte van high-yieldobligaties. In hun zoektocht naar rendement kwamen hongerige investeerders na de huizen crisis snel terecht in de energiewereld. In de afgelopen jaren verstrekten investeer-

ders 500 miljard dollar aan leningen aan energiebedrijven. Geld ophalen was voor de kleinere bedrijven in Texas en North-Dakota die boren naar olie spotgoedkoop vanwege de lage rente. Energiebedrijven zijn de Amerikaanse markt voor risicovolle obligaties de laatste jaren sterk gaan domineren. Maar die markt zit inmiddels potdicht voor ze.

Als de toestroom van goedkoop geld minder zal worden, zullen bedrijven het automatisch slechter krijgen. Veel bedrijven zullen een enorme schuldenlast met zich mee. "Bedrijven kunnen straks hun leningen niet meer terugbetalen", voorspelt Harris. "Het heeft de highyieldmarkt nu al zwaar onder druk gezet." Hedgefondsen zijn volop bezig de schulden op te kopen van energiebedrijven die mogelijk in problemen komen. Ze hopen de macht bij de energiebedrijven te grijpen als ze in diepere problemen komen. De opgekochte schuld wordt in een later stadium mogelijk omgezet in aandelen. Als de olieprijs herstelt, zijn ze spekkoper. Buiten de aandelen- en obligatiemarkten zijn handelshuizen volop actief met het opkopen van vaten fysieke olie. Handelshuizen laten de vaten opslaan op tankers in afwachting van betere tijden.

Koesterich van zegt dat de energieproductie in de VS voorlopig zal blijven toenemen. "Ik verwacht geen *eighties style bust*." Maar de expert van de grootste vermogensbeheerder ter wereld sluit het ook niet uit. "Het kan gebeuren als de olieprijs verder inzakt naar \$25. Maar dat verwachten we niet."

De beleggingsstrateeg houdt voor later dit jaar rekening met enig herstel van de olieprijs. Aan een voorspelling waagt hij zich niet. Hij zegt wel: "Wij denken dat de bodem nu al zo goed als zeker bereikt is." Daar denken de analisten van Bank of America Merrill Lynch anders over. Die verwachten nog een daling tot \$32 voordat herstel inzet.



TE GROOT METALENAANBOD RAAKT GERENOMMEERDE GRONDSTOFBEDRIJVEN

De resultaten van bekende bedrijven als aluminiumproducent Alcoa en grondstoffenhandelaar Glencore drijven op de prijsontwikkelingen in de markten voor basismetalen. De overproductie van metalen zorgt voor moeilijkheden.

Er is geen grondstofcategorie zo gevoelig voor macro-economische ontwikkelingen als de basismetalen (aluminium, koper, nikkel, lood, zink en ijzer). Dat instituten als de Wereldbank en het IMF hun prognoses voor de groei van de wereldeconomie eerder dit jaar verlaagden, is dan ook een fikse tegenvaller voor beleggers in basismetalen en bedrijven die gelieerd zijn aan deze grondstoffen. Ook in China, veruit de belangrijkste markt voor basismetalen, zijn de vooruitzichten mager. De consensusschatting voor de groei van het Chinese bruto binnenlands product be-

draagt 7 procent, wat weinig is in vergelijking met voorgaande jaren.

In 2014 hadden de basismetalen ook al last van de afkoelende groei in China. Mede daardoor werd het geen bijzonder goed jaar voor deze categorie. Maar het verlies van bijna 8 procent voor de London Metal Exchange (LMEX) index van zes industriële metalen valt nog mee in vergelijking met de dramatisch presterende energiemarkten.

Toch zijn de verschillen in prestaties en de omstandigheden tussen de verschillende metaalmarkten groot. Een overzicht.

ALUMINIUM & HET SUCCES VAN ALCOA

De aluminiumprijs kreeg in 2013 een flinke tik (-20 procent) maar kon 2014 zelfs met een kleine winst van bijna 3 procent afsluiten. De mondiale aluminiumindustrie is al enkele jaren in de ban van een overaanbod en hoge voorraden. Het snoeien in de overcapaciteit ging al van start, maar dit noodzakelijke aanpassingsproces aan de aanbodzijde verloopt langzaam. In China, dat verantwoordelijk is voor het overaanbod, werden al veel oude smelterijen gesloten, maar omdat het land tegelijk nieuwe productieplaatsen opende, had dat weinig invloed op het aanbod.

Toch was 2014 opnieuw een

bijzonder goed jaar voor de Amerikaanse aluminium-groep Alcoa. Het aandeel van het bedrijf steeg vorig jaar met bijna de helft in waarde en dankzij beter dan verwachte kwartaalresultaten werd ook 2015 goed ingezet. Dit is enerzijds te danken aan het management, maar anderzijds ook aan enkele gunstige ontwikkelingen op de aluminiummarkt.

Alcoa zette de afgelopen jaren met succes de stap van een bedrijf waar de nadruk lag op ontginning en exploratie naar eindproducten met een hogere toegevoegde waarde. Voor de omschakeling van het bedrijfsmodel was een stevige herstructurering nodig die heel wat geduld vergde van aandeel-

houders, maar nu wel vruchten begint af te werpen.

STAALOVERSCHOT KOMT HARD AAN

Steenkool en ijzererts zijn de basisbestanddelen van staal. Om dit staal roestvast te maken of te galvaniseren, zijn nikkel en eventueel zink nodig. Het marktevenwicht op de mondiale staalmarkt is dus erg belangrijk voor deze metalen en ook op deze markt is sprake van een overaanbod. Naast een tegenvallende vraag naar ijzererts vanuit de belangrijke Chinese markt is er sprake van overproductie. Het is niet waarschijnlijk dat er snel verandering komt in dat hoge aanbod, want door (onder meer) de lage energieprijzen is nog steeds ongeveer 80 procent van de mondiale ijzerertsproductie winstgevend. De gevolgen voor producenten van ijzererts laten zich raden. Het Braziliaanse Vale, de grootste producent ter wereld, beleeft zeer zware tijden. Het aandeel verloor vorig jaar bijna 45 procent en zakte vorige maand naar het laagste peil in bijna tien jaar tijd. Het bedrijf heeft ook nog eens te maken met het negatieve sentiment van investeerders ten aanzien van Brazilië, want de groei van Latijns-Amerika's grootste economie kwam vorig jaar bijna tot stilstand. Vale heeft echter geen plannen om de productie terug te schroeven, integendeel. De lopende uitbreidingen gaan gewoon door en dit is ook het geval bij de sectorgenoten. Op operationeel vlak blijft de groep wel nog steeds winstgevend.

KOPERMALAISE RAAKT GLENCORE

Koper presteerde vorig jaar het slechtst van alle basismetalen en sloot 2014 af op het laagste prijsniveau sinds juni 2010. En het einde van de malaise is nog niet in zicht. Ja-

NAAST EEN TEGENVALLENDE VRAAG NAAR IJZERERTS VANUIT DE BELANGRIJKE CHINESE MARKT IS ER SPRAKE VAN OVERPRODUCTIE

renlang is veel geïnvesteerd in extra productiecapaciteit en die zal dit jaar voor fors meer productie zorgen. Het vooruitzicht op een hogere productie zorgde ervoor dat termijncontracten met een latere aflooptdatum in prijs daalden terwijl koper voor onmiddellijke levering duurder werd. Het ziet er op dit moment naar uit dat de extra mijnproductie zal terecht komen in een markt waarin de vraag het laat afweten.

De kans dat het veel te hoge aanbod aan koper snel afneemt, is klein. Dit komt omdat de marktprijs nog steeds een stuk boven de marginale productiekosten ligt. Bij de andere basismetalen is dit verschil veel kleiner tot zelfs onbestaand. De kans dat produceren nog goedkoper kan is aanzienlijk nu een belangrijke kostenpost, energie, snel lager wordt. Het logische gevolg van dit hogere aanbod: een verder dalende koperprijs. Mijn bedrijven die sterk blootgesteld zijn aan koper kregen het de eerste weken van 2015 zwaar te verduren. Zo moest grondstoffenreus Glencore in

januari al 15 procent inleveren. De groep is weliswaar erg gediversifieerd en heeft ook een goed draaiende tradingdivisie, maar koper is goed voor 45 procent van de kasstromen van de groep.

OVER DE AUTEUR

- Koen Lauwers is onafhankelijk financieel analist, gespecialiseerd in grondstoffen
- Lauwers heeft geen belangen in genoemde producten en bedrijven

Hoeveel rendement weet een onderneming te persen uit het kapitaal dat beleggers hebben ingelegd? Dat is wat het rendement op eigen vermogen aangeeft. Maar een goed renderend bedrijf maakt nog geen goed renderende belegging.

RENDEMENT OP EIGEN VERMOGEN GOED RENDERENDE BEDRIJVEN ZIJN NIET ZOMAAR GOEDE BELEGGINGEN

Het zijn niet de minste beleggers die het rendement op het eigen vermogen (REV) gebruiken om aantrekkelijke beleggingen te selecteren. Warren Buffett bijvoorbeeld is al jaren een aanhanger van de REV-maatstaf, waarbij de nettowinst (bij voorkeur na eenmalige baten en lasten) door eigen vermogen wordt gedeeld. Het getal laat zien hoe efficiënt een onderneming omgaat met het ingelegde kapitaal van aandeelhouders. Bedrijven met een hoge REV zijn aantrekkelijk omdat deze bedrijven kennelijk in staat zijn de hun toevertrouwde euro's goed te laten zweten.

Een hoge REV, zo is de gedachte, kan een aanwijzing zijn dat een onderneming een concurrentievoordeel heeft, zoals een sterk merk, patenten of een voorkeursbehandeling van de overheid.

Bij Amerikaanse bedrijven als Coca-Cola, McDonald's en Apple, die alle drie een REV van boven de 30 procent hebben, lijkt hiervan sprake. Dit maakt dat deze bedrijven hoge winsten kunnen behalen ten opzichte van het door aandeelhouders ingelegde kapitaal.

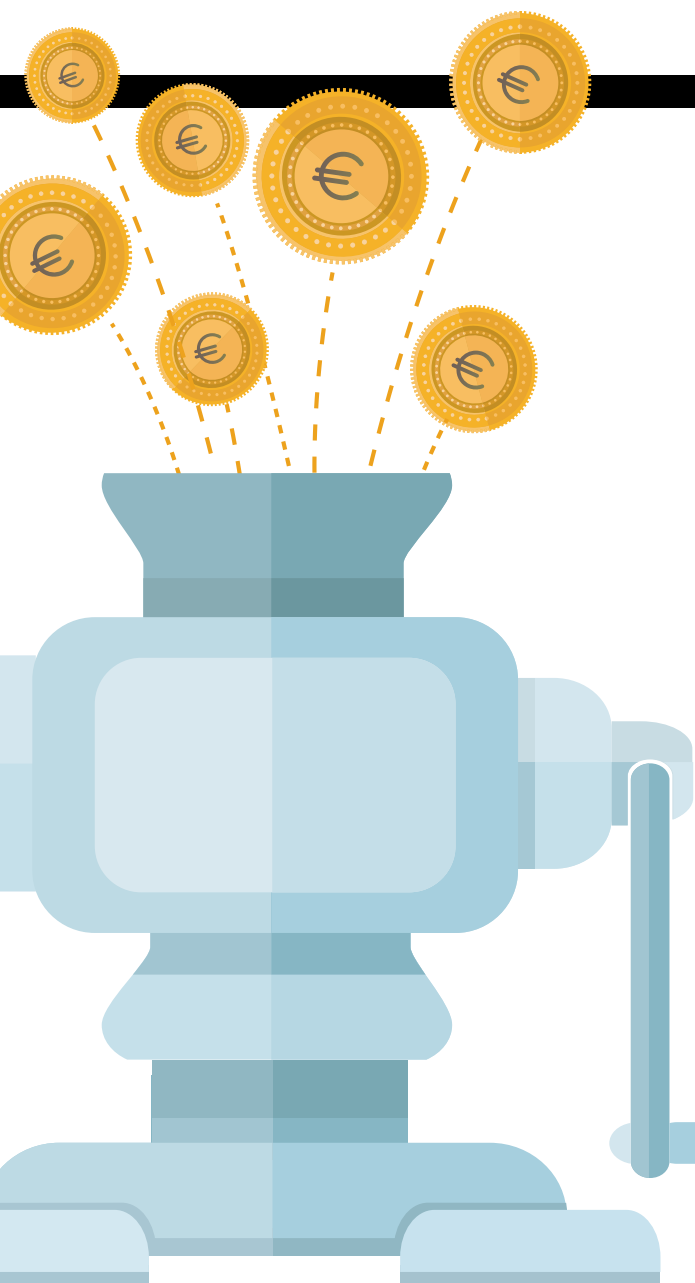
BELEGGERSBLIK

Als een bedrijf een flink rendement weet te behalen, wil dit nog niet zeggen dat ook een belegging in

**ALS EEN BEDRIJF
EEN FLINK
RENDEMENT
WEET TE BEHALEN,
WIL DIT NOG NIET
ZEGGEN DAT OOK
EEN BELEGGING IN
DIT BEDRIJF ZEER
RENDABEL IS**

dit bedrijf zeer rendabel is. Dat blijkt ook uit de historische rendementen van aandelen binnen de Amerikaanse S&P 500-index. De honderd S&P-aandelen met de hoogste REV behaalden afgelopen twintig jaar gemiddeld 14 procent per jaar, terwijl de hele S&P 500-index over diezelfde periode gemiddeld 13,1 procent per jaar steeg. Het verschil tussen bedrijven met een hoog rendement op eigen vermogen en het gemiddelde is dus niet al te groot.

De Amerikaanse belegger James O'Shaughnessy komt met een vergelijkbare conclusie in zijn befaamde boek *What Works on Wall Street*. "REV is geen belangrijke factor om te bepalen of een aandeel



een goede belegging is of niet”, zo besluit O’Shaughnessy in het boek na het analyseren van historische rendementsreeksen.

ECONOMISCHE REALITEIT

De eenvoudigste verklaring voor de zwakke relatie tussen REV en rendement op de beurs valt samen te vatten in het woord ‘populariteit’. Onder beleggers zijn aandelen van hoog renderende bedrijven veel gevraagd en dat maakt deze beleggingen duur.

Apple is een goed voorbeeld van een bedrijf dat zelf veel beter presteert dan het eigen aandeel. De technologiegigant behaalde over de afgelopen vier kwartalen een

recordwinst van 43 miljard dollar. Daar tegenover heeft het technologiebedrijf voor 123,3 miljard dollar aan eigen vermogen in de boeken staan, waardoor de REV op ongeveer 35 procent uitkomt. Van ieder dollar eigen vermogen weet Apple dus jaarlijks 1,35 dollar te maken, wat erg hoog is.

De excellente prestaties hebben Apple ongekend populair gemaakt onder beleggers. Op de beurs is Apple zo’n 640 miljard dollar waard. Door de hoge koers van het aandeel is de marktwaarde van het eigen vermogen – de uitstaande aandelen maal de koers – dus ruim vier keer zo hoog als de waarde in de boeken. De populariteit van het aandeel

Apple zorgt bovendien voor een scheve balans tussen de beurswaarde en boekwaarde van het bedrijf. Apple heeft voor ‘slechts’ 9 miljard dollar aan niet-tastbare bezittingen op de balans staan. In werkelijkheid is de waarde van deze zachte activa veel hoger. Zo staat het belangrijkste bezit van Apple, het merk, niet op de balans, omdat Amerikaanse boekhoudregels dat niet toelaten voor niet-tastbare bezittingen die in eigen huis zijn ‘bedacht’.

Zoals Apple zijn er meer bedrijven waarbij een structureel hoge REV weinig zegt over het rendement dat beleggers zullen behalen omdat de marktwaarde van het eigen vermogen hoger ligt dan de boekwaarde.

SCHULDPRIKKEL

Een ander manco aan de REV is dat deze het nemen van risico in de hand kan werken.

De eenvoudigste manier om de REV op te krikken, is door schulden aan te trekken voor investeringen of overnames. Hierdoor zal de (toekomstige) winst groeien terwijl het eigen vermogen gelijk blijft, met als gevolg dat de REV toeneemt. Keerzijde is dat veel schulden een balans zwak maken, en een bedrijf kwetsbaar in slechte tijden.

Een andere manier om de REV kunstmatig op te pompen is via inkoop van eigen aandelen. Daardoor daalt het eigen vermogen dat immers bestaat uit het totaal geplaatste aandelenkapitaal. Bij gelijkblijvend rendement stijgt het rendement gedeeld door het eigen vermogen, de REV.

Amerikaanse bedrijven hebben deze praktijk afgelopen jaren op grote schaal toegepast. Oude technologie-reuzen als IBM, Microsoft en Intel kochten voor tientallen miljarden dollars aandelen in en zagen hierdoor hun eigen vermogen

krimpen en de REV stijgen.

Zelfs Apple heeft toegegeven aan de wens van opstandige aandeelhouders om tot voor het einde van dit jaar voor maar liefst 90 miljard dollar aan aandelen terug te kopen.

Naast aandeleninkopen kunnen afboekingen op zachte activa ook zorgen voor een inkrimping van het eigen vermogen en een optische verbetering van de REV. Verschillende bedrijven boekten in de crisisjaren miljarden af op achteraf veel te dure overnames in het verleden. In dit geval is een verbetering van de REV geen indicatie voor waardecreatie, maar van waardevernietiging.

BRUIKBAAR?

Er bestaat niet zoiets als de perfecte beleggingsmaatstaf, maar de REV komt met veel gebreken. Kernprobleem is dat de boekwaarde van het eigen vermogen niets hoeft te zeggen over het rendementspotentieel van een aandeel.

Een belegger die de REV wil gebruiken, kan dit het beste doen bij bedrijven in dezelfde sector. De REV van een bedrijf dat actief is in de servicesector zal vaak hoger liggen dan van een kapitaalintensief bedrijf dat actief is in de staalsector.

Verder is de maatstaf het beste bruikbaar als deze in combinatie met andere maatstaven zoals de koers-winstverhouding wordt gebruikt.

Alles afwegend is het verband tussen de REV en het beursrendement zwak. Maatstaven als de koers-winstverhouding, koers-boekwaarde en dividendrendement hebben een sterker verband met het aandelenrendement.

MEER OVER:

KOERS-WINSTVERHOUDING ➡ VEB.NET/KW

KOERS-BOEKWAARDE ➡ VEB.NET/BOEK

DIVIDENDRENDEMENT ➡ VEB.NET/DIVRED

DE TIMESPREAD: VERDIENEN AAN DE TIKKENDE KLOK

De onrust op de beurzen in januari heeft opties duurder gemaakt: hogere beweeglijkheid (volatiliteit) leidt tot hogere optieprijs. Optiestrategieën waarmee gestaag iedere maand premies worden opgestreken, worden dan aantrekkelijker. De timespread bijvoorbeeld.

De onzekerheid over de Griekse verkiezingsuitslag en de onconventionele maatregelen die Mario Draghi in januari aankondigde om de economie in het eurogebied aan te jagen, zorgden voor flinke koersuitslagen op de beurzen.

Het besluit van de ECB om de geldkraan helemaal open te draaien zou op termijn goed nieuws kunnen zijn voor de koersen van aandelen. In ieder geval tot september 2016 wordt er maandelijks 60 miljard euro in de economie gepompt door het opkopen van obligaties. Dit drukt de koers van de euro en de rente, en zal waarschijnlijk geld richting aandelenbeurzen doen stromen.

Beleggers kunnen inspelen op stijgende koersen door callopties te kopen. Men kan eenvoudig langlopende callopties kopen, maar dan betaalt men relatief veel

tijds waarde (premie), die met het verstrijken van de tijd wegloupt. Met een zogenaamde 'timespread' heeft men hier minder last van.

Bij een timespread wordt een calloptie gekocht en een andere calloptie met dezelfde uitoefenprijs maar met een kortere looptijd verkocht (geschreven). De gekochte call dient als dekking voor de geschreven call, dus er is geen marginverplichting.

Wat een belegger met de timespread probeert te bereiken, is tijds waarde verdienen. De prijs van een optie wordt, naar mate de tijd verstrijkt en de expiratedatum dichterbij komt, langzaam lager; de premie 'verdamp't'. Een interessant fenomeen is dat de optiepremies tegen het eind van de looptijd sneller verdampen dan wanneer de looptijd nog heel lang is. Met een timespread verdien je dus ook als de koersen nauwelijks van hun plaats komen.



Door met out-of-the-money opties te werken kan men profiteren van een stijgende beurs. Beide opties zullen meer waard worden als de onderliggende waarde stijgt, maar de winst op de gekochte call zal groter zijn dan het verlies op de geschreven call omdat deze zijn tijdswaarde eerder verliest. Er is dan zelfs winst op beide opties mogelijk, als de stijging van de onderliggende waarde beperkt blijft (zie grafiek).

Wie verwacht dat de AEX de komende tijd gestaag oploopt, kan overwegen de volgende timespread op te zetten. Doe daartoe (een veelvoud van) de volgende twee transacties (*):

1 Koop 1 call optie AEX dec 2015 480 à 11,00 euro. Kosten per contract 1100 euro.

2 Verkoop (schrijf) 1 call optie AEX mrt 2015 480 à 2,00 euro. Opbrengst per contract 200 euro.

Kostprijs van de optieconstructie is dus 900 euro per timespread, terwijl de onderliggende waarde (100 keer de AEX, circa 450 punten) een waarde vertegenwoordigt van 45.000 euro.

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

Deze constructie geeft het recht om tot en met de derde vrijdag van december 100 keer de AEX te kopen voor 480 euro, én de verplichting tot de derde vrijdag van maart 100 keer de AEX te leveren op 480 euro. Als de AEX tot de afloop van de kortste optie onder de 480 blijft, zal deze waardeloos aflopen terwijl de langere optie nog tijdswaarde zal hebben.

TWEE SCENARIO'S

Bovenstaande optieconstructie is aangegaan bij een stand van 450

punten en kan er op de derde vrijdag in maart (20 maart 2015) op twee manieren voorstaan. Let op, dit is een tussenstand, de langstlopende optie loopt dan nog door:

1 De AEX staat onder 480 punten. Beide call opties zijn out-of-the-money. De maartoptie loopt waardeloos af, de decembertoepie heeft nog tijdswaarde.

2 De AEX staat boven 480 punten. Beide call opties zijn in-the-money. De maartoptie zal contant worden afgerekend, de decembertoepie heeft nog tijdswaarde en daardoor zal de koers van deze optie altijd hoger zijn dan de afrekenkoers van de maartoptie.

Uit de grafiek blijkt, dat de constructie het meeste opbrengt als de AEX op of rond 480 eindigt in maart. De call december 480 is dan waarschijnlijk ruimschoots in waarde verdubbeld, terwijl de geschreven call waardeloos afloopt. Bij een veel sterkere stijging of bij een forse daling treedt er verlies op. De break-evenpoints liggen voor

LANGLOPENDE CALLOPTIES ZIJN RELATIEF DUUR VANWEGE DE HOGE TIJDSWAARDE IN DE PREMIE

deze eerste periode rond 450 en 520 punten.

ACTIEVE OPSTELLING VEREIST

Elke optieconstructie moet, eenmaal aangegaan, goed bewaakt worden. Het belangrijkste risico aan deze constructie is een extreme koersbeweging, dan verliest deze constructie snel waarde.

Men kan niet meer verliezen dan het geïnvesteerde bedrag, maar dit bedrag gaat wel volledig verloren als de AEX crasht of explodeert. Het is dus een riskante optiestrategie, die met beperkte bedragen moet worden aangegaan en actieve opvolging vereist.

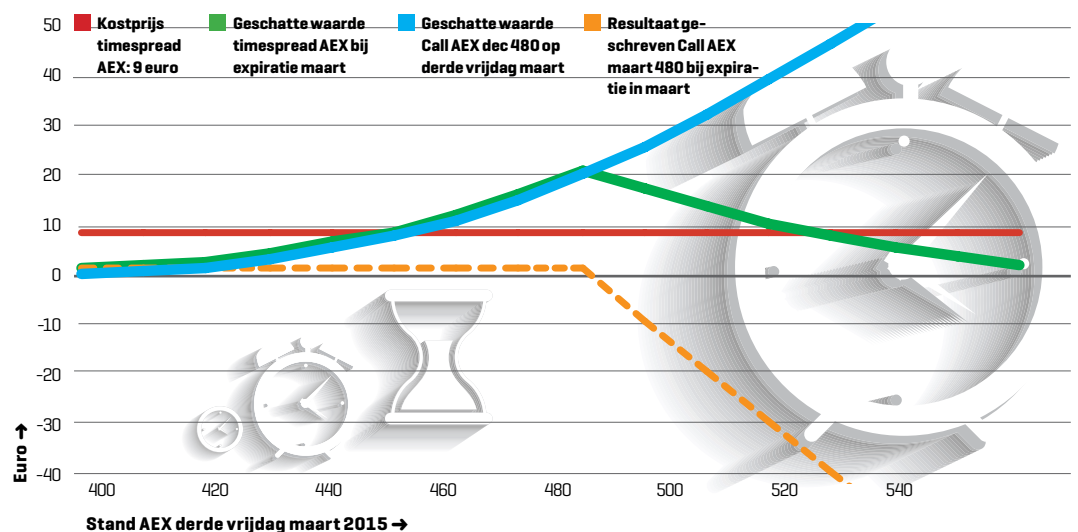
Het ideale scenario is dat de AEX rustig oploopt richting 480 in maart. Vervolgens kan er winst worden genomen, of een nieuwe

calloptie worden geschreven met dezelfde of een wat hogere uitoefenprijs. Dit ideale scenario zal zich hoogstwaarschijnlijk echter niet voordoen.

Een actieve belegger speelt in op de bewegingen die zich voordoen: hij sluit de geschreven call als deze na verloop van tijd of na een koersdaling duidelijk minder waard is geworden. Met het opnieuw schrijven van de optie wordt dan gewacht tot de AEX zich herstelt. Afhankelijk van het moment en de stand van de AEX wordt dan gekozen voor dezelfde of voor een andere uitoefenprijs. Er ontstaat dan een nieuwe situatie, met een nieuwe break-even-range.

Men kan in plaats een optie die nog een ruime maand loopt ook zeer kortlopende call opties schrijven, zelfs dag- of weekopties. De totale premie die verdiend kan worden is dan hoger, maar je moet wel meer at-the-money gaan zitten, want out-of-the-money dagopties leveren erg weinig op. En met dagopties neemt het risico toe: er moet sneller worden ingegrepen als de index een tijdje stijgt of daalt.

Timespread AEX 480 in maart: DE GESCHREVEN KORTLOPENDE CALL LOOPT ZONDER PREMIE AF, TERWIJL DE LANGER LOPENDE, GEKOCHTE CALL TIJDSWAARDE HOUDT



Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

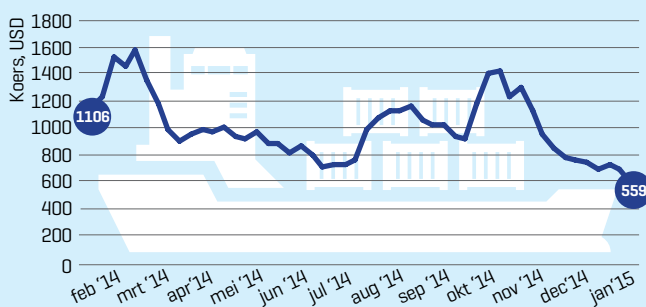
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
8 feb 2015



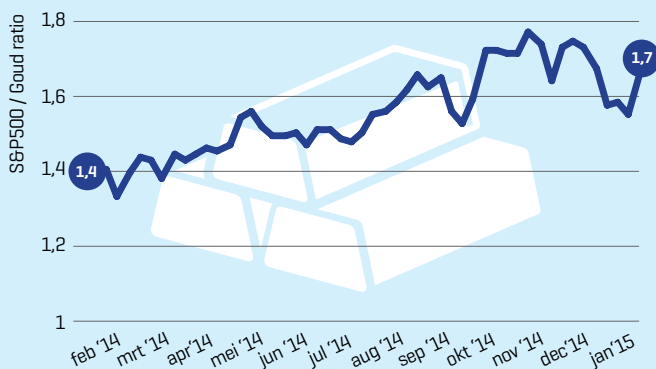
Baltic Dry Index

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



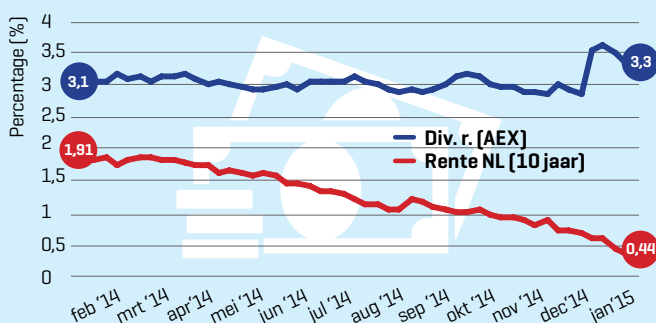
S&P500 / Goud ratio

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

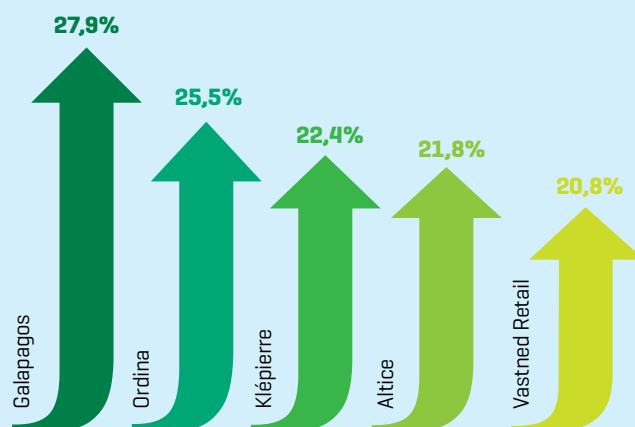


Dividend & rente

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



De snelste koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten

Welke aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

1 Kendrion

2 Aperam

3 TKH

4 Besi

5 USG

Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

1 Kas Bank

7,4%

2 NSI

6,1%

3 Delta Lloyd

6,0%

4 Shell

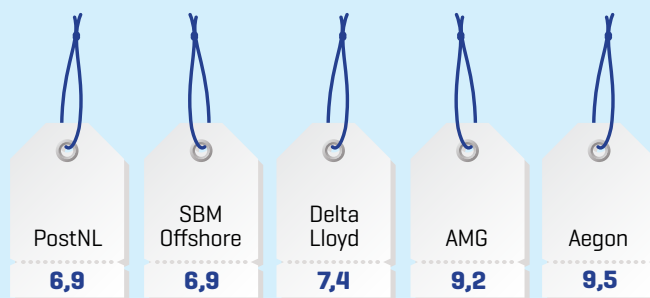
5,7%

5 Beter Bed

5,1%

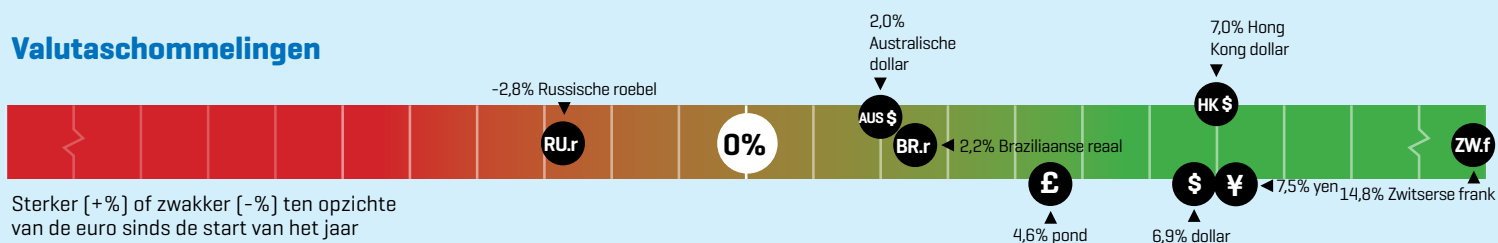
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



*taxaties voor 2015. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



Best presterende beurzen

Rendement sinds start van het jaar [in lokale valuta]

Micex Index [Rusland]	26%
TASI [Saoedi-Arabië]	12%
DAX [Duitsland]	11%

Prestaties belangrijkste beurzen wereldwijd

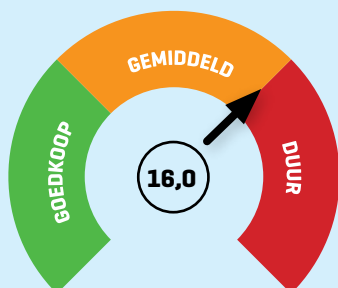
Rendement sinds start van het jaar [in lokale valuta]

Europa [Stoxx 600]	9,0%
VS [S&P 500]	-0,2%
VK [FTSE 100]	4,4%
Japan [Nikkei]	1,1%
Zwitserland [SMI]	-4,4%
Hong Kong [Hang Seng]	4,6%
Brazilië [Bovespa]	-2,4%
Australië [ASX 200]	7,6%
Rusland [Micex]	25,7%

Goedkoopste beurzen

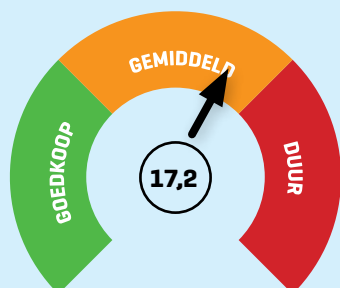
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Micex Index [Rusland]	5,8
Blom Stock Index [Libanon]	6,1
Nigeria Stock Exchange	8,3



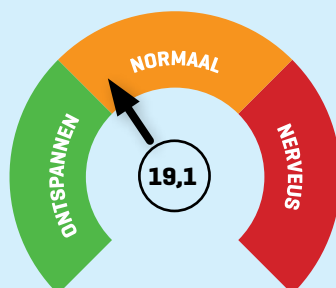
Hoe duur is de AEX?

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



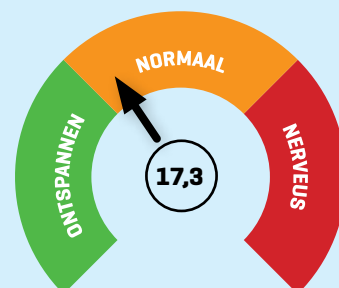
Hoe duur is de S&P 500?

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



Sentiment AEX

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



Sentiment S&P 500

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

Kerncijfers van de 74 grootste Nederlandse beursfondsen. Een overzicht van de bedrijven uit de AEX, AMX, AScX op basis van rendement, analisten aanbevelingen, waardering en dividend.

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

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

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Basismaterialen & Chemie 																
AkzoNobel	€ 62,75	8,8%	13	10	9	2,1	60,0	16,6	15,3	2,7	1,1	9,9	€ 1,58	2,5%	€ 1,67	2,7%
Aperam	€ 23,92	-2,7%	15	2	0	2,9	30,4	12,5	9,0	0,7	0,4	5,3	€ 0,50	2,1%	€ 0,71	3,0%
ArcelorMittal	€ 8,74	-3,8%	24	11	7	2,4	11,2	10,7	8,4	0,4	0,2	4,9	€ 0,23	2,6%	€ 0,27	3,1%
DSM	€ 46,48	-8,2%	11	23	3	2,2	49,8	16,2	14,1	1,3	0,9	9,8	€ 1,79	3,8%	€ 1,89	4,1%
OCI	€ 31,75	9,9%	3	3	1	2,3	32,3	18,1	12,2	4,2	1,4	11,8	€ 0,50	1,6%	€ 0,92	2,9%
Bouw, Industrie & Infra 																
Aalberts Industries	€ 25,96	5,8%	5	4	0	2,6	26,1	14,9	13,3	2,7	1,4	11,1	€ 0,51	2,0%	€ 0,57	2,2%
AMG	€ 6,98	3,3%	4	1	0	2,8	8,3	9,2	7,5	1,7	0,2	4,5	€ 0,04	0,6%	€ 0,07	1,0%
Arcadis	€ 28,05	12,5%	7	2	1	2,6	29,8	14,2	12,4	3,4	0,8	12,4	€ 0,72	2,6%	€ 0,81	2,9%
Ballast Nedam	€ 2,94	-21,1%	0	2	2	1,5	5,2	-	5,3	1,1	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,08	2,7%
BAM	€ 2,94	14,0%	5	3	4	2,1	2,9	11,7	7,5	0,9	0,1	17,7	€ 0,07	2,2%	€ 0,13	4,3%
Boskalis	€ 40,14	-11,7%	6	7	1	2,4	44,8	12,9	12,4	1,8	1,4	5,8	€ 1,40	3,5%	€ 1,46	3,6%
Grontmij	€ 3,85	9,0%	3	4	1	2,3	4,1	16,1	12,1	2,8	0,5	12,9	€ 0,04	0,9%	€ 0,11	2,9%
Heijmans	€ 9,41	5,1%	6	4	0	2,6	11,1	17,1	6,3	0,8	0,1	13,2	€ 0,22	2,4%	€ 0,53	5,7%
Imtech	€ 4,06	5,5%	0	5	5	1,5	3,7	-	50,8	-	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,02	0,4%
Kendrion	€ 25,11	16,1%	6	0	0	3,0	30,0	11,6	9,7	2,2	0,8	8,5	€ 0,83	3,3%	€ 0,94	3,7%
Nedap	€ 28,60	6,8%	1	2	0	2,3	28,5	16,4	14,7	3,7	1,1	9,8	€ 1,16	4,1%	€ 1,45	5,1%
Ten Cate	€ 19,31	3,3%	5	4	0	2,6	22,3	14,1	13,3	1,1	0,5	9,6	€ 0,54	2,8%	€ 0,61	3,2%
TKH	€ 28,03	6,3%	6	1	0	2,9	31,0	11,6	10,9	2,7	0,8	11,2	€ 1,13	4,0%	€ 1,28	4,6%
Communicatie 																
Altice	€ 79,48	21,8%	2	4	1	2,1	69,7	91,4	46,9	22,5	-	-	€ 0,50	0,6%	€ 0,63	0,8%
Brill	€ 27,50	6,9%	1	0	0	-	27,5	16,6	15,2	2,0	1,7	10,4	€ 1,24	4,5%	€ 1,31	4,8%
DocData	€ 19,81	0,1%	1	0	0	-	26,8	15,0	12,9	3,4	0,9	7,2	€ 0,79	4,0%	€ 0,92	4,6%
KPN	€ 2,85	8,4%	16	12	8	2,2	2,8	57,0	37,5	2,6	1,5	8,9	€ 0,08	2,9%	€ 0,10	3,5%
Reed Elsevier	€ 22,02	11,0%	8	18	2	2,2	21,0	18,3	17,1	16,9	2,2	16,3	€ 0,60	2,7%	€ 0,64	2,9%
Telegraaf	€ 5,75	-5,6%	2	2	0	2,5	7,0	13,6	9,4	0,9	0,5	10,2	€ 0,25	4,3%	€ 0,27	4,7%
Wolters Kluwer	€ 26,39	4,1%	9	12	7	2,1	25,9	15,2	14,4	4,9	2,2	11,0	€ 0,77	2,9%	€ 0,80	3,0%
Consumptie 																
Accell	€ 14,01	3,0%	0	3	1	1,8	14,5	11,3	10,9	1,3	0,4	9,8	€ 0,58	4,1%	€ 0,61	4,3%
Acomo	€ 21,13	11,2%	1	4	0	2,2	20,5	15,3	14,5	3,8	0,9	13,3	€ 0,89	4,2%	€ 0,93	4,4%
Ahold	€ 16,17	9,6%	11	18	6	2,1	15,3	15,6	14,9	3,0	0,4	7,8	€ 0,53	3,3%	€ 0,56	3,5%
Beter Bed	€ 18,01	4,7%	6	1	1	2,6	21,1	16,1	13,3	6,3	-	19,4	€ 0,91	5,1%	€ 1,13	6,3%
Heineken	€ 65,77	11,6%	12	19	4	2,2	66,4	19,5	17,6	3,2	2,0	12,4	€ 1,08	1,6%	€ 1,23	1,9%
Nutreco	€ 45,11	1,4%	1	8	2	1,9	44,5	17,6	16,3	3,2	0,6	11,6	€ 1,14	2,5%	€ 1,37	3,0%
Sligro	€ 34,78	11,3%	6	5	0	2,5	34,4	17,0	15,7	2,7	0,6	10,7	€ 1,22	3,5%	€ 1,31	3,8%
Stern	€ 11,95	-8,1%	1	1	0	-	14,0	6,0	3,2	0,5	0,1	7,1	€ 0,99	8,3%	€ 1,53	12,8%
Unilever	€ 37,07	14,4%	7	24	9	2,0	34,6	21,1	19,7	7,6	2,2	11,7	€ 1,17	3,2%	€ 1,26	3,4%
Wessanen	€ 5,91	12,5%	6	3	0	2,7	5,9	19,1	17,2	2,8	0,9	12,8	€ 0,12	2,0%	€ 0,14	2,4%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Brunel	€ 15,45	13,6%	1	8	1	2,0	14,8	18,2	17,0	2,6	0,6	7,7	€ 0,57	3,7%	€ 0,61	3,9%
DPA	€ 1,66	0,6%	1	0	0	-	2,0	10,4	9,2	1,8	1,1	13,3	€ 0,08	4,8%	€ 0,09	5,4%
Randstad	€ 47,47	18,5%	16	8	3	2,5	43,7	15,5	13,7	2,6	0,5	12,7	€ 1,36	2,9%	€ 1,58	3,3%
USG	€ 10,96	17,4%	9	2	0	2,8	11,6	13,6	10,9	1,9	0,4	13,4	€ 0,28	2,6%	€ 0,35	3,1%
Energie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Fugro	€ 19,74	14,3%	3	9	3	2,0	17,7	22,2	13,8	1,0	0,7	72,6	€ 0,38	1,9%	€ 0,63	3,2%
SBM Offshore	€ 9,77	-0,2%	6	8	6	2,0	11,9	6,9	6,5	1,0	0,4	15,4	€ 0,04	0,4%	€ 0,34	3,5%
Shell	€ 29,21	5,6%	17	15	3	2,4	30,6	15,4	11,7	1,2	0,5	5,3	€ 1,66	5,7%	€ 1,68	5,8%
Logistiek 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Air France-KLM	€ 7,39	-7,2%	9	13	9	2,0	8,2	11,7	4,8	-	0,1	4,9	€ 0,02	0,3%	€ 0,10	1,4%
PostNL	€ 3,54	14,1%	13	9	1	2,5	4,0	6,9	6,8	-	0,4	3,5	€ 0,00	0,0%	€ 0,06	1,6%
TNT Express	€ 5,98	8,0%	6	12	6	2,0	5,8	17,1	14,8	1,4	0,5	12,8	€ 0,14	2,4%	€ 0,17	2,8%
Vopak	€ 49,57	15,1%	3	12	4	1,9	45,1	20,6	18,5	3,6	4,9	-	€ 0,94	1,9%	€ 1,00	2,0%
Technologie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
ASMI	€ 35,40	0,9%	11	3	0	2,8	39,7	14,0	12,5	1,4	4,1	16,2	€ 0,59	1,7%	€ 0,61	1,7%
ASML	€ 90,07	0,6%	21	15	7	2,3	93,0	23,8	19,5	5,1	6,6	24,3	€ 0,78	0,9%	€ 0,93	1,0%
Besi	€ 19,33	4,3%	5	1	0	2,8	18,3	10,7	11,7	2,5	2,1	10,2	€ 0,74	3,8%	€ 0,72	3,7%
Exact	€ 31,92	0,7%	3	1	1	2,4	-	-	-	6,4	3,9	18,0	-	-	-	-
Gemalto	€ 65,40	-3,7%	13	5	4	2,4	79,9	15,9	13,9	2,6	2,4	15,0	€ 0,46	0,7%	€ 0,47	0,7%
ICT	€ 5,98	2,9%	1	0	0	-	6,5	9,6	8,8	1,8	0,7	9,8	€ 0,25	4,2%	€ 0,27	4,5%
Neways	€ 7,65	4,8%	1	0	0	-	9,5	9,3	7,0	1,5	0,3	6,5	€ 0,25	3,3%	€ 0,33	4,3%
Ordina	€ 1,58	25,5%	2	3	0	2,4	1,6	9,7	7,5	1,0	0,4	28,7	€ 0,05	3,1%	€ 0,06	3,9%
Philips	€ 24,88	3,0%	11	19	4	2,2	26,0	17,2	14,2	2,1	1,0	15,0	€ 0,84	3,4%	€ 0,90	3,6%
TomTom	€ 5,88	6,4%	6	8	3	2,2	6,2	23,1	17,8	1,5	1,4	8,6	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Overig 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Corbion	€ 15,63	13,1%	7	3	0	2,7	16,6	20,2	17,4	1,9	1,3	16,0	€ 0,49	3,1%	€ 0,33	2,1%
Esperite	€ 1,42	-5,1%	0	0	0	-	-	-	-	0,5	0,4	74,2	-	-	-	-
Fagron	€ 35,68	2,8%	4	1	2	2,3	45,7	15,5	14,1	7,1	2,5	13,9	€ 0,96	2,7%	€ 1,11	3,1%
Galapagos	€ 19,81	27,9%	7	2	0	2,8	23,3	11,9	-	3,5	4,1	-	-	-	-	-
Value8	€ 10,95	-1,6%	0	0	0	-	-	-	-	1,9	0,8	14,1	-	-	-	-

	Koers & Rendement		Karakteristieken		Analisten aanbevelingen					Waardering			Verwacht dividend				
Banken		ref.koers	rend. ytd	Leverage ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/ book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
BinckBank		€ 7,74	9,8%	15,2%	16,2%	5	4	0	2,6	8,5	11,3	10,3	1,2	€ 0,34	4,3%	€ 0,37	4,8%
ING		€ 11,14	2,9%	4,9%	7,4%	27	7	0	2,8	13,4	9,8	9,1	0,9	€ 0,45	4,0%	€ 0,55	4,9%
Kas Bank		€ 10,69	7,9%	5,6%	11,2%	2	2	0	2,5	-	10,5	9,5	0,8	€ 0,79	7,4%	€ 0,92	8,6%
Vastgoed		ref.koers	rend. ytd	NAV	bezet-tings- graad	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/ book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Eurocommercial Properties		€ 40,67	15,6%	€ 35,7	99,3%	2	9	1	2,1	39,6	20,1	19,6	1,2	€ 1,96	4,8%	€ 2,00	4,9%
Groothandelsgebouw		€ 32,81	-0,6%	€ 45,1	86,0%	0	0	0	-	-	-	-	0,7	-	-	-	-
Klépierre		€ 42,67	22,4%	€ 30,9	96,8%	5	7	2	2,2	40,8	20,5	19,8	3,3	€ 1,63	3,8%	€ 1,69	3,9%
NSI		€ 4,32	17,3%	€ 5,3	77,6%	2	3	0	2,4	4,6	12,3	12,0	0,8	€ 0,26	6,1%	€ 0,28	6,4%
Unibail-Rodamco		€ 256,45	20,5%	€ 154,6	96%	7	10	7	2,0	236,6	23,8	22,4	1,7	€ 9,79	3,8%	€ 10,25	4,0%
Vastned Retail		€ 45,24	20,8%	€ 42,2	96,5%	5	3	1	2,4	40,4	18,9	18,3	0,9	€ 2,05	4,5%	€ 2,17	4,8%
Wereldhave		€ 62,53	9,7%	€ 62,5	97,2%	4	6	3	2,1	60,8	18,2	17,2	1,1	€ 2,96	4,7%	€ 3,06	4,9%
Verzekeraars		ref.koers	rend. ytd	IGD ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/ book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Aegon		€ 6,57	4,9%	211,0%	7,1%	16	12	4	2,4	6,9	9,5	8,3	0,6	€ 0,25	3,7%	€ 0,28	4,2%
Delta Lloyd		€ 17,22	-5,3%	207,0%	21,9%	10	7	2	2,4	20,5	7,4	7,2	1,2	€ 1,03	6,0%	€ 1,03	6,0%
NN Group		€ 23,75	-4,4%	272,0%	0,1%	8	11	2	2,3	26,2	9,8	9,1	0,6	€ 1,11	4,7%	€ 1,30	5,5%

FONDSEN DASHBOARD

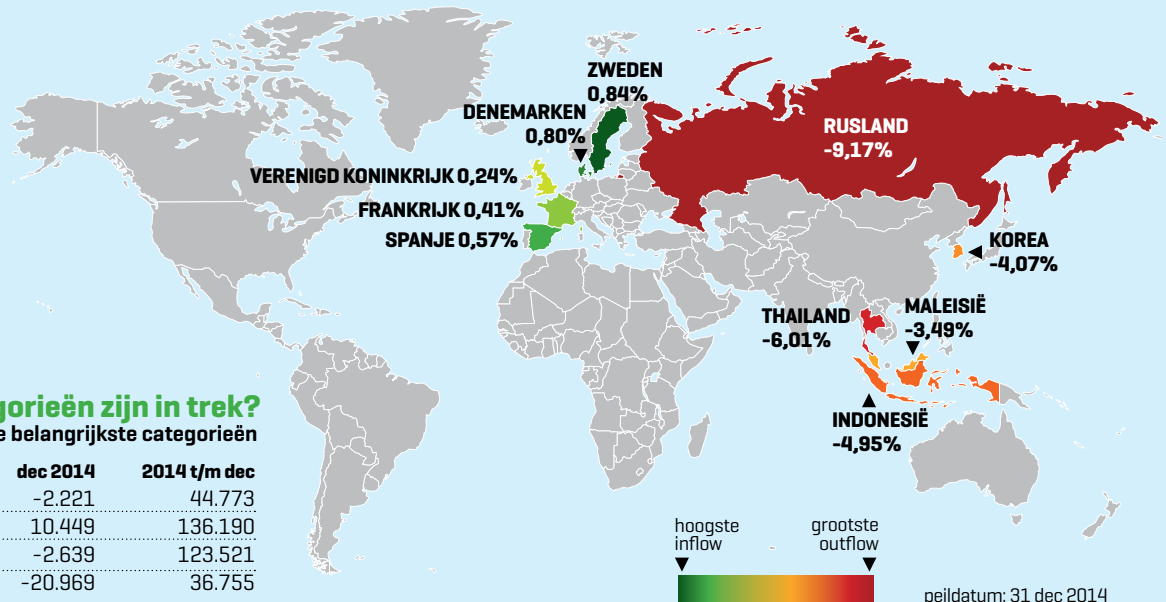
Powered
by

MORNINGSTAR

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

Geldstromen

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



Welke beleggingscategorieën zijn in trek?

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

	dec 2014	2014 t/m dec
Aandelenfondsen	-2.221	44.773
Mixfondsen	10.449	136.190
Obligatiefondsen	-2.639	123.521
Geldmarktfondsen	-20.969	36.755

TOP 5

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



Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
SSgA Global Managed Volatility Equity	40,94	21,63
SEB Global Chance/Risk	39,75	20,17
Invesco Global Structured Equity Fund	38,54	22,07
Carnegie Worldwide Ethical	38,08	19,42
Carnegie Worldwide	36,85	18,81

Europa

	1 jaar	3 jaar
Capital Group - European Growth and Income Fund	27,22	22,17
Allianz Europe Equity Growth	27,08	20,09
UBS - European Opportunity Unconstrained	26,85	25,81
MFS Meridian European Value	25,79	20,44
Invesco Pan European Structured Equity	24,86	20,83

Nederland

	1 jaar	3 jaar
SSgA Netherlands Index Equity Fund	21,28	18,83
SNS Nederlands Aandelenfonds	19,86	14,80
BNP Paribas AEX Index	16,02	14,96
Robeco Hollands Bezit	14,51	13,78
BNP Paribas Netherlands	14,34	12,95



Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
ING [L] Renta Global Bond Opportunities	25,76	6,47
BNY Mellon Global Opportunistic Bond Fund	23,93	9,98
Templeton Global Bond	23,87	9,58
MFS Meridian Global Credit	22,81	3,87
Invesco Bond Fund	22,17	5,25

Europa

	1 jaar	3 jaar
Allianz Europa Obligatie Fonds	16,11	9,87
AEGON Europees Obligatie Fonds	15,61	8,78
Pioneer SF Euro Curve 7-10 year	14,77	10,39
AXA Euro 7-10	14,49	10,14
Robeco Euro Government Bonds	13,73	8,20

High yield

	1 jaar	3 jaar
UBAM Global High Yield Solution	27,15	16,22
Kames High Yield Global Bond	25,19	14,45
PIMCO GIS Global High Yield Bond	23,79	13,00
Aviva Investors Global High Yield Bond	23,26	12,91
Invesco Global High Income	23,13	11,21

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

1 CATEGORIE, 3 FONDSEN > AANDELEN EUROPA LARGE-CAP GROEI

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

1 BGF European Special Situations Fund D2 EUR
LU0252965834

2 Comgest Growth Europe I EUR Acc
IE00B5WN3467

3 Parvest Equity Europe Growth P C
LU0823404834

KENNISMAKING peildata: 31 dec 2014 (fondsen 1 en 3) en 31 okt 2014 (fonds 2)

Top 5 Posities

1	AstraZeneca	3,73%
2	Roche	3,51%
3	Actelion	3,32%
4	Novo Nordisk	3,06%
5	Bayer	2,74%

1	Industria De Diseno Textil	6,49%
2	L'Oreal	5,48%
3	Essilor International	5,17%
4	Capita	5,07%
5	Bayer	4,42%

1	Bayer	4,07%
2	Roche	4,00%
3	Banco Santander	3,58%
4	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	2,85%
5	Compagnie de Saint-Gobain	2,84%

Marktkapitalisatieverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]

	1	2	3
Large-cap	63,5% (68,9%)	81,1% (80,9%)	86,9% (83,0%)
Mid-cap	33,2% (29,3%)	18,7% (17,0%)	13,0% (16,2%)
Small-cap	3,3% (1,8%)	0,2% (2,1%)	0,0% (0,7%)

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	28,1%	39,7%	25,4%
Lichtcyclisch	21,7%	34,5%	33,3%
Cyclisch	50,2%	25,7%	41,3%

Regioverdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

1	Ontwikkeld	100%	(100%)
	Opkomend	0%	(0%)
2	Ontwikkeld	100%	(99,9%)
	Opkomend	0%	(0,1%)
3	Ontwikkeld	100%	(100%)
	Opkomend	0%	(0%)

Top 5 landen

1	VK	45,2%
	Zwitserland	11,9%
	Duitsland	10,9%
	Frankrijk	8,9%
	Denemarken	6,0%

2	Frankrijk	28,8%
	Duitsland	15,7%
	Zwitserland	15,1%
	VK	12,3%
	Spanje	9,5%

3	VK	38,4%
	Spanje	12,9%
	Duitsland	11,2%
	Frankrijk	8,0%
	Zwitserland	7,9%

Kosten

1	Fondskosten [ongoing charges]	1,07%
2	Fondskosten [ongoing charges]	1,06%
3	Fondskosten [ongoing charges]	1,30%

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

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
Rendement %				
1 jaar	18,62%	20,80%	8,11%	18,38%
3 jaar	18,63%	19,74%	13,10%	16,78%
5 jaar	16,31%	15,38%	11,14%	13,04%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	9,36%	8,49%	9,40%	8,43%
Maximaal verlies	-48,90%	-37,37%	-49,69%	-50,52%

TOEKOMST

BGF European Special Situations Fund D2 EUR

- PROCES** Het fonds heeft een rigoureuze aandelen-selectieproces.
- RENDEMENT** Sinds Constantis het fonds heeft overgenomen, heeft hij solide rendementen verwezenlijkt.
- TEAM** De getalenteerde beheerder Constantis heeft ondersteuning van een doorgewinterd team van beheerders.
- FONDSHUIS** BlackRock heeft moeite om zijn enorme omvang in een voordeel om te zetten voor beleggers.
- KOSTEN** De kostenratio van het fonds ligt onder de mediaan van zijn Morningstar-categorie.

OORDEEL

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

Een solide aanbod van groeiwaarden.

Comgest Growth Europe I EUR Acc

- PROCES** De bottom-up benadering berust op zeer strikte groei- en waarderingscriteria.
- RENDEMENT** Het lange termijn track record is uitstekend en de volatiliteit ligt lager dan die van de categorie.
- TEAM** Een team van acht ervaren beheerders werken nauw samen.
- FONDSHUIS** Comgest is een onafhankelijke vermogensbeheerder die exclusief eigendom is van de medewerkers ervan.
- KOSTEN** De kosten van het fonds liggen onder de categoriemediaan.

OORDEEL

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

De beleggers zijn hier in zeer goede handen.

Parvest Equity Europe Growth P C

- PROCES** Het proces is gebaseerd op het vinden van bedrijven die actief zijn in sectoren met toenemende consolidatie.
- RENDEMENT** We verwachten dat de aanpak resolute outperformance oplevert in plaats van op hol geslagen rendementen.
- TEAM** Een kernteam van acht beheerders staat sinds 2008 onder leiding van beleggingsveteraan Andrew King.
- FONDSHUIS** BNPP IP behandelt haar beleggers vrij goed, maar bepaalde aspecten kunnen worden verbeterd.
- KOSTEN** De doorlopende kosten liggen iets boven het gemiddelde.

OORDEEL

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

Dit fonds wordt beheerd door een ervaren en stabiel team.

Het zijn verwarrende tijden voor beleggers. Het rendement op veel obligaties is historisch laag na de massale acties van centrale bankiers afgelopen jaren. Hoe moeten beleggers hier op langere termijn mee omgaan en wat zijn de gevolgen als de rente weer stijgt, de Europese economie weer volop gaat groeien of de wisselkoers tussen euro en dollar heftig blijft bewegen? U leest het in de maart-editie van Effect.

EERSTE HULP BIJ OBLIGATIES

**VOLGENDE
NUMMER**



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

Redactie

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

Verder werkten mee aan dit nummer:

VEB: Paul Koster, Marianne Kraan

Extern:

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

Redactionele ondersteuning en vormgeving

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

Directie

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

Raad van Toezicht

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

Vereniging VEB NCVB

Bureau Den Haag:

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

Beleggersservice

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

Lidmaatschap

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

Disclaimer

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

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

Druk

Roularta, België
HO Effect
KEURMERK ISSN 0165-6341

Deloitte moet Ahold belegger betalen!

Dat vindt de VEB



VEB ACTIE AHOLD-DELOITTE

Door gebrekkige controle van jaarrekeningen van beursfondsen hebben accountants beleggers benadeeld.

De VEB accepteert dit niet en volhardt in de jarenlange strijd tegen Deloitte accountants voor haar rol in de boekhoudfraude bij Ahold.

Had u destijds aandelen Ahold? Meld u dan direct aan en strijd mee.

**REGISTREER U NU VOOR NOG
OPENSTAANDE VEB ACTIES VIA:
WWW.VEB.NET/VEBACTIES**



Fortis belegger?

De VEB geeft niet op



VEB ACTIE FORTIS

Het falende management van Fortis heeft voorafgaand aan de nationalisatie fout op fout gestapeld en beleggers stelselmatig verkeerd of onvolledig geïnformeerd. Beleggers hebben daardoor schade geleden.

De VEB strijdt nog steeds voor compensatie voor gedupeerde beleggers.

Had u aandelen Fortis? Meld u dan direct aan en strijd mee.

**REGISTREER U NU VOOR NOG
OPENSTAANDE VEB ACTIES VIA:
WWW.VEB.NET/VEBACTIES**

