MAGAZINE VOOR BELEGGERS

DECEMBER – 2014 – VEB.net – € 8,50

Effect 12

veb

ONVERWACHT HOGE KOSTEN

bij beleggen in buitenlandse aandelen

DIJKEN OM HET DAMRAK
Beursfondsen stevig beschermd tegen overname

DIVIDEND-DUEL
Pfizer en Merck worstelen met aflopende patenten

BELEGGINGSFONDSEN
Vier goedkope mixfondsen vergeleken

FREDERIK VANHAVERBEKE
Over succesvol beleggen dankzij geduld en discipline

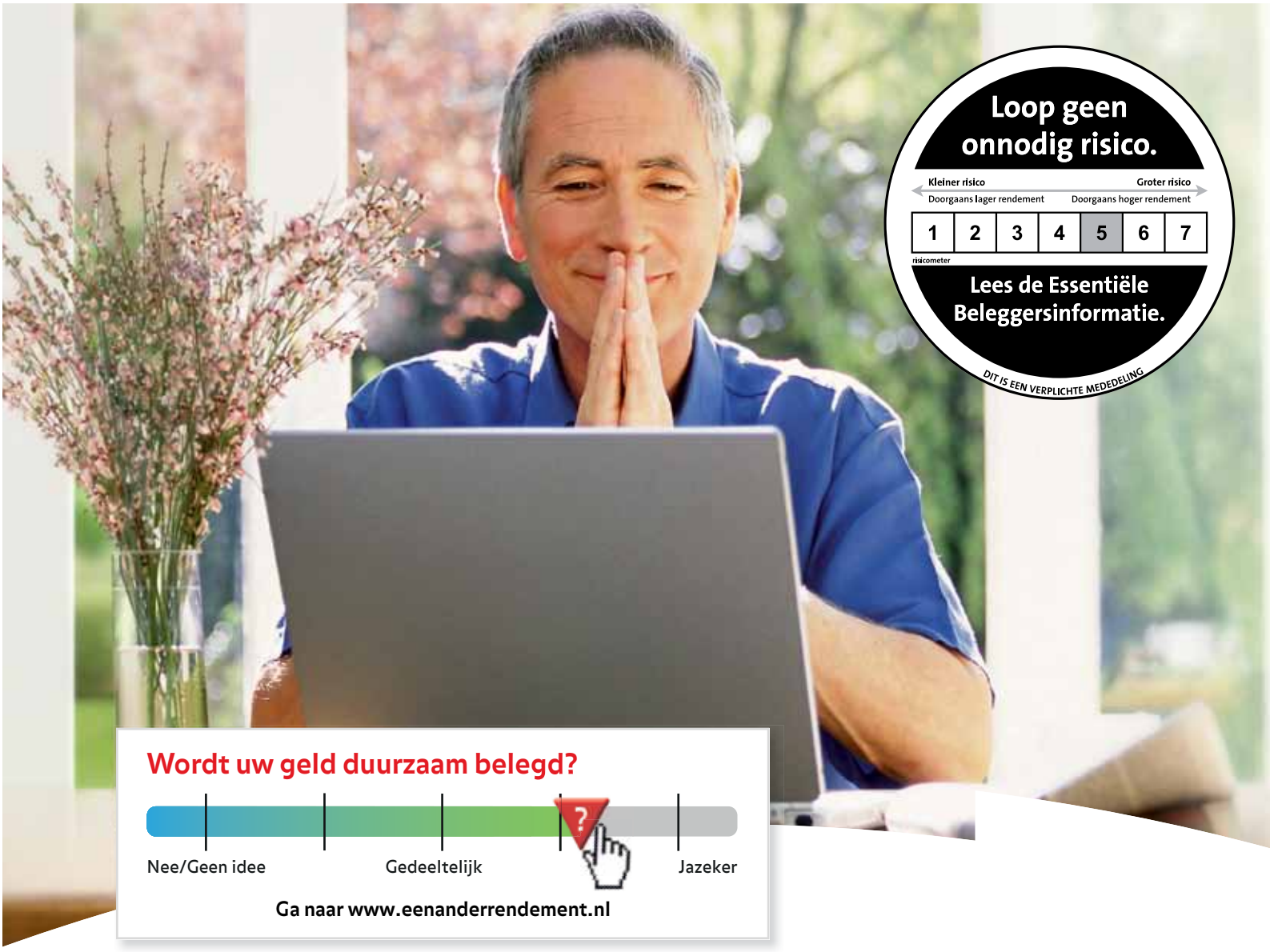
ADVERTENTIE

HAAL MÉÉR UIT UW GELD

SPAREN
FINANCIËLE PLANNING
SCHENKEN PENSIOEN
FISCAAL ERVEN
VERZEKEREN
HUIS HYPOTHEEK
BELEGGEN BELASTINGEN
SPAREN FINANCIËLE PLANNING SCHENKEN
AANGIFTETIPS PENSIOEN
ERVEN

Kijk voor meer informatie op www.fiscalert.nl/VEB

FiscAlert
DE SLIMSTE TIPS IN GELDZAKEN



Is uw geld goed bezig?

Doe de check op duurzaamheid, rendement en risico

Uw vermogen laten groeien terwijl het werkt aan een betere wereld. Het kan als u kiest voor duurzaam beleggen bij de ASN Bank. Wereldwijd investeren de ASN Beleggingsfondsen in bedrijven en landen die respectvol omgaan met de aarde en oog hebben voor onze leefomstandigheden en die van generaties na ons. Dat duurzaam beleggen en een uitstekend rendement heel goed samengaan, bewijst onder andere het ASN Milieu & Waterfonds (Morningstar*****). Laat ook uw geld de wereld socialer en groener maken.

Ga naar www.eenanderrendement.nl om te zien hoe interessant duurzaam beleggen voor u is.

Liever persoonlijk contact? Bel gratis 0800 - 0380 (ma/vr).

ASN BANK

voor de wereld van morgen

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het ASN Milieu & Waterfonds is een subfonds van ASN Beleggingsfondsen N.V. ASN Beleggingsfondsen N.V. is een beleggingsinstelling. De Wft-beheerder daarvan is ACTIAM N.V. (ACTIAM). ACTIAM en het ASN Milieu & Waterfonds zijn opgenomen in het register van de AFM. ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V. (ABB) voert de directie over de beleggingsinstelling en bepaalt het beleggingsbeleid van het ASN Milieu & Waterfonds. Dit waarborgt dat de beleggingen voldoen aan de duurzaamheidscriteria van de ASN Bank. Voor het ASN Milieu & Waterfonds is een prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie (EBi) beschikbaar via www.asnbank.nl. Lees de EBi voordat u besluit het beleggingsfonds te kopen. Deze uiting mag niet worden aangemerkt als beleggingsadvies.

inhoud

10

COVERVERHAAL

Beleggers in buitenlandse aandelen fors op kosten gejaagd door banken en brokers

Beleggen in aandelen buiten de eurozone blijkt schrikbarend duur door hoge verborgen kosten die banken en brokers rekenen voor het omwisselen van euro's in andere valuta's. De valutakosten kunnen tot zes keer hoger uitvallen dan de transactiekosten die beleggers moeten betalen.

INTERVIEW

Staan op de schouders van topbeleggers

De meeste beleggers huilen even uit na een zeperd en gaan dan over tot de orde van de dag. Frederik Vanhaverbeke zit anders in elkaar.

14

ALTERNATIEF BELEGGEN

20

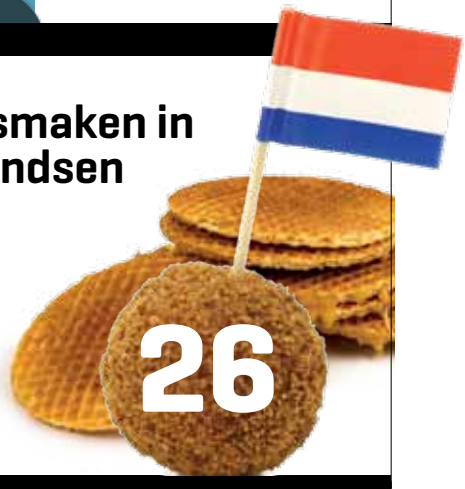
3 nieuwe initiatieven voor beleggers

Beleggen kan op duizend-en-een manieren. En daar kwamen er de laatste tijd nog een paar bij. Wij bekeken drie zeer verschillende initiatieven.

FONDSEN VERGELEKEN

Verschillende smaken in neutrale mixfondsen

Beleggen in een mixfonds betekent in één keer beleggen in tientallen aandelen en obligaties. Maar hoe presteren mixfondsen en hoe kies je uit het overweldigende aanbod aan mixfondsen de juiste?



26

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

TWAALF FORMIDABELE BELEGGERS

34

Aandelen met zorgelijke toekomst volgens James Montier

James Montier, vermaard beleggingsstrateeg van GMO, is een liefhebber van scherpe bedrijfsanalyses, een praktijk die zogenoemde shortsellers in zijn optiek bovengemiddeld beheersen. Voor welke Europese bedrijven voorziet de Brit een slechte toekomst?

HET GETAL

Omstreden smeermiddel om koersbewegingen te duiden

De olieprijs is een favoriet smeermiddel onder analisten om koersbewegingen op de aandelenbeurs te duiden. In werkelijkheid is de relatie tussen olieprijzen en aandelenkoersen een stuk minder eenduidig dan marktkenners doen voorkomen.

48

EN VERDER...

Ten eerste 06
Ledenvragen 13
Ledenvoordeel 19
Ceo-interview Dirk Anbeek 23
Onderzoek: beschermingsconstructies 30
Duel: Pfizer vs Merck 38
Macro: de wereld dreigt weer groter te worden 40
VS: biotech uit de Benelux 42
Grondstoffen: goudproducenten in de problemen 46
Statistieken 52
Colofon & Next 58

COLUMNS

Paul Koster 09 Paul Frentrop 18 Wouter Weijand 29
Sheila Sitalsing 37

50

OPTIES
Short Call Ladder op de AEX

HOE BELEGT NEDERLAND?

Wat verwachten Nederlandse particuliere beleggers van de beurs komend jaar, welke risico's zien ze en waar liggen de kansen? Wij vroegen het duizenden beleggers via een enquête in samenwerking met online beleggersblad beurswijzer.com. De resultaten zijn opmerkelijk.

PARTICULIERE BELEGGER IS OPTIMISTISCH, MAAR OP ZIJN HOEDE

Aan de visies en verwachtingen van beleggingsprofessionals is geen gebrek, maar de mening van de particuliere belegger valt nog maar weinig te beluisteren. Om daar verandering in te brengen lanceerde de VEB onlangs, in samenwerking met beurswijzer.com, een enquête onder de titel "Hoe belegt Nederland? ". Ruim zesduizend beleggers namen de moeite om de uitgebreide vragenlijst volledig in te vullen. Dat heeft geleid tot een aantal opvallende resultaten.

1 48 PROCENT VAN DE NEDERLANDSE BELEGGERS VINDT OBLIGATIES RISKANTER DAN AANDELEN

Iedereen die een boek over beleggen openslaat kan op pagina 1 lezen dat (staats)obligaties veiliger zijn dan aandelen. Dat de helft van de ervaren Nederlandse beleggers die meededen aan ons onderzoek (87% belegt langer dan 10 jaar) dit momenteel anders ziet, geeft aan dat we in bijzondere tijden leven.

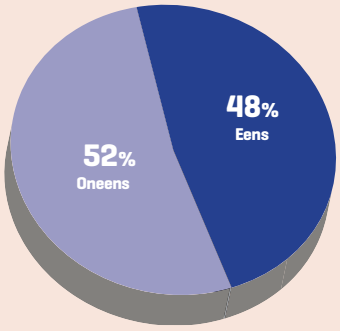
Door het ruime monetaire beleid (lees: de lage rente) zijn zowel staatsobligaties, bedrijfsobligaties als aandelen tot grote hoogte gestuwd. Landen als Spanje en Italië, die nog steeds worstelen met grote economische problemen, kunnen tegenwoordig tegen zeer lage rente geld lenen. Dat is te danken aan maatregelen van de Europese Centrale Bank om de economie in de eurozone overeind te helpen.

Ook aandelen hebben een enorme sprong gemaakt. De huidige bullmarkt duurt al bijna 6 jaar. Maar het verschil tussen aandelen en staatsobligaties is dat het internationale bedrijfsleven de afgelopen jaren wél noodzakelijke hervormingen heeft doorgevoerd. Veel bedrijven hebben drastisch in de kosten gesneden en maatregelen genomen om robuuster te kunnen opereren. Wanneer de groei begint aan te trekken plukt men daar de vruchten van.

Dat beleggers aandelen bijna veiliger vinden dan obligaties kan dan ook vooral gezien worden als een compliment aan het bedrijfsleven, hoewel ondernemingen ook zeker geholpen worden door de spotgoedkope tarieven waartegen ze kunnen lenen.

Blijkbaar zijn beleggers ook beducht voor de effecten die een stijging van de rente of inflatie heeft op de koersen van langlopende obligaties. Slechts een kleine stijging kan voldoende zijn om geld te 'verliezen'.

Obligaties zijn op dit moment riskanter dan aandelen.

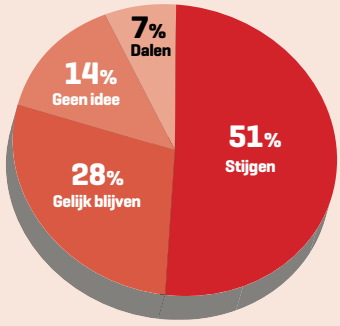


DAT BELEGGERS AANDELEN BIJNA VEILIGER VINDEN DAN OBLIGATIES KAN GEZIEN WORDEN ALS **EEN COMPLIMENT AAN HET BEDRIJFSLEVEN**

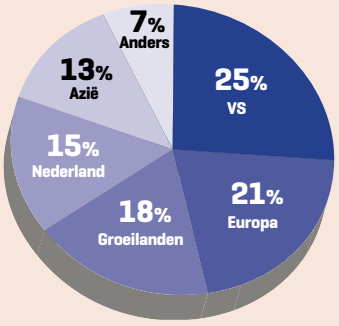
2 SLECHTS 18 PROCENT VAN DE BELEGGERS VERWACHT EEN STIJGING VAN DE RENTE, ZEVEN PROCENT VOORZIET EEN DALING VAN DE BEURS VOLGEND JAAR.

Slechts een kleine minderheid van de zesduizend ondervraagden verwacht komend jaar een rentestijging. Van sparen verwachten beleggers dan ook maar weinig. Al 27 procent geeft aan te gaan beleggen in plaats van sparen omdat een spaarrekening te weinig oplevert. Daarbij komt dat ze optimistisch zijn over aandelen op kortere termijn. Ruim de helft van de ondervraagden meent dat de beurs komend jaar gaat stijgen, terwijl zo'n dertig procent rekent op min of meer stabiele koersen.

Ik verwacht dat de aandelenbeurzen de komende 12 maanden...



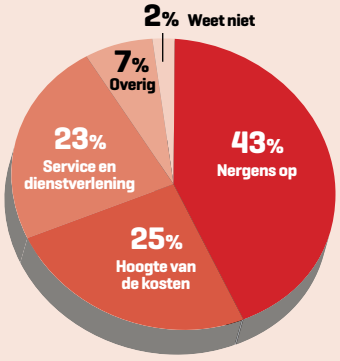
In welke regio zijn er volgens u de meeste kansen de komende jaren?



3 SLECHTS 15 PROCENT VAN DE NEDERLANDSE BELEGGERS ZIET NEDERLAND ALS MEEST KANSRIJKE BELEGGING. TOCH IS SLECHTS 1 OP DE 5 BELEGGERS MEER BUITEN NL GAAN BELEGGEN.

De grootste beleggingskansen liggen volgens de zesduizend deelnemers aan ons onderzoek komende tijd vooral in de Verenigde Staten, een regio waar de beurzen nu al op historisch hoog niveau staan. Opvallend is het beperkte vertrouwen in de Nederlandse beurs. Maar vijftien procent van de ondervraagden meent dat hier de beste kansen liggen. Het kan zijn dat de fraude, omkopings- en boekhoudschandalen afgelopen jaren hierbij een rol spelen. Daarbij is het aanbod aan kwaliteitsaandelen op de Nederlandse beurs de afgelopen decennia behoorlijk uitgedund. Een ander punt is de verdergaande globalisering. Nu andere beurzen toegankelijker worden is het voor de Nederlandse belegger een kleine stap om meer over de grens te gaan beleggen. Toch zijn beleggers daarin nog terughoudend. Slechts één op de vijf beleggers zegt daadwerkelijk meer over de grens te zijn gaan beleggen.

Waar heeft u vooral op gelet bij de keuze van uw bank of broker?



Alle gegevens uit:
Hoe belegt Nederland?, najaar 2014

4 GEMAK DIENT DE MENS

Wij vroegen doe-het-zelf-beleggers, negentig procent van de ondervraagden, ook waarop zij gelet hebben bij de keuze voor hun bank of broker. Vier op de tien beleggers kiezen voor gemak. Zij beleggen bij de bank waar ze ook andere rekeningen hebben. Slechts een kwart van de ondervraagden blijkt bij zijn keuze vooral naar kosten te hebben gekeken. Die uitkomst komt overeen met eerdere onderzoeken waaruit bleek dat Nederlandse beleggers jaarlijks tot honderden euro's teveel aan kosten betalen.

HET VERVOLG

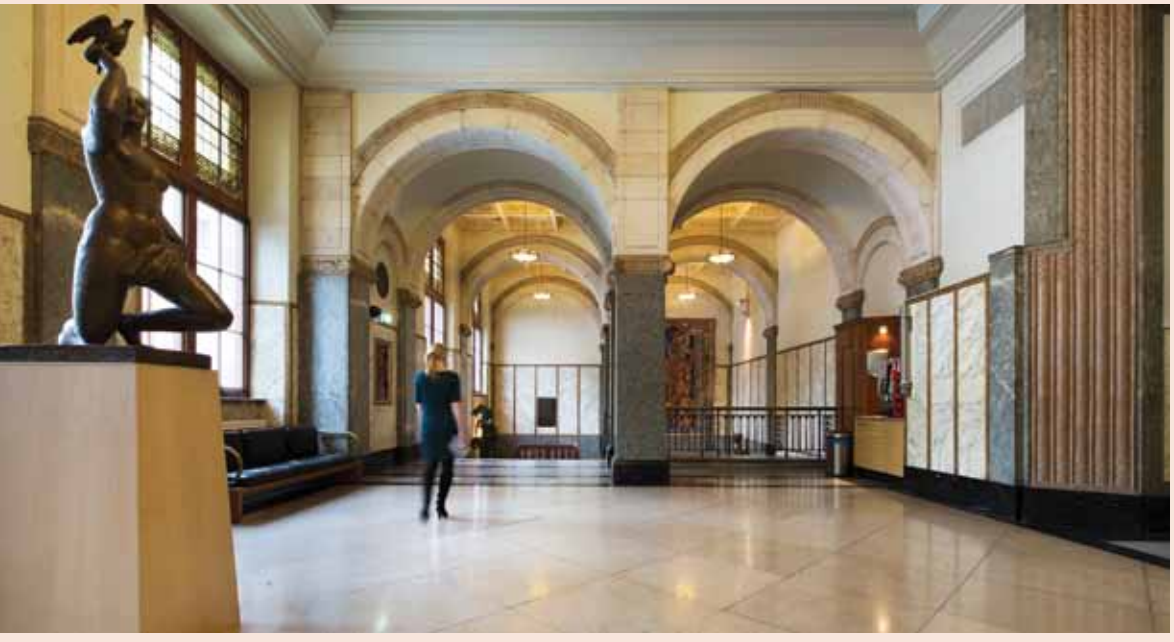
Dit was ons eerste onderzoek naar de manier waarop Nederland belegt. De VEB zal vanaf nu vaker de meningen en verwachtingen van beleggers gaan peilen, in samenwerking met Beurswijzer.com. Wij danken alle deelnemers voor de genomen moeite.

Meer uitkomsten van ons onderzoek via *veb.net/hoebelegtnederland*

SLECHTS EEN KWART VAN DE ONDERVRAAGDEN BLIJKT BIJ ZIJN KEUZE VOOR EEN BROKER VOORAL **NAAR KOSTEN TE HEBBEN GEKEKEN**

DIT VALT OOK OP

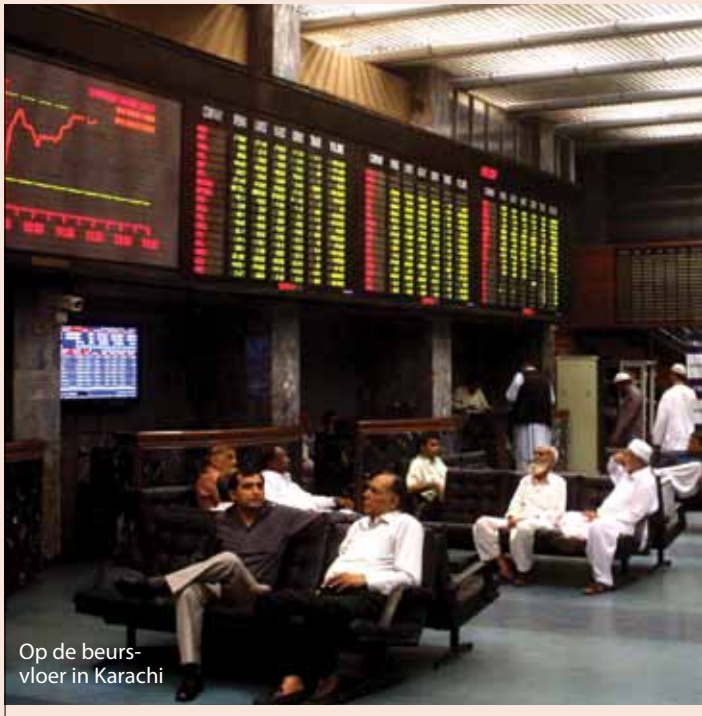
- De deelnemers aan de enquête "Hoe belegt Nederland", voor het grootste deel mensen met ruime beleggingservaring, voldoen niet aan het clichébeeld van de zichzelf overschattende belegger. De helft van de ondervraagden zegt afgelopen jaar minder rendement te hebben behaald dan het marktgemiddelde. Desondanks is maar een kwart in enige mate ontevreden over zijn of haar opbrengst.
- Zestig procent van de ondervraagden besteedt meer dan twee uur per week aan zijn portefeuille. Slechts 14 procent belegt via een vermogensbeheerder, de meeste doen het zelf (72 procent) of winnen eerst elders advies in (14 procent).
- 91 procent van de deelnemers aan het onderzoek zit in aandelen, 55 procent in beleggingsfondsen/ETF's en slechts 5 procent in obligaties.



peildatum
9 dec 2014

EEN JAAR BEURS, ECONOMIE & BELEGGEN
IN ENKELE CIJFERS

Een echt onstuimig jaar is 2014 niet geworden op economisch gebied. Opvallende ontwikkelingen waren er wel. Een samenvatting van een jaar in enkele cijfers, een paar dagen voor de start van 2015.


Op de beurs-vloer in Karachi

Grootste beursgangen in 2014

De grootste beursgang van het jaar komt voor rekening van een Chinees bedrijf op de Amerikaanse beurs. De notering van Alibaba in Amerika gaat zelfs de boeken in als de grootste beursgang aller tijden. Een illustratie van de veranderende machtsverhoudingen in de wereldeconomie.

Wereldwijd	Omvang beursgang
Alibaba	25 miljard dollar
National Commercial Bank	6 miljard dollar
Medibank Pvt Ltd	5 miljard dollar

Nederland	Omvang beursgang
Nationale Nederlanden	1,7 miljard euro
Altice	1,5 miljard euro
Euronext	0,8 miljard euro

Vergoeding en rendement op staatsobligaties in 2014

Een van de grootste verrassingen van het jaar was de verdere daling van de obligatierente in Nederland, Duitsland en de VS. Ook zwakkere Europese landen konden lenen tegen gunstigere tarieven. De dalende olieprijs en het Oekraïne-conflict bepaalt het beeld bij de verliezers.

Daling rente (in basispunten = 0,01%)

Beste		Nederland	
Portugal	-310	Nederland	-140
Slovenie	-284	Duitsland	-122
Hongarije	-229	VS	-80

33,57%
Rendement incl. coupon van tienjaarsleningen

Slechtste	
Venezuela	756
Rusland	501
Columbia	4

-27,26%
Rendement incl. coupon van tienjaarsleningen

Prestaties beste, bekendste en slechtste beurzen

Het is opvallend hoe goed de Chinese beurs dit jaar heeft gepresteerd, ondanks koersdalingen eerder in december. Amerikaanse aandelen blijven goed presteren.

Beste	Land	Rendement incl dividend in euro
KARACHI	Pakistan	54,87%
EGX 30 Index	Egypte	53,84%
SHANGHAI SE COMPOSITE	China	51,84%

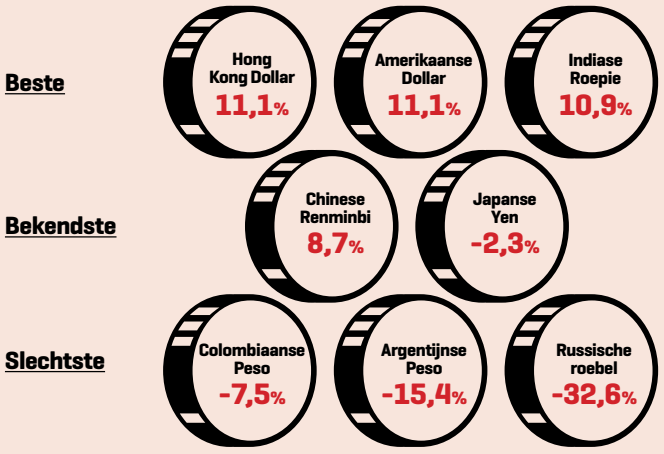
Bekendste	Land	Rendement incl dividend in euro
AEX Index	Nederland	7,55%
DAX Index	Duitsland	2,93%
S&P 500 Index	VS	25,34%

Slechtste	Land	Rendement incl dividend in euro
Athex Composite	Griekenland	-21,09%
RUSSIAN RTS INDEX ($)	Rusland	-30,73%
Ukrainian Equities Index	Oekraine	-33,87%

Prestaties beste, bekendste en slechtste valuta

Dankzij de Europese Centrale Bank is de euro een stuk goedkoper geworden ten opzichte van de dollar. De Russische roebel is door economische sancties en de dalende olieprijs in een glijvlucht beland.

Ten opzichte van de euro, waardeverandering in 2014



Sterkste stijgers en dalers onder de grondstoffen

Voor veel grondstofbeleggers was 2014 een beroerd jaar. De dalende olieprijs is het meest opvallend en ook goud sluit het jaar voor de tweede keer op rij in de min af.

Koffie	60%	Gasolie	-36,1%
Rundvlees	20%	Gas	-38,2%
Nikkel	20%	Brent olie	-39,8%

Beste en slechtste aandelen binnen de AEX

Dat Corio het best presterende aandeel binnen de AEX-index is dankt het vastgoedfonds aan het overnamebod van Klépierre. Onder de verliezers: twee bedrijven met veel interne sores die ook nog last hebben van de lagere olieprijs, SBM Offshore en Fugro.

Beste	In %
Corio	34,4
Reed Elsevier	33,1
Heineken	31,5

AEX Index

7,55%

Slechtste	In %
ArcelorMittal	-23,1
SBM Offshore	-27,3
Fugro	-55,6

COLUMN Paul Koster is directeur van de VEB

VOORSPELLEN

door Paul Koster

Het zijn de donkere dagen voor Kerst en zoals de traditie wil worden we weer overstelpt door terug- en vooruitblikken. Natuurlijk is het goed eens stil te staan bij wat er in het afgelopen jaar is gebeurd. Ook voor beleggers. Die zien dan al snel dat eerder uitgesproken verwachtingen de plank totaal misslaan.

Hoe overtuigend de verschillende specialisten het ook weten te brengen, en hoe verleidelijk het ook is om al die vooruitblikken te lezen, ze zijn waardeloos. Het is wetenschappelijk bewezen dat ze meestal fout zijn. Een enkeling zal gelijk krijgen en volgend jaar op het schild gehesen worden, de meerderheid zal ernaast zitten. Maar degenen die goed zitten zullen eerst het hardst worden uitgelachen. Zeg nu zelf: wat heeft u bijvoorbeeld tegen die specialist gezegd die begin dit jaar zei dat de olieprijs wel eens naar 60 dollar zou kunnen dalen? Precies: die is gek.

Toch zijn het juist de meest waanzinnige voorspellingen waar we op moeten letten. Die komen ook vaak niet uit, maar zetten je wel aan het denken. Moet ik rekening houden met deze waanzinnige mogelijkheid?

Voorspellen wat iedereen denkt, is niet interessant. Waar iedereen rekening mee houdt, zit al in de prijs. Zo papegaaide eind vorig jaar iedereen elkaar na dat de rente in 2014 wel omhoog zou gaan, want die kon nu echt niet meer lager. Dat gebeurt dan dus niet. Wat niet kan, gebeurt vaker dan je denkt juist gewoon toch.

Bij aandelen moet je daarom juist voorzichtig worden als iedereen roept dat ze koopwaardig zijn. Opvallend veel aandelen die aan het eind van vorig jaar werden getipt bleken in 2014 complete miskleunen. Laag gewaardeerde 'value plays' als Fugro en SBM Offshore bleken nog veel lager te kunnen. En over Imtech wil het deze dagen liever helemaal niet hebben.

Kortom: voorspellen is moeilijk. Wat wel werkt is een lange termijn visie. Geloven in het management en het product van een bedrijf en je vervolgens niet meer gek laten maken door de waan van de dag. Bij beleggen werkt dat vaak. Niet uitstappen als drie analisten roepen dat aandelen zo duur zijn.

Kijk maar naar de AEX: beleggers die de beste tien beursdagen van het jaar misliepen staan op rendement van min 12 procent tegenover een plus van 7 procent (zonder dividend) voor de zittenblijvers. Zes van die tien beste beursdagen van 2014 volgden op de beurscorrectie in oktober. Je zal maar even uitgestapt zijn op aanraden van een kenner.

Ik wens u, namens alle medewerkers van de VEB, een gezond en standvastig 2015!

BELEGGERS IN BUITENLANDSE AANDELEN

FORS OP KOSTEN GEJAAGD

DOOR BANKEN EN BROKERS

Beleggen in aandelen buiten de eurozone blijkt schrikbarend duur door hoge verborgen kosten die banken en brokers rekenen voor het omwisselen van euro's in andere valuta's. De valutakosten kunnen tot zes keer hoger uitvallen dan de transactiekosten die beleggers moeten betalen.

Amerikaanse beurzen zijn sinds de crisis veel harder gestegen dan Europese. Nederlandse beleggers die willen profiteren van de goede Amerikaanse rendementen, krijgen van hun bank of broker een fikse rekening gepresenteerd die het rendement behoorlijk kan aanvreten.

Dat blijkt uit ons onderzoek naar de kosten die banken en brokers in rekening brengen voor beleggen in effecten met een notering die niet in euro's is.

NIEUWE VERDIENSTEN

Waar brokers hun inkomsten uit aandelentransacties door felle concurrentie afgelopen jaren zagen kelderen, lijken de inkomsten uit de voor veel klanten goed verstopte valuta-omwisselkosten beter op peil te blijven.

Bij een aantal brokers bedragen deze valutakosten bij grotere effectentransacties zelfs een veelvoud van de reguliere transactiekosten.

Neem de situatie waarin een klant van ING voor 5000 dollar aandelen van het bekende Amerikaanse aandeel Johnson & Johnson wil kopen. Deze belegger betaalt voor deze aankoop iets meer dan vijf euro aan transactiekosten. De valutakosten die ING rekent, zijn een veelvoud daarvan: 35 euro.

Ook bij ABN Amro, Saxo Bank en DeGiro liggen de valutakosten hoger dan de transactiekosten bij een dergelijke transactie. Daarbij moet gezegd worden dat – vooral bij DeGiro – de transactiekosten an sich een stuk lager zijn dan bij andere brokers.

Voor Britse ponden en Noorse kronen is de omvang van de valutakosten ten opzichte van de transactiewaarde doorgaans vergelijkbaar met die van US-dollars.

GROTE VERSCHILLEN

Een belegger die zijn huiswerk doet, kan flink op valutaprovisies besparen omdat de tariefstructuur tussen banken sterk verschilt.

Zo brengt Lynx bij een transactiewaarde van 5000 dollar 3,13 euro omwisselkosten in rekening bij de klant. Bij ING kost eenzelfde transactie met 35 euro ruim 11 keer zo veel.

Ook Rabobank, ABN Amro en Saxo Bank brengen in absolute zin met respectievelijk 19,50 euro, 15,63 euro en 19,53 euro hoge provisies in rekening.

SNS Bank heeft aangegeven niet mee te werken aan ons onderzoek. Het is op basis van informatie op de website van de bank niet te achterhalen welke kosten zij in rekening brengt voor het omwisselen van valuta's. Voor de reguliere transactiekosten behoort de partij tot een van de duurste brokers, zo is eerder dit jaar gebleken in ons onderzoek naar transactiekosten.

PIPS

Niet alle banken en brokers blijken scheutig met informatie over de

Tekst JASPER JANSEN en ROBERT ROSENAU

kosten die ze in rekening brengen bij transacties in vreemde valuta. Het is vaak behoorlijk zoeken naar informatie hierover op de websites van de aanbieders.

Alex, Binck, Rabobank en DeGiro zijn de uitzonderingen. Zij zijn transparant over hun kosten. Een klant betaalt hier een vast percentage over de transactiewaarde.

ABN Amro brengt op een andere manier kosten in rekening. De bank rekent met verschillende op- en afslagen per valuta. Bij een aankoop hanteert ABN Amro de actuele wisselkoers minus een afslag, bij de verkoop betaalt de belegger een opslag.

De op- en afslagen worden uitgedrukt in pips. Een pip staat voor 'percentage in point', oftewel het vierde cijfer achter de komma.

EEN BELEGGER DIE ZIJN HUISWERK DOET KAN FLINK OP VALUTAPROVISIE BESPAREN OMDAT DE TARIEFSTRUCTUUR TUSSEN BANKEN STERK VERSCHILT

In het geval van ABN Amro betreft de premie voor dollars 64 pips (0,64%). Op de website van de bank staat het aantal pips voor andere muntsoorten. Ook Today's, Lynx en TradersOnly werken met pips, maar wel met een bepaald minimum aan omwisselkosten.

ANDERE TIJDEN

Behalve de kosten hebben we ook gekeken naar de koers waartegen een broker een transactie in buitenlandse valuta's afhandelt. Standaard gebruiken Nederlandse banken daarvoor de actuele wisselkoers. Alleen ING wijkt hier op een aparte manier van af. De grootbank werkt nog met een zogeheten fixing. ING stelt iedere dag om half twee een koers vast waartegen transacties worden afgerekend. Dit betekent dat een belegger die voor half twee een transactie doet, wordt afgerekend tegen de koers van de voorgaande werkdag. Deze werkwijze viel misschien te billijken in de tijd van de telex en de ponsmachine, maar oogt in de digitale wereld anno 2014 belachelijk ouderwets.

Daar komt bij dat ING de lijst met deze vertraagde "fixingkoersen" ook nog eens met vertraging op de eigen website ververst. Voor beleggers die na half twee 's middags transacties in buitenlandse aandelen uit laten voeren, is daardoor onzeker tegen welke wisselkoers is afgerekend.

AUTOMATISCH OF NIET

Brokers verschillen in de stappen die een belegger moet doorlopen om

buitenlandse aandelen bijgeschreven te krijgen in de portefeuille.

Bij Rabobank, ING, ABN Amro en Saxo Bank worden bij de aanschaf van een buitenlands aandeel euro's automatisch omgewisseld in de gewenste valuta. De internetbrokers Alex en Binck doen dit ook, met uitzondering van dollars. Daarvoor heeft een belegger standaard een speciale dollarrekening tot zijn beschikking, zodat hij of zij zelf het moment van omwisseling kan kiezen.

De brokers Lynx, Today's en TradersOnly maken gebruik van het Amerikaanse platform Interactive Brokers. Dit platform wisselt geen enkele valuta automatisch om. Een klant bij een van deze drie partijen heeft een zogeheten multivalutarekening, waar hij meerdere valuta's op kan aanhouden. Omwisselen van valuta's kan tegen 0,4 pip (0,004%), maar wel met een bepaald minimum. Voor de kleinere belegger kan het schelen valuta's op te sparen en in één keer om te wisselen, omdat het vaste bedrag dan maar één keer betaald hoeft te worden.

Let wel op. Als een belegger de betreffende valuta niet bezit en er wel een aankoop in doet, staat deze rood in de munt. Hier moet een klant van de broker debetrente voor betalen.

Bij DeGiro kan een belegger kiezen voor autoFX, waarbij valuta automatisch wordt omgewisseld. Dat kost 0,1 procent van de transactiewaarde. Zelf wisselen kan ook, maar dat is met een vaste fee van 10 euro + 0,02 procent over de transactiewaarde in de meeste gevallen minder voordelig.

TIJD VOOR VERANDERING

De valutakosten die banken en brokers rekenen voor handel in 'buitenlandse' aandelen blijken regelmatig een buitenproportionele last voor beleggers. Het valt eigenlijk niet uit te leggen dat deze kosten veel hoger kunnen uitvallen dan de kosten voor de transactie. Die uitleg geven brokers dan ook maar mondjesmaat.

Het wordt tijd dat zij hun klanten beter gaan informeren op dit gebied. Op zijn minst moeten ze beleggers voorafgaand aan de transactie laten zien welke wisselkoers wordt gebruikt. Eigenlijk is het ook niet meer dan normaal dat brokers bij iedere transactie laten weten hoeveel kosten een belegger moet betalen. Toezichthouder AFM benadrukt in een reactie het belang van duidelijke, evenwichtige en gemakkelijk toegankelijke informatie over de kosten van beleggen.

VALUTA- VERSUS TRANSACTIEKOSTEN

Uit het lood geslagen

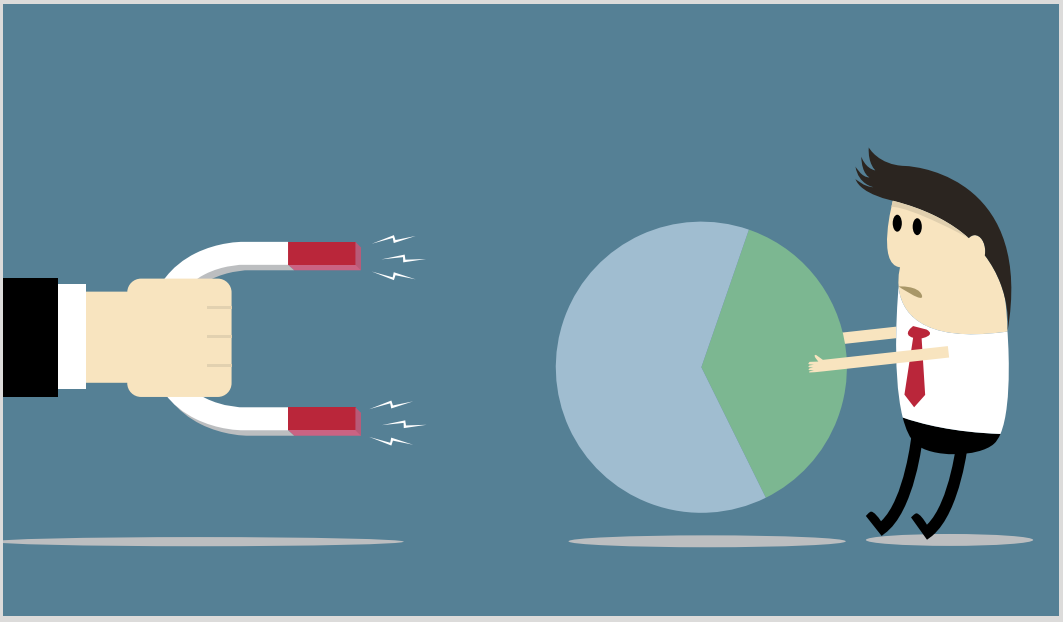
Met welke kosten moet een belegger rekening houden als hij in het buitenland belegt? We berekenden de valutakosten voor een transactie ter waarde van 1000 dollar (781,3 euro, bij de gehanteerde wisselkoers) en 5000 dollar (3906,5 euro). Vervolgens vergeleken wij dit bedrag met de reguliere transactiekosten die de brokers in rekening brengen. De percentages in de tabel onder ratio geven aan hoe beide kostenvormen zich tot elkaar verhouden. Bij de transactie van 5000 dollar valt op dat valutakosten bij de helft van de brokers (fors) hoger liggen dan de transactiekosten.

Uit het onderzoek blijkt dat, bij de toename van de transactieomvang, de valutakosten sterk stijgen voor klanten van ING, Saxo Bank, ABN Amro, Rabobank, Binck, Alex en DeGiro. Beleggers die bij deze banken grote beleggingsposities nemen in buitenlandse valuta, betalen hoge omruilkosten.

	Valutakosten 1000 dollar (781,3 euro)	Transactiekosten 1000 dollar (781,3 euro)	Ratio
ING	€ 7,00	€ 4,31	162%
Today's	€ 3,91	€ 3,91	100%
Saxo Bank	€ 3,90	€ 11,72	33%
ABN Amro	€ 3,90	€ 15,00	26%
TradersOnly	€ 3,50	€ 3,91	90%
Lynx	€ 3,13	€ 3,91	80%
Rabobank	€ 3,13	€ 11,17	28%
Binck	€ 1,56	€ 10,67	15%
Alex	€ 1,56	€ 11,95	13%
DeGiro	€ 0,78	€ 0,56	139%

	Valutakosten 5000 dollar (3906,5 euro)	Transactiekosten 5000 dollar (3906,5 euro)	Ratio
ING	€ 35,00	€ 5,56	629%
Saxo Bank	€ 19,53	€ 11,72	167%
ABN Amro	€ 19,50	€ 15,36	127%
Rabobank	€ 15,63	€ 15,86	99%
Binck	€ 7,81	€ 15,36	51%
Alex	€ 7,81	€ 19,77	40%
DeGiro	€ 3,91	€ 0,81	483%
Today's	€ 3,91	€ 3,91	100%
TradersOnly	€ 3,50	€ 3,91	90%
Lynx	€ 3,13	€ 3,91	80%

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 IK HEB OPTIES OP CORIO, HOE WORDEN DEZE AFGEWIKKELD WANNEER DE OVERNAME DOOR KLÉPIERRE DOORGAAT?

Ervan uitgaande dat de overname van Corio door het Franse vastgoedbedrijf Klépierre doorgaat, worden de optiecontracten aangepast. Dat gebeurt volgens de zogeheten ratiomethode.

Hierbij veranderen de onderliggende waarde van het contract en de contractgrootte met de ratio. Deze ratio is 0,87719, omdat Corio beleggers voor ieder aandeel 1,14 aandeel Klépierre ontvangen. De uitoefenprijs van de opties wordt vermenigvuldigd met de ratio en de contractgrootte wordt gedeeld door deze ruilverhouding. Eventuele afrondingsverschillen worden geldelijk verrekend.

Houdt u er wel rekening mee dat beleggers nog tot en met 7 januari 2015 hun opties op Corio kunnen uitoefenen. Daarna kunnen beleggers totdat de resultaten voor aanmelding van het bod bekend zijn, niet meer hun opties op Corio uitoefenen om nog aandelen te ontvangen. Gaat het bod immers door, dan hebben de opties betrekking op aandelen Klépierre, gaat het niet door, dan hebben de opties betrekking op aandelen Corio.

Voordat de overname is afgerond, staat er nog een dividend gepland. Het gaat om 1,03 euro per aandeel Corio. Doorgaans passen de optieprijzen zich aan een regulier dividend aan. Dat gebeurt in aanloop naar de ex-dividenddatum. Maar gaat het om een speciaal type dividend, dan past de optiebeurs van Euronext de optieseries aan. Gevolg is dat optiebeleggers bij een dividenduitkering geen voor- of nadeel ondervinden.

2 WELKE MOGELIJKHEDEN HEBBEN BELEGGERS DIE EEN KLACHT HEBBEN OVER HUN BANK OF VERMOGENSBEHEERDER?

Beleggers die een klacht hebben over hun bank of vermogensbeheerder moeten deze eerst neerleggen bij de betreffende partij. Deze moet op grond van de wet een zogeheten interne klachtenprocedure hebben en hen op de hoogte houden van de voortgang van de behandeling van hun klacht.

Wanneer de klachtenprocedure niet leidt tot een oplossing, staan twee andere opties open: de zaak voorleggen aan het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (Kifid) of aan de rechtbank. Denk er wel aan dat u uw klacht tijdig aanhangig maakt. Wel is door jurisprudentie in bepaalde gevallen de rechtspositie van de cliënt met een klacht op het punt van verjaring versterkt. En wanneer u in plaats van de duurdere rechtbankprocedure kiest voor de Kifid, controleert u dan of de betreffende bank of vermogensbeheerder hun oordeel als bindend accepteert.

Meer informatie over de Kifid? *www.kifid.nl*

3 ONLANGS HEEFT GENEBA, HET VOORMALIGE VASTGOEDFONDS HOMBURG, NIEUWE AANDELEN UITGEGEVEN VIA EEN CLAIM-EMISSIE. HET VASTGOEDFONDS HAD DAARVOOR GEEN TOESTEMMING GEVRAAGD VAN AANDEELHOUDERS. MAG DAT ZO MAAR?

Geneba haalde onlangs nieuw geld bij beleggers op om een aantal leningen te kunnen verversen en nieuw vastgoed aan te kopen. Normaal gesproken zijn aandeelhouders bij een beursgenoteerde NV bevoegd om over een dergelijke aandelenemissie te beslissen. Zij dragen gewoonlijk (een deel van) die bevoegdheid tijdelijk aan het bestuur over via een algemene aandeelhoudersvergadering of een bijzondere aandeelhoudersvergadering, zodat het bestuur zelfstandig beperkt extra aandelen kan plaatsen. In het geval van Geneba heeft het bestuur in zijn oprichtingsstatuten eerder dit jaar laten opnemen dat het in de eerste periode een beperkt aantal extra aandelen mag uitgeven zonder hiervoor toestemming te krijgen van aandeelhouders. Van deze mogelijkheid is eerder deze maand dus gebruikgemaakt en het bestuur kan dit opnieuw overwegen tot september volgend jaar.

Meer informatie: *veb.net/geneba*

Vragen of klachten over een fonds, bank of vermogensbeheerder? Mail naar beleggersservice@veb.net

De meeste beleggers huilen even uit na een zeperd en gaan dan over tot de orde van de dag. Frederik Vanhaverbeke zit anders in elkaar. Een aantal desastreuze beleggingen inspireerde de elektrotechnisch ingenieur tot een jarenlange studie naar de do's en don'ts van beleggen.

STAAN OP DE **SCHOUDERS** VAN TOPBELEGGERS

Achteraf kan Frederik Vanhaverbeke blij zijn dat hij naar zijn moeder heeft geluisterd, hoewel dat lange tijd anders leek. Moeder Vanhaverbeke stimuleerde haar net afgestudeerde zoon eind jaren negentig om in aandelen te gaan beleggen. "Het ging op dat moment erg goed op de beurs. Alle koersen spoten omhoog", zo herinnert Vanhaverbeke zich tijdens een gesprek in Brussel. Hij stapte vol in de technologie-aandelen en verloor binnen een paar jaar 80 procent van zijn inleg.

VANHAVERBEKE STAPTE VOL IN DE TECHNOLOGIE-AANDELEN EN **VERLOOR BINNEN EEN PAAR JAAR 80 PROCENT VAN ZIJN INLEG**

Uiteindelijk blijkt dat de aanleiding te zijn geweest tot het begin van een nieuw leven voor Vanhaverbeke. Hij combineerde zijn postdoctorale werk aan de Universiteit Gent met uitputtende bestudering in zijn vrije tijd van honderden boeken van en over topbeleggers.

Vier jaar geleden solliciteerde hij bij de Belgische bank KBC, waar hij sindsdien werkt op de obligatieafdeling. Zijn onderzoek naar succesvolle aandelenbeleggers heeft hij verwerkt tot een onlangs verschenen, Engelstalig boek met de veelzeggende titel *Excess Returns*. Vanhaverbeke vertelt graag over de lessen die hij heeft kunnen trek-

DE 15 MEEST VOORKOMENDE FOUTEN VAN BELEGGERS

Geen betere leerschool dan zelf fouten maken. Maar om fouten te herkennen, is het handig om hun bestaan te kennen. In zijn boek *Excess returns* beschrijft Frederik Vanhaverbeke vijftien fouten die het meest voorkomen onder particuliere beleggers. De fouten in het kort:

1. **Precies op de bodem willen instappen en op de piek willen verkopen. Topbeleggers zijn van mening dat koersuitslagen veel te willekeurig zijn om consistent goed te kunnen timen.**
2. **Winnaars verkopen om later goedkoper terug te kopen. Gevaarlijk omdat beleggers vaak te lang wachten met terugkopen waardoor zij niet meer kunnen profiteren.**

Beeld JENS MOLLENVANGER

ken uit zijn langlopende zelfstudie. Maar zijn ze ook nuttig voor andere particuliere beleggers?

Misschien maar meteen de moeilijkste vraag: kan iedereen een succesvolle belegger worden?

"Nee, maar ik denk wel dat iedereen zich tot op zekere hoogte kan ontwikkelen. Geduld en discipline zijn de belangrijkste eigenschappen van een topbelegger.

Als je mijn boek één keer leest, vind je het misschien interessant, maar de principes zullen snel vervagen als je het boek hebt weggelegd. Maar door heel veel boeken over superbeleggers te lezen, gaan de principes in je systeem zitten waardoor je tegendraads durft te handelen.

Bernard Baruch, een beroemde belegger in het begin van de twintigste eeuw, zonderde zich helemaal af van de buitenwereld als de beurs tegenzat. Hij bleef dan tegen zichzelf herhalen dat hij geduldig en gedisciplineerd moest blijven."

Is intelligentie van belang om goed te kunnen beleggen?

"Een belegger moet een jaarverslag kunnen lezen, een strategie evalueren en kunnen beoordelen of het management te vertrouwen is. Daarvoor hoef je geen genie te zijn. Belangrijker dan een hoog IQ is dat je de eigenschappen van succesvolle beleggers hebt. Je kunt nog zo intelligent zijn, maar als je niet geduldig bent en te weinig discipline hebt, zul je niet slagen als belegger.

Een mooi voorbeeld hiervan is misschien wel het grootste genie dat ooit geleefd heeft, Isaac Newton. De natuurkundige verloor teruggerekend naar vandaag drie miljoen dollar in de South Sea Bubble. Het verhaal gaat dat hij zijn entourage zelfs verbood om ooit nog de woorden South Sea uit te spreken."

Wat zijn de meest gemaakte fouten van beleggers?

"De grootste fout is dat beleggers onderschatten hoe moeilijk het is om de beurs te verslaan. Zo is het idee dat je perfect kunt timen onzinnig. Vrijwel alle topbeleggers erkennen dat het onmogelijk is om precies op de bodem in te stappen en precies op de top uit te stappen.

Beleggers handelen over het algemeen ook te veel en zijn vaak lui. Ze vinden het niet nodig om jaarrapporten te bekijken en varen blind op tips. Doordat ze weinig kennis van het aandeel hebben, zijn ze snel geneigd hun aandelen te verkopen bij onverwachte tegenvallers.

Een andere fout is dat veel beleggers een emotionele band krijgen met bepaalde aandelen in de portefeuille. Als een aandeel sterk presteert, raken ze eraan gehecht terwijl het tegelijkertijd duurder en duurder aan het worden is. De succesvolle oud-hedgefondsma-

3 **Verkopen van winnaars en verliezers aanhouden. Beleggers onderschatten vaak de kracht van winnaars die goed blijven presteren, terwijl verliezers moeite blijven houden om aandeelhouderswaarde te creëren.**

4 **Te veel handelen. Transactiekosten vreten het rendement aan. Zeker op de langere termijn.**

nager Michael Steinhardt verkocht om de zoveel tijd zijn hele portefeuille om dit soort voorliefdes voor bepaalde aandelen weg te nemen."

Zouden alle particuliere beleggers dit moeten doen?
"Het is een mooi voorbeeld, maar tamelijk extreem. Ik zou het liquideren van de hele portefeuille en opnieuw beginnen niet direct aanraden. Het risico bestaat ook dat je naar dezelfde aandelen gaat kijken bij het opnieuw opbouwen van de portefeuille.

Maar het idee dat je zoiets als wat de Engelsen 'tough love' noemen moet hebben ten opzichte van de aandelen in je portefeuille is belangrijk. Een goede belegger blijft altijd objectief naar zijn beleggingen kijken.

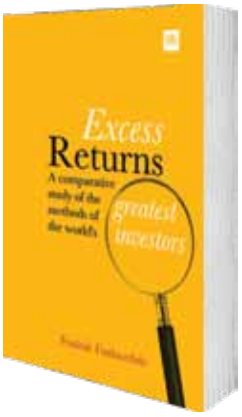
Topbeleggers zijn altijd op zoek naar bewijs dat hun visie over een belegging niet correct is. Zij praten bijvoorbeeld graag met short sellers (beleggers die inzetten op koersdalingen, red.) over de negatieve zaken die bij een bedrijf spelen. Maar het zit in het karakter van de meeste beleggers om juist op zoek te gaan naar verhalen die hun investment case ondersteunen."

De topbeleggers in uw boek hebben over het algemeen weinig verschillende beleggingen in portefeuille. Is dat verstandig?
"Alles hangt af van het kennisniveau van een belegger. Als je weinig weet van de bedrijven waarin je belegt, is het erg verstandig om goed te spreiden.

Legendes als Joel Greenblatt en Warren Buffett kennen de bedrijven waarin zij beleggen door en door en hebben relatief kleine portefeuilles. Deze beleggers zullen niet snel in paniek aandelen verkopen als er iets misgaat.

Naast kennis over aandelen moet je ook tegen schommelende koersen kunnen. Bij kleine portefeuilles is de impact als één aandeel onderuit gaat aanzienlijk. Daar moet je tegen kunnen."

ZIJN ONDERZOEK NAAR SUCCESVOLLE AANDELEN-BELEGGERS VERWERKTE VANHAVERBEKE TOT EEN ONLANGS VERSCHENEN, ENGELSTALIG **BOEK MET DE VEELZEGGENDE TITEL EXCESS RETURNS**



Hoe groot moet de portefeuille zijn?
"Joel Greenblatt heeft in zijn beleggingsboek *You Can Be a Stock Market Genius* opgetekend dat bij meer dan tien aandelen het voordeel van spreiden snel afneemt. Misschien is tien aandelen voor de meeste particuliere beleggers te weinig; twintig verschillende aandelen is volgens mij wel zo'n beetje het maximum. Bij meer aandelen kost gedegen onderzoek te veel tijd en kun je beter een fonds of een index-tracker te kopen."

Moeten Nederlandse beleggers ook buiten de landgrenzen beleggen?
"Warren Buffett heeft het grootste gedeelte van zijn leven alleen in de Verenigde Staten belegd. De in 2012 overleden waardebelegger Walter Schloss heeft zelfs nog nooit een aandeel buiten Amerika gekocht.

Natuurlijk hadden ze het voordeel dat hun thuisbasis de grootse aandelenmarkt van de wereld was. Nederlandse beleggers hebben minder keuze, maar zouden zich goed moeten kunnen redden met Europese en Amerikaanse aandelen. Ze hoeven echt niet naar China of

5 **Een aandeel kopen en vergeten ernaar om te kijken. Een bestudering van topbeleggers leert dat het bijhouden van de aandelenportefeuille extra rendement oplevert.**

6 **Emotioneel handelen. Veel beleggers verkopen in een marktcrash in paniek hun aandelen terwijl dit achteraf juist prima instapmomenten blijken.**

7 **In een aandeel blijven beleggen om je gelijk te krijgen. Een groot ego staat succes op de beurs in de weg. Het is verstandig een belegging te verkopen als het perspectief minder florissant is dan eerder aangenomen.**

8 **Wachten op een katalysator voordat je instapt. Veel beleggers wachten op een katalysator – bijvoorbeeld: bestuurswissel, verkoop van een divisie of overnameactiviteit – voordat zij in een aandeel stappen. Door dit wachten lopen ze rendement mis.**

India om mooie rendementen te behalen. Neem China. Daar zijn enorm veel schandalen geweest. Weinigen zullen op de hoogte zijn van de boekhoudregels en governance-regels in dat land. Een particuliere belegger heeft daar eigenlijk niets te zoeken."

'NEDERLANDSE BELEGGERS ZOUDEN ZICH GOED MOETEN KUNNEN REDDEN **MET EUROPESE EN AMERIKAANSE AANDELEN'**

Wie is uw favoriete topbelegger?
"Als ik Warren Buffett even buiten beschouwing laat, kom ik uit bij de Canadees Prem Watsa. Hij belegt op een iets andere manier dan Buffett omdat hij ook macro-economische ontwikkelingen meeweegt in zijn beleggingsbeslissingen.

Watsa durft tegendraads te zijn en belichaamt in mijn ogen alles wat een intelligente belegger is. Ik raad iedereen aan zijn aandeelhoudersbrieven te lezen. Die vind ik even leerzaam als die van Buffett."

In tegenstelling tot Watsa zien de meeste topbeleggers macro-economie als onnodige afleiding. Is dat een fout?
"In de laatste jaren hebben veel toppers moeten erkennen dat zij meer naar de algehele economie moeten kijken. De impact van de kredietcrisis op de portefeuilles van veel beleggers was zo aanzienlijk dat zij hebben aangegeven meer naar de macro-economie te kijken."

Sommige economen zijn van mening dat het superieure rendement van topbeleggers op puur toeval berust. Deelt u die mening?
"Alle topbeleggers zullen erkennen dat toeval een rol speelt bij beleggen. Maar om te zeggen dat het allemaal geluk is, gaat mij te ver.

Ten eerste valt op dat de beleggers die de beurs kloppen vrijwel allemaal dezelfde beleggingsprincipes toepassen, namelijk die van Benjamin Graham. Als de winnaars allemaal willekeurige beleggers zijn, dan zou er geen structuur kunnen zitten in de manier waarop de beurs wordt geklopt. Maar nu lijkt het aannemelijk dat deze beleggers iets doen dat waarschijnlijk werkt.

9 **Handelen met de fiscus in het achterhoofd. Door te veel op belastingregels te letten, kan een belegger juist irrationele beslissingen nemen op beleggingsvlak.**

10 **Een inferieure concurrent kopen. Beleggers vinden winnaars in een industrie vaak te duur en kopen lager gewaardeerde concurrenten. Maar vaak is er een reden voor de lagere waardering van deze aandelen.**

11 **Dubbeltjes en kwartjes. Beleggers leggen vaak een limietorder in om een aankoopprijs te krijgen die een paar dubbeltjes onder de huidige koers ligt. Voor het rendement op de lange termijn maakt dit centenwerk weinig uit.**

12 **Verkopen na aankondiging van een overname. Het loont vaak om nog even te blijven zitten na een overnamebod omdat er mogelijk nog een hoger bod kan komen van een een andere partij.**

NUTRECO'S AL TE VRIENDELIJKE OVERNAME

door Paul Frentrop

In de geschiedenis van corporate governance kennen we inmiddels ook het tegengestelde van de onvriendelijke overname: de al te vriendelijke overname. SHV belde op 19 september het bestuur van Nutreco en zei het bedrijf te willen overnemen. "Natuurlijk, graag, een goed idee", antwoordden Nutreco's directie en commissarissen. "We waren van plan als beursgenoteerde onderneming door te gaan, maar nu u het zegt: we werken veel liever voor u. Hoeveel zou u willen betalen? Veertig euro? Prima prijs. Evenveel als de koers een jaar geleden, maar 42 procent meer dan die van gisteren. Ja wij zeggen altijd dat we naar de lange termijn kijken, maar niet als we een overname beoordelen. Nee, we zullen niet onderzoeken of andere partijen meer willen bieden. Stel je voor. Die willen misschien de directie wel veranderen. En nee, u hoeft geen *standstill*-verklaring te tekenen. U mag alvast zoveel aandelen kopen als u wilt. Dan weten we zeker dat het door gaat. Mocht er toch een andere bieder komen, dan moet die minstens 8 procent meer bieden. Waarom? Ja dat weten we eigenlijk ook niet. Wij gaan daar niet over, maar we zeggen het gewoon. En hij moet wél een *standstill*-verklaring tekenen. Mocht de deal onverhoopt toch niet doorgaan dan geven wij u 25 miljoen euro, mevrouw Fentener. Waarom? Nou omdat u ons heeft gebeld. En omdat u heeft beloofd dat wij allemaal onze baan behouden, nadat u ons heeft overgenomen. Dankuwel. Wij gaan nu een gezamenlijk persbericht uitgeven en we vertellen met een stalen gezicht dat dit allemaal marktconform is."

Verbijstering alom toen de markt dit bericht las. Grote beleggers die geacht worden zich als langetermijnaandeelhouder op te stellen, realiseerden zich dat het management de onderneming uitverkocht. Als dat zomaar kan, dan heeft het voor pensioenfondsen weinig zin om een aparte Nederlandse portefeuille met 10 procent belangen aan te houden. Concurrent Cargill zou misschien ook wel willen bieden, mits dit familiebedrijf de boeken in mocht zien. Dat mocht Cargill natuurlijk niet, maar toen Nutreco SHV vertelde dat Cargill had gebeld, verhoogde SHV toch meteen z'n bod tot 44,50 euro oftewel 300 miljoen meer. De directie van Nutreco stond lelijk te kijk. Die had immers al besloten dat 40 euro een 'fair' bod was. Nou ja, 44,50 was dan natuurlijk nog veel 'fairder'. Zo is in de overnamepraktijk naast de 'opbelpremie' nu ook de 'nog veel fairderness opinie' geïntroduceerd. Mij lijkt dit wanbeleid.

Ten tweede is het trackrecord van veel van deze beleggers statistisch moeilijk te verklaren. De superieure rendementen zijn consistent door de tijd heen. Als je de rendementen opsnijdt in periodes van vijf jaar, zie je dat ze het structureel beter doen dan de brede beursindex.

Het derde en laatste punt is dat topbeleggers erg logisch te werk gaan. De *behavourial finance* (onderzoekveld dat het gedrag van beleggers onderzoekt, red.) laat zien dat er door het gedrag van beleggers prijsinefficiënties ontstaan die uitgebuit kunnen worden door intelligente beleggers."

'DOOR HET GEDRAG VAN BELEGGERS ONTSTAAN PRIJS-INEFFICIËNTIES DIE **UITGEBUIT KUNNEN WORDEN DOOR INTELLIGENTE BELEGGERS'**

Belegt u zelf?

"Ik beleg persoonlijk alleen in investeringsholdings en verzekeraars. Ik denk dat ik expertise heb opgebouwd om te evalueren of iemand een goede belegger is of niet. Ik beleg dus ook alleen in verzekeraars waarvan de portefeuille beheerd wordt door iemand waar ik vertrouwen in heb.

Aangezien het heel moeilijk is om alle risico's van een verzekeraar te doorgronden, is het in mijn ogen belangrijk om vertrouwen te hebben in de personen die het bedrijf runnen. Warren Buffett zegt dat ook. Wie zijn die mensen? Zijn ze te vertrouwen? En kunnen ze de markt verslaan? Ik beleg dus eigenlijk in beleggers."

Gaat dat goed?

"De rendementen zijn prima. Sinds 2005 houd ik het bij en ik doe het ongeveer 5 procent beter dan het beursgemiddelde. Ik probeer heel gedisciplineerd te blijven. De verleiding was bijvoorbeeld erg groot om in 2007 aandelen van de Fortis-bank te kopen. Het aandeel was toen onder boekwaarde genoteerd. Ik zei toen: ik beleg alleen in investeringsholdings en verzekeraars, de rest interesseert mij niet."

13 **Beleggen op oude informatie. Hier schiet een belegger weinig mee op omdat de kans groot is dat deze informatie al in het aandeel is geprijsd.**

14 ***This time is different.* Slimme beleggers geloven niet in nieuwe tijdperken waarin economische wetten uit het verleden niet meer van toepassing zijn.**

15 **Te veel aandacht voor de economie. De economie is te complex om te doorgronden.**

Bezoek aan ASML

Het is de absolute wereldleider op het gebied van chipmachines, de trots van de Nederlandse hightech-industrie en een van de beter presterende AEX-fondsen: ASML uit Veldhoven.

WAAR EN WANNEER?
Vrijdag **6 februari** in **Veldhoven**

PROGRAMMA?
13.30 uur Ontvangst

14.00 uur Presentatie door Rob van Vliet, Investor Relations Manager - *De rol van ASML in chipfabricage, groeikansen en marktomstandigheden, aangevuld met beeldmateriaal*

Afsluiting met drankje

➽ **Het programma duurt tot ca. 16.30 uur**

BINNENKORT OPENT ASML DE DEUREN VOOR BELEGGERS DIE LID ZIJN VAN DE VEB

AANMELDEN
Deelname aan het bedrijfsbezoek is gratis voor en voorbehouden aan VEB-leden. Reserveren is verplicht. U kunt zich aanmelden op www.veb.net/bedrijfsbezoek

Seminar portefeuillemanagement met ETF's

De VEB organiseert in samenwerking met Think ETF's en ALEX een seminar over het inrichten en beheer van een beleggingsportefeuille.

Veel beleggers denken dat zoveel mogelijk informatie over de markt automatisch tot rendement leidt. Dat ligt toch iets anders. Wie succesvol wil beleggen, heeft een beleggingsplan nodig en daarnaast kennis over financiële instrumenten. Tijdens dit seminar leert u hoe u uw eigen beleggingsplan opstelt. Daarnaast is er aandacht voor portefeuillebeheer. Uit welke componenten bestaat een goede portefeuille? Welke beslissingen moeteen belegger nemen en hoe analyseert hij of zij de markt? Deze en andere vragen worden beantwoord in het eerste deel van dit seminar. 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 **20 januari** in **Amsterdam**. De sessie start om **14:30 uur** en duurt tot **17:30 uur**.

AANMELDEN
Dit seminar is gratis voor leden, maar aanmelden is verplicht. Aanmelden kan via www.veb.net/seminarjanuari

VEB Beleggingsboek

HET BELEGGINGSBOEK DAT DE VEB JAARLIJKS IN NOVEMBER UITGEEFT, VERSCHIJNT DEZE KEER IN HET VOORJAAR VAN 2015.

In deze nieuwe uitgave zult u geen losse beleggingstips meer aantreffen, maar een scala van aantrekkelijke beleggingen die passen binnen de diverse beleggingsportefeuilles. We noemen het zelf voorlopig 'portefeuillebeheer met naam en toenaam'. Wij houden u op deze plek op de hoogte van de verschijningsdatum. Overigens kunt u ook komend jaar de actuele aandelenselecties bekijken die voldoen aan de strategieën van twaalf van 's werelds beroemdste beleggers. Die strategieën zijn beschreven in ons boek *"Twaalf formidabele beleggers wijzen de weg"* (te bestellen via **veb.net/formidabel**).

➽ **De favoriete Europese aandelen van legendes als Warren Buffett, John Templeton en Peter Lynch treft u via veb.net/formidabeletips**

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.

VEB ONDERZOEK

3 NIEUWE INITIATIEVEN VOOR BELEGGERS

Beleggen kan op duizend-en-een manieren. En daar kwamen er de laatste tijd nog een paar bij. Wij bekeken drie zeer verschillende initiatieven: BUX, ProBeleggen en het Value Investment Fund van Synvest.

1 BUX:
BELEGGEN ALS SPELLETJE

Voor de initiatiefnemers van BUX staat de lol voorop. BUX zegt te willen laten zien dat beleggen niet alleen geld kan opleveren, maar ook heel erg leuk en leerzaam is. BUX probeert mensen te trekken die altijd al geïnteresseerd waren in beleggen, maar het uiteindelijk niet deden omdat ze het te complex en te duur vonden.

Bij BUX kan worden belegd vanaf 35 cent per transactie. Voor een order tot 5.000 euro wordt 0,15 procent kosten gerekend. Daarmee is BUX voor Nederlandse aandelen bij kleine bedragen voordeliger dan prijsvechter DeGiro, dat 2 euro per transactie rekent, plus 0,02 procent van de onderliggende waarde.

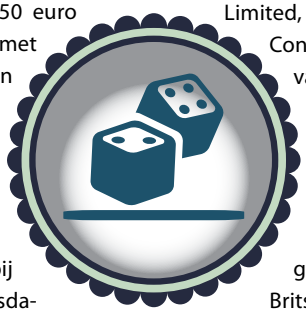
Voor 1000 euro aandelen Shell zou dus bij BUX 1,50 euro kosten (0,15% van 1000), een order waarvoor de belegger bij DeGiro 2,20 euro kwijt zou zijn en bij ING Bank 4,40 euro. Voor 1000 euro in Nederlandse aandelen betaalt u bij de meeste andere grootbanken al snel zo'n 10 euro aan provisie.

HEFBOOM

Bij BUX koopt men echter geen aandelen maar cfd's. Dat staat voor 'contracts for difference'. Een cfd is een contract tussen een koper en een verkoper waarbij de verkoper het verschil (difference) betaalt tussen de waarde van een onderliggend product bij aankoop en bij verkoop. Wanneer dit verschil negatief is (dus als de koers is gedaald) betaalt de koper aan de verkoper.

Cfd's zijn net als opties of turbo's derivaten waarmee beleggers kunnen inzetten op koersbewegingen. Beleggers in een cfd worden nooit echt eigenaar van de onderliggende stukken. Naast het lage transactietarief is een voordeel van cfd's dat er geen bied- en laatprijs (spread) is, zoals op de beurs. Cfd's worden verhandeld op de middenkoers.

Cfd's zijn ook met een hefboom te gebruiken. Bij BUX wordt die 'multiplier' genoemd. Investeer je bijvoorbeeld 250 euro in een aandeel met een multiplier van 3, dan wordt er voor 750 euro in dat aandeel belegd. Het verlies is dan hooguit 250 euro, want bij een scherpe koersdaling wordt de belegging door BUX afgewikkeld, zoals dat gaat bij een turbo wanneer de 'stop-loss' is geraakt. De transactiekosten worden overigens wel over die 750 euro gerekend. Bij veel aanbieders van cfd's wordt met zeer hoge hefbomen gewerkt. Bij BUX is de multiplier maximaal 5 bij individuele aandelen. Dat lijkt verstandig: ervaring en onderzoek wijzen uit dat beleggers die bij turbo's steeds de hoogste hefbomen opzoeken op de lange duur vrijwel altijd verliezen. Bij indices en valuta kan overigens voor aanzienlijk hogere multipliers worden gekozen.



VOOR SPIELEREI MET EEN BEPERKT BEDRAG IS BUX EEN LEUKE MANIER OM EENS MET DE HANDEL IN AANDELEN TE EXPERIMENTEREN. **VOOR ECHT BELEGGEN IS BUX MINDER GESCHIKT**

NIET AF

Net als bij turbo's worden bij cfd's rentekosten in rekening gebracht over het geleende bedrag. Bij BUX is dat de euribor-rente plus een opslag van 3 procent. Als een aandeel dat via een cfd wordt aangehouden dividend uitkeert, wordt dat gewoon doorgegeven.

Cfd's zitten niet zoals aandelen in een afgeschermd bewaarbedrijf, dus beleggers lopen tegenpartijrisico. BUX werkt samen met het Britse Ayondo Markets Limited, dat onder de Financial Conduct Authority (FCA) valt, de Britse financiele toezichthouder. Als BUX failliet zou gaan, is er niets aan de hand; als Ayondo omvalt, is de belegger aangewezen op de Britse variant van het depositogarantiestelsel, waarbij tot 50.000 pond verzekerd is.

BUX heeft een beperkt aanbod, in totaal worden contracten op 45 onderliggende waarden aangeboden: 32 individuele aandelen, voornamelijk in Nederland en de VS, 8 indices, 2 grondstoffen en 3 valutaparen.

De app die gratis te downloaden is, oogt bijna als een game, en zo lijkt het ook bedoeld. Voordat er met echt geld belegd kan worden, moet de deelnemer eerst een tijdje oefenen met virtueel geld ('funbux').

ONS OORDEEL

Het oordeel over BUX is gemengd. Dat de app veel op een game lijkt, zal een jonge doelgroep zeker aanspreken en het is beter dan de websites van de meeste aanbieders van cfd's, die meer aan casino's doen denken. Voor spielerei met een beperkt bedrag is BUX een leuke manier om eens met de handel in aandelen te experimenteren. Voor echt beleggen is BUX minder geschikt: het aanbod van onderliggende waarden is te beperkt.

➡ **Meer over BUX: www.getbux.com**

2 PROBELEGGEN:
MEEDOEN MET 'EXPERTS'

ProBeleggen biedt de mogelijkheid om samen te beleggen met een aantal geselecteerde experts. Dit zou leiden tot 'beter, verstandiger en met meer resultaat beleggen'. De belegger moet het zelf doen, maar heeft '24/7' toegang tot de portefeuilles van de experts, waarvan de transacties dus kunnen worden gekopieerd. Gemiddeld twee keer per maand ontvangt de belegger een bericht met uitleg over de beleggingen; als een expert een transactie doet, ontvangt men direct een mailtje of sms.

De belegger krijgt inzage in de analyses, marktvisies en privébeleggingsportefeuilles van de professionals, die allemaal 25.000 euro aan eigen geld beheren.

Er kan gekozen worden voor de twee oprichters van ProBeleggen, Jim Tehupuring en Albert Jellema, maar ook voor Jaap Koelewijn, Willem de Vocht, Michael Groenewoud, Luciano Westerveld, Jacob Schoenmaker en Victor Goossens. Eén professional volgen kost 99

cent per dag, drie kosten 1,59 euro per dag en voor 1,99 euro volgt u ze alle acht.

RENDEMENT

Zeven van de acht "Pro's" geven hun adviezen sinds juni. Het rendement van deze zeven experts varieerde (meetmoment eind november) van minus 13,4 procent voor specialist hefboomproducten Michael Groenewoud tot een fraaie plus van 7,5 procent voor de 26-jarige Willem de Vocht, die voor JP Morgan in Amerikaanse aandelen belegt. De Amerikaanse beurs steeg in diezelfde periode met 6 procent dus de nog wat onbekende De Vocht doet het beter dan de markt.

Van alle 'Pro's' worden rendement en risico bijgehouden. De belegger krijgt op de website helder inzicht in het behaalde rendement. Gemiddeld doen de experts het sinds 1 juni echter nog niet geweldig: nog net in de plus met 0,3 procent, in een periode waarin de AEX een paar procent opliep. Vier van de zeven experts houden de AEX niet bij. Uiteraard is die vergelijking niet helemaal eerlijk, want er wordt ook door sommigen deels in obligaties belegd.

ONS OORDEEL

Het voordeel van ProBeleggen is natuurlijk dat je er een beleggingsadviseur mee uitspaart. Voor maximaal 726,35 euro (1,99 x 365) kan de belegger de inzichten van acht experts aanhoren en zelf beslissen in welk advies hij meegaat en welk hij naast zich neerlegt. De orders kunnen dan bij een goedkoop platform worden uitgevoerd. Een adviseur bij de bank is al snel een stuk duurder en zit ook niet altijd goed.

➡ **Website:**
www.probeleggen.nl

HET VOORDEEL VAN PROBELEGGEN IS NATUURLIJK DAT JE ER EEN BELEGGINGS-ADVISEUR MEE UITSPAART

3 SYNVEST VALUE INVESTMENT FUND:
AFZETTERIJ IN NAAM VAN BUFFETT

'Beleggen volgens de filosofie van Warren Buffett', kopt de brochure van het Synvest Value Investment Fund die wij bij de post vonden. Het gaat om het nieuwste product van Synvest, dat beleggers al kennen van verschillende vastgoedbeleggingen waarmee tot nog toe eufemistisch gesteld gemengde resultaten worden geboekt. De VEB ontvangt regelmatig klachten van leden over fondsen van Synvest die slecht presteren of om onduidelijke redenen gesloten zijn of niet kunnen worden verkocht.

En nu gaat Synvest een aandelenfonds aanbieden dat belegt in de geest van... Warren Buffett. In het kort zou volgens Synvest de filosofie van Buffett erop neerkomen dat belegd wordt in 'aandelen van sterke bedrijven met een unieke marktpositie wanneer de beurskoers de werkelijke waarde van de onderneming niet reflecteert'. Nestlé en Coca-Cola worden als voorbeelden genoemd. Het klinkt mooi, maar het is natuurlijk makkelijker gezegd dan gedaan. Warren Buffett heeft inderdaad een flink belang in Coca-Cola, maar kocht dat vele jaren geleden voor een habbekrats. Je kunt ermee koketteren, maar daarmee ben je nog niet de plaatsvervanger op aarde van de bekendste belegger ter wereld. En ook niet die in Nederland.

Er wordt gestreefd naar 7 procent per jaar. Dat noemt Synvest zelf conservatief, want volgens de AFM doen aandelen gemiddeld 8,3 procent en moeten fondsen dat percentage vermelden als ze minder dan vier jaar bestaan.

DUUR

Maar over kosten wordt in deze brochure niet gerept. Ze zijn in ieder geval hoger dan het verschil tussen 8,3 en 7 procent. De essentiële beleggersinformatie op de website leert dat de doorlopende kosten voor dit fonds op maar liefst 2,19 procent per jaar komen en dat er een performance fee zal worden gerekend van 20 procent over het rendement dat boven de 8 procent uitkomt. Het is dus wel te hopen dat deze actieve managers de juiste keuzes maken, anders zal deze zware kostenlast fors op het nettoresultaat gaan drukken.

Dit fonds heeft nog meer nadelen: er is geen beursnotering, er kan slechts één keer per maand worden in- of uitgestapt. Verder heeft het management weinig ervaring en rekent Synvest ook nog instapkosten van 2 procent, als vergoeding aan de beheerder voor de marketing van het fonds. Tja, het is (nog) niet zo'n fonds dat zichzelf verkoopt, zoals Berkshire Hathaway.

De benchmark van het Synvest Value Investment Fund is de Amerikaanse S&P 500 index. Daar zijn tegenwoordig trackers op te krijgen waarvan de kosten een fractie zijn van deze nieuwkomer. Dat zou een betere keuze zijn.

ONS OORDEEL

Dit fonds is zo duur dat er eigenlijk maar één woord voor is: afzetterij. En dat in de naam van Warren Buffett, je moet maar durven.

Tekst DJAJA OTTENHOF & DAVID TOMIC

De vastgoedsector lijkt niets te hebben geleerd van de jaren voor de crisis, toen de prijzen ontspoorden. Deze pijnlijke conclusie trekt Dirk Anbeek als hij kijkt naar de prijsontwikkeling anno 2014.

14 VRAGEN AAN... WERELDHAVE-TOPMAN DIRK ANBEEK

Jaren van vastgoedmalaise hebben veel veranderd. Maar één ding is volgens Wereldhave-topman Dirk Anbeek nog hetzelfde: de vastgoedmarkt is nog steeds een overspannen markt waar de prijzen veel te hoog zijn. Toen Anbeek in 2012 aantrad als bestuursvoorzitter was Wereldhave in een crisis. Het vastgoedfonds moest dat jaar ruim 170 miljoen euro afboeken op zijn panden en zag zich genoodzaakt het dividend flink te verlagen. De nieuwe topman gooide het roer resoluut om. Het vastgoed in de VS, het Verenigd Koninkrijk en Spanje werd verkocht en de schuldpositie werd flink teruggebracht. Volgens planning zou Wereldhave halverwege volgend jaar zijn groeiplannen bekendmaken.

Die nieuwe start blijkt al dit najaar te zijn ingezet. Anbeek maakte in oktober bekend dat Wereldhave zes Franse winkelcentra koopt van Unibail-Rodamco. De topman heeft een appartementje in Parijs gehuurd waarvandaan hij zelf leiding gaat geven aan de uitbreiding in Frankrijk. Als deze stap slaagt, is het de opmaat naar verdere groei. Anbeek wil op de middellange termijn groeien naar 5 miljard euro aan vastgoed onder beheer, wat neerkomt op een ruime verdubbeling ten opzichte van de huidige situatie.

In veertien vragen licht Anbeek de opvallende keuze voor Frankrijk toe en geeft hij een inkijkje in de lessen die hij in 2012 heeft geleerd.

1 In Frankrijk ging dit jaar voor 21 miljard euro aan vastgoed over in andere handen, 10 procent meer dan in 2013. Doet u mee aan een nieuwe zeepbel?

"Wij hebben exclusief kunnen onderhandelen met Unibail. Ik denk dat als deze winkelcentra gewoon op de markt waren gekomen, we waren geschrokken van de prijs. Daarmee wil ik niet zeggen dat Unibail niet voor een goede prijs heeft verkocht. Er is nu al zoveel geld in de markt en 2015 lijkt nog extremer te gaan worden. Ik vraag me af of de sector iets geleerd heeft van 2006, 2007 en 2008. Het collectief geheugen in deze sector is heel kort. Een kanttekening daarbij is wel dat er in deze markt minder met schuld wordt gefinancierd dan in die jaren."

2 U zou eigenlijk pas over een halfjaar uw groeiplannen onthullen. Waarom heeft u dit versneld?

"Dat was een combinatie van zaken. De herstructureringsfase is afgerond en er staat nu een stabiele organisatie met sterk management. Dat bood ons de kans om serieus naar groeimogelijkheden te kijken als die zich zouden aandienen. Vanaf begin dit jaar kregen we van onze grotere investeerders de vraag waar we wilden gaan groeien en wanneer. Dit is het antwoord."

3 U wilt dat Wereldhave doorgroeit naar 5 miljard euro aan vastgoed onder beheer. Zit daar ook een wens van investeerders achter?

"We krijgen van aantal internationale, met name Amerikaanse, investeerders terug dat ze het Europees vastgoed heel gefragmenteerd vinden. Ze hebben liever een overzichtelijk lijstje van vijf tot tien partijen met een verschillend profiel waarin ze kunnen investeren. Wij willen een leidende partij worden voor middelgrote winkelcentra. Wil je ook op de lange termijn

aantrekkelijk zijn op de kapitaalmarkt en als werkgever dan denk ik dat we richting die 5 miljard euro zullen moeten gaan."

4 Waarom kiest u voor Frankrijk, een land dat toch geldt als zieke broeder van Europa?
"We willen vooral groeien in landen die op lange termijn stabiele vooruitzichten hebben. Frankrijk past daar goed in. Op de korte termijn zal het land hervormingen moeten doorvoeren, maar op lange termijn is het een prima economie om in te investeren. We hebben ook een heel grondige analyse gemaakt van de lokale situatie van deze winkelcentra. We betreden een andere sector in Frankrijk en dan onderzoek je de zaken extra intensief om zeker te weten dat je goed zit."

5 In een van de centra is maar 80 procent van de winkels verhuurd. Dat is veel minder dan de bezetting in de centra die Wereldhave al heeft. Waarom is dit toch een aantrekkelijke investering?
"Er staan vaak winkelcentra te koop met weinig opwaarts potentieel. Maar dit winkelcentrum in de Parijse voorstad Argenteuil heeft die potentie wel. Het is een wat armer gedeelte van de regio en daar moet het winkelaanbod op worden afgestemd. Daar moet je niet voor Zara en H&M gaan, maar voor Hema en New Yorker. Als we één of twee trekkers kunnen binnenhalen waar het lagere inkomenssegment op afkomt, dan komt de boel vanzelf op gang."

6 Het team dat het in Frankrijk moet gaan doen, is er nog niet. Heeft het project in Frankrijk daardoor een aanloopperiode?
"Onze insteek is om in 2015 de kasstroom uit deze centra stabiel te houden. De komende jaren loopt maar een klein deel van de huurcontracten af. Dat geeft ons de tijd om een nieuwe retailorganisatie op te bouwen. Daar zijn we nu mee bezig, maar we hebben nog geen mensen aangenomen. Ik denk dat het team er medio volgend jaar zal staan. We denken dat we de bezettingsgraden van de centra in 2016 en 2017 kunnen laten stijgen."

'IK BEN AANGENOMEN OM HET BEDRIJF EEN STAP VERDER TE BRENGEN. DAARVOOR MOETEN WE SOMS HEEL PIJNLIJKE BESLISSINGEN NEMEN'

7 Wat voor mensen zoekt u?
"Wij hebben liever mensen met een retailachtergrond dan met een vastgoedachtergrond, liever mensen met drive en ambitie dan mensen die alles al gezien hebben en liever mensen die graag internationaal samenwerken dan die niemand anders toelaten. Daar gaan we op selecteren."

8 De beste vastgoedman is, net als uzelf, een retailman?
"Ik zie steeds meer mensen met een retailachtergrond in het vastgoed. Christophe Cuvillier (topman; red) van Unibail-Rodamco komt bijvoorbeeld uit de retail. Ik kom van Albert Heijn en ben commissaris bij Dirk van den Broek. Toen ik net was begonnen in het vastgoed kwam ik tot de conclusie dat een winkelcentrum gewoon een grote supermarkt is. Alle onderdelen moeten bij elkaar passen, er moet een goede mix van producten zijn en een bepaalde sfeer hangen. Vanuit die optiek benader je vastgoed heel anders dan als je denkt 'we hebben een paar stenen en verhuren units'."

9 U doet voor deze overname een beroep op beleggers. Het aantal aandelen neemt met bijna tweederde toe. Moeten aandeelhouders erop rekenen dat ze nog een keer om extra geld wordt gevraagd als het bedrijf verder groeit?
"Voordat we weer een grote stap gaan doen, moeten we eerst bewijzen dat we in Frankrijk kunnen groeien. Wij moeten een heel solide bedrijf zijn dat verantwoordelijk met het geld van de aandeelhouders omgaat. We gaan niet in een keer van 2 naar 3 miljard euro eigen vermogen. Volgend jaar doet zich misschien de kans voor om een winkelcentrum in Nederland of België te kopen, en dan zouden we dat kunnen financieren met een onderhandse plaatsing van aandelen. Stel dat Frankrijk heel goed gaat en we kiezen ervoor om wel naar een nieuw land te gaan, dan sluiten we niet uit dat we weer een claimemissie doen."

10 Vorig jaar probeerde u een pakket converteerbare obligaties uit te geven. Dat mislukte toen. Dit voorjaar lukte het wel. Wat ging er mis en wat heeft u hiervan geleerd?
"Ik denk dat de belangrijkste factor

Foto FERDY DAMMAN/ANP

de slechte timing was. Eind vorig jaar kwam er een grote golf aan converteerbare obligaties op de markt. Achteraf bleek dat wij aan het eind van die golf kwamen. Investeerders hebben een bepaald bedrag om te herinvesteren en dat was opgebruikt. Dan is in een keer de vraag weg. Dat is voor mij een belangrijk leermoment geweest. Het blijkt dat het belangrijk is om zelf heel kritisch mee te sturen. Je moet de professionals die de markt kennen respecteren, maar ook zelf altijd een eigen mening vormen en daarover continu in gesprek gaan. Dat hebben we dit voorjaar ook heel sterk gedaan en dat doen we nu met de claimemissie ook."

11 U zei onlangs dat u 'hard op de inhoud, zacht op de relatie bent'. In de herstructurering zijn veel mensen vertrokken. Past 'hard op de inhoud en dus op de relatie' niet beter bij u?

"Ik ben aangenomen om het bedrijf een stap verder te brengen. Daarvoor moeten we soms heel pijnlijke beslissingen nemen. Als een bedrijf professionaliseert, kan een aantal mensen daar wel in mee en een aantal niet. Bij beoordelingen en coaching probeer ik mensen duidelijk te maken wat ik van ze verwacht en welke stappen ze moeten zetten. Als dan blijkt dat het toch niet gaat, moet je afscheid nemen. Ik heb geleerd dat met open en eerlijke communicatie de relatie toch nog goed kan blijven en dat het mensen uiteindelijk zelfs een stapje verder kan helpen, hoewel het op korte termijn een hard gelag is."

12 Ligt de lat voor werknemers nu hoger dan toen u aantrad?

"Laat ik het zo zeggen, de lat moet ieder jaar hoger liggen. De ambitie moet zijn om dit bedrijf ieder jaar verder te verbeteren. Een hoogspringer die aan het trainen is, zal nooit hoger springen als hij de lat lager legt. Het betekent in ons bedrijf dat de meeste mensen zich hopelijk zullen doorontwikkelen zodat ze mee kunnen, maar dat helaas ook mensen afvallen."

13 U werd in 2009 bestuurslid bij Wereldhave. In 2012 moest in totaal 170 miljoen worden afgeschreven op het vastgoed in de VS en het Verenigd Koninkrijk. Heeft u zien aankomen dat de waarderingen niet goed waren?

"Nee, dat kwam voor mij ook als een verrassing. De taxaties waren gedaan door professionele partijen. Het is duidelijk dat we bij iedere taxatieronde stevig in dialoog moeten met onze taxateur. Dat is uiteindelijk een adviseur en het blijft een advies, het is onze verantwoordelijkheid dat de juiste waardes in de boeken staan."

14 Had u in de tijd dat u alleen bestuurslid was niet eerder en harder willen ingrijpen?

"In een bestuur ben je het natuurlijk niet altijd met elkaar eens, maar ik loop niet weg voor de keuzes die we toen hebben gemaakt. We hebben in die tijd al een aantal stappen gezet waarmee we meer focus kregen. We kozen er onder meer voor om per land maximaal in één sector actief te zijn. De draai die we in 2009 al hadden ingezet, is versneld door de tegenvallers in Amerika. Achteraf was 2012 een goed moment om drastisch in te grijpen. Ik denk dat we er nu prima voor staan om een van de beste beursgenoteerde vastgoedpartijen te worden."

Beleggen in een mixfonds betekent in één keer beleggen in tientallen aandelen en obligaties. Maar hoe presteren mixfondsen en hoe kies je uit het overweldigende aanbod aan mixfondsen de juiste? Wij analyseerden vier goedkope, Nederlandse mixfondsen die het ingelegde geld van beleggers ongeveer gelijkmatig verdelen over de categorieën aandelen en obligaties.

VERSCHILLENDE SMAKEN

IN NEUTRALE MIXFONDSEN VERGELEKEN

MIXFONDSEN IN HET KORT

- Beleggen in mixfondsen kan op een actieve en een passieve manier.
- Bij actief beheer bepaalt een fondsmanager de weging tussen vermogenscategorieën als aandelen en obligaties en selecteert hij de effecten waarin belegd wordt.
- Bij passief beheer volgt het fonds de gekozen asset-mix van een index (benchmark).
- Een voordeel van passieve mixfondsen is dat ze relatief lage jaarlijkse kosten rekenen.
- Een nadeel van passieve fondsen is dat beheerders van deze fondsen niet kunnen 'bijsturen' als de beurzen dalen om zo de schade beperkt te houden.
- ING Dynamix III en SNS Optimaal Oranje zijn actieve mixfondsen; de hier besproken Think Total Market SNS Profiel Oranje beleggen (deels) passief.

Wat is de perfecte verhouding tussen aandelen en obligaties in een beleggingsportefeuille? De Amerikaan Harry Markowitz besteedde zijn halve carrière aan de zoektocht naar de optimale beleggingsportefeuille. Het leverde hem zelfs een Nobelprijs op. Maar als het om zijn eigen pensioen ging, liet Markowitz zijn complexe modellen links liggen. Hij stak de helft van het geld in aandelen en de andere helft in obligaties. Hij wilde niet het risico lopen een verkeerde keuze te maken.

Beleggers die hun portefeuille graag op zo'n 50/50-manier willen beleggen, kunnen hun hart ophalen. Het aanbod aan fondsen is enorm. Wij vergeleken vier mixfondsen van Nederlandse aanbieders waarbij het geld van beleggers min of meer gelijkmatig wordt verdeeld tussen obligaties en aandelen, soms aangevuld met wat vastgoed. Ondanks vrijwel gelijke uitgangspunten zijn de verschillen tussen de verscheidene mixfondsen aanzienlijk.

RENDEMENTEN VERGELEKEN

De rendementen liggen het afgelopen jaar niet ver uit elkaar. De etf van Think blijft wat achter, maar is door zijn focus op Europa minder goed te vergelijken met de drie andere mixfondsen. Sinds november 2013 zijn de prestaties van het mixfonds van SNS het beste. Het zal helpen dat de kosten laag zijn.

Periode	Sinds	ING Dynamic Mix Fund III	SNS Optimaal Oranje	Think Total Market ETF Neutral	SNS Profiel Oranje
3 jaar	18-11-2011	42,8%		38,2%	
Ruim 1,5 jaar	22-2-2013	21,5%		20,9%	19,5%
1 jaar	15-11-2013	11,2%	11,4%	8,5%	11,7%

Per 21 november 2014 bron: Bloomberg

1

ACTIEF

ING DYNAMIC MIX FUND III

ISIN-code: **NL0000293165**
Kosten (lopende kosten): **0,60%**

HOE EN WAT?

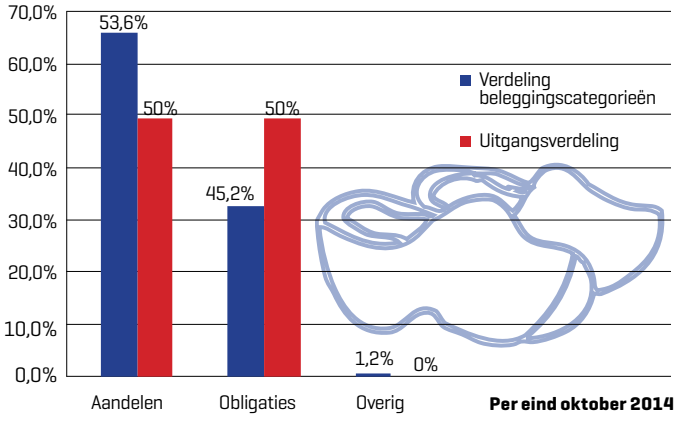
De ING-Dynamic mixfondsen hebben in het verleden een goede reputatie opgebouwd. De fondsen, vijf in totaal, onderscheidden zich afgelopen jaren in beleggingsstijl en boekten behoorlijke rendementen. Mixfonds nummer III is in principe bedoeld voor de neutrale belegger en belegt in eerste aanleg 50/50 in aandelen en obligaties. Beleggers die meer informatie willen over het fonds komen bedrogen uit. De informatie die ING in een maandelijkse factsheet publiceert was verre van compleet. De verdeling tussen aandelen en obligaties waren zowel in het maandbericht op de website van de beheerder (ING IM)) als op het online-beleggingsplatform FitVermogen onjuist. Na wat belletjes blijkt dat eind oktober ruim 53 procent van het geld van beleggers in aandelen zat en 45 procent in obligaties. ING blijft hiermee binnen de maximale afwijking van 10 procentpunt voor beide beleggingscategorieën. In welke regio's en sectoren het mixfonds precies belegt, is lastig te achterhalen. Het halfjaarverslag biedt wat aanknopingspunten. De fondsmanagers lijkt te beleggen in losse obligaties en ruim twintig ING-fondsen, variërend van het ING Noord-Amerika fonds tot het ING Financials fonds. Door te beleggen in ING-fondsen blijft het vermogen in eigen hand; geen ongebruikelijke werkwijze in de fondsenindustrie. De toegevoegde waarde van dit ING Dynamic Mix Fonds moet vooral komen uit de gekozen verhouding tussen aandelen en obligaties en de keuze voor extra investeringen in bepaalde regio's of sectoren: meer of minder in de VS bijvoorbeeld en veel of weinig beleggen in financiële instellingen?

PRESTATIES EN RISICO'S

Het fonds is de afgelopen jaren een van de beter presterende onder de wereldwijd beleggende, neutrale mixfondsen. Vorig jaar en dit jaar tot nu behoorde het zelfs tot de 10 procent meest rendabele mixfondsen in zijn soort.

Toch weet het fonds de vergelijkingsindex, een combinatie van een obligatie-index van Barclays en een aandelenindex van Morgan Stanley, niet te verslaan. Het fonds steeg de afgelopen drie jaar met 40 procent in waarde, tegenover 45 procent voor de index.

Een deel van die achterblijvende prestaties is terug te voeren op de jaarlijkse kosten, die 0,6 procent van het ingelegde beleggingsgeld bedragen. Het risico van dit fonds is klein door de spreiding over veel verschillende aandelen en obligaties.



WAAROM BELEGGEN IN DIT MIXFONDS?

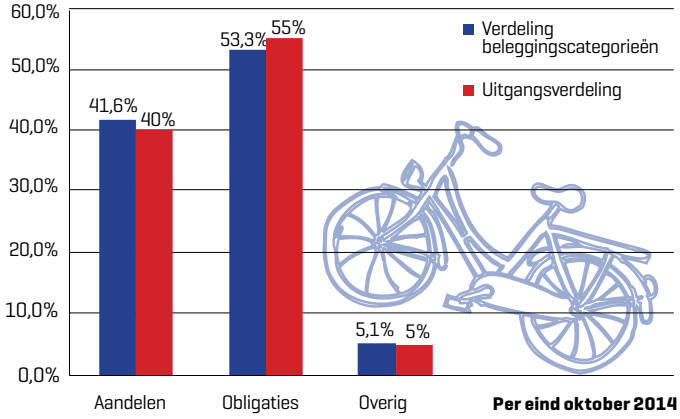
Het ING Dynamic Mix Fund III presteert als een van de betere onder de neutrale mixfondsen en is met 0,6 procent aan jaarlijkse kosten niet duur.

Het is echter storend dat het actieve mixfonds niet laat zien waarom het afwijkt van zijn neutrale weging van 50/50 aandelen/obligaties. De informatie aan beleggers moet een stuk beter.

2 ACTIEF

SNS OPTIMAAL ORANJE

ISIN-code: **NL0010579165**
Kosten (lopende kosten):
0,58%



HOE EN WAT?

In beginsel belegt het SNS Optimaal Oranje-mixfonds 55 procent van het toevertrouwde beleggersgeld in obligaties (uitgegeven in euro's), 40 procent in aandelen van over de hele wereld en 5 procent in Europese vastgoedaandelen. De fondsmanagers mogen volgens het eigen mandaat binnen elke categorie maximaal 5 procentpunt afwijken van die uitgangssituatie, naar boven en naar beneden. Van die mogelijkheid maakt het fonds op dit moment nauwelijks gebruik.

Per productcategorie en regio is op de website terug te vinden hoe de selectie tot stand komt. De uiteindelijke portefeuille met aandelen en obligaties is moeilijker vindbaar, maar is via via wel op te sporen. Dit mixfonds belegt in andere fondsen van SNS en daar is de informatie makkelijker vindbaar.

Zo wordt ruim 53 procent van het geld van beleggers geïnvesteerd in het SNS Euro Obligatiefonds dat vooral investeert in staatsobligaties uit Italië, Duitsland en Frankrijk. Het aandelengedeelte (41,6 procent) wordt voor driekwart belegd in Europa en de VS.

PRESTATIES EN RISICO'S

Ook het SNS Optimaal Oranje-fonds weet goed mee te komen met vergelijkbare mixfondsen uit de sector. Dit jaar behoren de beleggers zelfs tot de beste 5 procent. Desondanks blijft het fonds achter bij de eigen vergelijkingsindex. Waar dat door komt, is moeilijk te achterhalen. SNS publiceert er in ieder geval niet over.

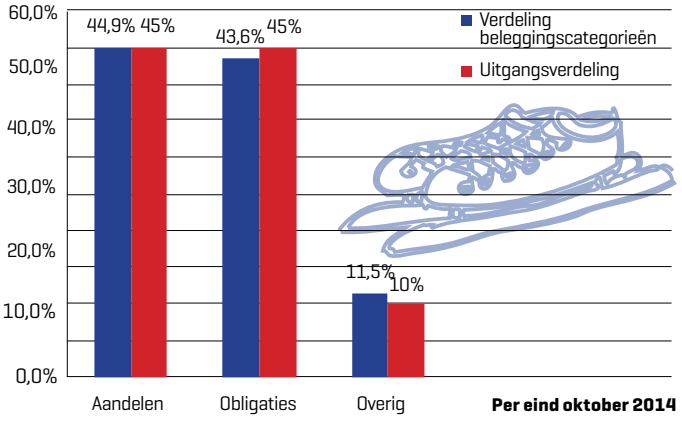
WAAROM BELEGGEN IN DIT MIXFONDS?

Bij het SNS Optimaal Oranje fonds betalen beleggers wat extra ten opzichte van het SNS Profiel Oranje fonds. Dit komt door het actieve beheer van aandelen en vastgoed. Beleggers die dat niet zien zitten moeten een kijkje nemen op de volgende pagina.

3 PASSIEF

THINK TOTAL MARKET UCITS ETF NEUTRAAL

ISIN-code: **NL0009272772**
Kosten (lopende kosten):
0,66% Vanaf eind '14: 0,4%



HOE EN WAT?

Ook Think Capital, onderdeel van Binck Bank, heeft een neutraal mixfonds. Het gaat hierbij om een passief fonds, een etf, dat zo nauwkeurig mogelijk een zelfgekozen index volgt. Deze index is door Think zelf ontwikkeld en bestaat uit een beperkt aantal titels. Waar andere mixfondsen nog weleens in honderden aandelen en obligaties beleggen, houdt Think het beperkt. In de portefeuille is maar plaats voor zestig onderliggende effecten: tien obligaties en vijftig aandelen. In het obligatiegedeelte zitten twee grote obligaties uit elk van de landen Frankrijk, Duitsland, Nederland, Spanje en Italië.

In het aandelengedeelte zijn het de grootste bedrijven uit Frankrijk, Duitsland, Nederland, Spanje, Italië, Portugal en België. Bovendien bestaat een tiende uit vastgoedaandelen zoals Unibail-Rodamco, en de Franse spelers Klépierre en Foncière des Régions.

PRESTATIES EN RISICO'S

Of het etf precies doet wat hij moet doen, het volgen van de index, is lastig te bepalen. De rendementen van het mixfonds op de website van Think zijn inclusief ontvangen dividenden en coupons; voor de index staan alleen de prijsbewegingen. Maar het lijkt erop dat het etf zijn werk goed doet. Het verschil in rendement is de afgelopen jaren elk kalenderjaar zo'n 3 procent in het voordeel van het etf en dat zijn plausibele dividend/coupon betalingen voor Europese aandelen en obligaties.

De risico's binnen het fonds zijn niet bijzonder groot, hoewel het niet vaak voorkomt dat 45 procent van de portefeuille is belegd in maar tien obligaties uit vijf landen. De geselecteerde landen hebben gelukkig wel allemaal een (redelijk) goede kredietwaardigheid.

WAAROM BELEGGEN IN DIT MIXFONDS?

Beleggers die op zoek zijn naar een overzichtelijk mandje kunnen het Think Total Market fonds zeker eens bekijken. Het fonds biedt beleggers een sterk gefocuste portefeuille tegen een nu nog relatief hoog kostenniveau van 0,66 procent. Dat is pittig voor de doorgaans lage kosten-vehikels die etf's zijn. Vanaf 2015 zullen de kosten lager worden: 0,4 procent. Dat maakt het fonds wat aantrekkelijker, want met 0,66 procent liggen de kosten hoger dan bij de actieve concurrenten.

4 PASSIEF

SNS PROFIEL ORANJE

ISIN-code: **NL0010364477**
Kosten (lopende kosten):
0,30%

HOE EN WAT?

Het SNS Profiel Oranje is voor ongeveer de helft hetzelfde als het hiervoor beschreven SNS Optimaal Oranje-fonds. Het obligatiedeel van dit fonds wordt op een actieve manier belegd in obligaties uit de eurozone. De rest van de portefeuille zit in goedkope indexfondsen van Actiam (voormalig SNS) zelf, maar ook in indexfondsen van de grote Amerikaanse vermogensbeheerder Vanguard. De Amerikaanse beleggers investeren voor het fonds in opkomende markten; de andere beleggingsregio's bestiert Actiam zelf.

De structuur maakt het voor de belegger vrij lastig om te achterhalen waar nu precies in wordt belegd, maar het komt erop neer dat het geld van beleggers uiteindelijk in honderden aandelen en obligaties zit.

Het is handig om te weten dat SNS verantwoord investeert in zijn mixfonds, maar als referentie-index wel een gewone benchmark gebruikt. Het is hierdoor goed mogelijk dat de prestaties wat afwijken van de index, omdat bedrijven die het te bont maken op het gebied van bijvoorbeeld milieu niet worden opgenomen in het fonds.

PRESTATIES EN RISICO'S

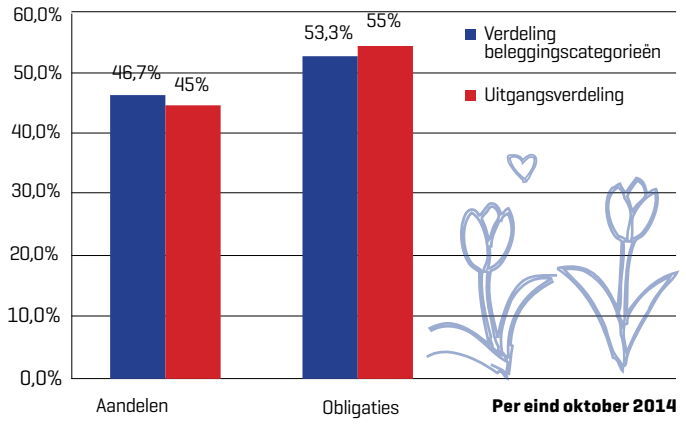
Het SNS Profiel Oranje-fonds kent een korte historie. Sinds de start in februari 2013 houdt het fonds de index goed bij. Het rendement was met ruim 19 procent goed, maar moest in deze korte periode het etf van Think en ook het mixfonds van ING nipt voor laten gaan.

De risico's binnen het fonds zijn te overzien. Er wordt in veel bedrijven en obligaties belegd, waardoor een belegger blootstelling aan de markt heeft en meedeint met de grillen van de markt.

WAAROM BELEGGEN IN DIT MIXFONDS?

Een goedkoper neutraal mixfonds is er waarschijnlijk in Europa niet te vinden. De jaarlijks terugkerende kosten, waarin de beheervergoeding zit, maar bijvoorbeeld niet de transactiekosten, is met 0,3 procent laag, helemaal omdat het obligatiegedeelte actief beheerd wordt.

Het is alleen jammer dat beleggers hun best moeten doen om uit te vinden in welke aandelen en obligaties de beheerders nu precies beleggen.



COLUMN Wouter Weijand is fondsmanager bij BNP Paribas

STERREN STRALEN OVERAL

door Wouter Weijand

Een nieuwe ster is geboren. Hij wijst ons beleggers de weg. Het gaat over de wonderbaarlijke vermenigvuldiging. Het geloof is heilig en het nieuws is groot. *Das Kapital* revisited, of zoiets. Het wordt altijd maar méér en het is niet eerlijk, dat sowieso. En daar moeten we nu snel iets aan gaan doen. Precies ja, sparen en beleggen, dat levert meer op dan alleen maar werken, vooral als je veel verdient en goed belegt. Zeker vergeleken met diegenen die weinig verdienen en weinig (kunnen) sparen en beleggen. Wie had dat gedacht?

In 2008 en 2009 juichten dit soort economen dat de beurscrash voor een fantastische nivellering zorgde. Nu is er natuurlijk verdriet om het geweldige koersherstel, dat sterk denivellerend werkte. Bah, wat vervelend. Zoals zo vaak is de oplossing van dit 'probleem' natuurlijk een hogere vermogensbelasting. Kregen we trouwens ooit iets terug van de fiscus toen bleek dat ons vermogen fors terugviel? Nee, soms lijkt de beloning van de fiscus wel op die van een hedgefondsmanager...

En natuurlijk, sommige Tweede Kamerleden hingen aan zijn lippen. Dit was het moment om de wereld te veranderen. Dat gaat als volgt. We pakken die miljonairs flink aan: in plaats van 1,2% laten we ze gewoon 2,5% aftikken. Rekent u mee hoe dat eruitziet. Stel, je renteniert met 3 miljoen euro. Je bent al oud en mag van je vrouw en je bank en de AFM in jouw risicoprofiel niet veel risico's meer lopen. Je belegt voor 70% in obligaties, voor 20% in aandelen en 10% zit in je cash. Die obligaties renderen gemiddeld 0,6%, de aandelen 2,5% en voor cash ga je binnenkort de bank betalen. Met een beetje geluk haal je een inkomen van 1% uit die 3 miljoen euro, net genoeg om de *fee* van de bank te betalen. Resteert de zekerheid van -2,5%, 75 mille, als jaarlijks kerstgeschenk voor de fiscus. Plus de inflatie natuurlijk, exclusief koersresultaat op aandelen en de toekomstige verliezen op obligaties. Ik schat dat -5%, dus -1,5 ton, makkelijk haalbaar is. Wat zal Piketty gelukkig zijn!

Ook pensioenfondsen draaien zoals u weet Piketdiensten om bovenstaande asset-mix, liefst met een nog wat langere obligatieportefeuille, te kunnen bereiken. Voor hen geldt nog geen belasting: natuurlijk, publiek geld is veilig, alleen privaat geld is zondig. Daarom is die belasting ook zo geweldig: die tovert privaat geld immers om in publiek geld. Ja, die Piketty is gewoon een ster. En stralen doet-ie, werkelijk overal!

Nederlandse beursfondsen bleken ook dit jaar een geliefde overnameprooi. Maar willoze slachtoffers zijn het zeker niet. De meeste ondernemingen weten zich flink beschermd tegen mogelijke overnemers. Een overname tegen wil en dank is daardoor gedoemd te mislukken.

VEB ONDERZOEK

NEDERLANDSE BEURSFONDSEN

STEVIG BESCHERMD TEGEN OVERNEMERS

Tekst JASPER JANSEN & DAVID TOMIC

Een beursgenoteerd bedrijf staat eigenlijk permanent te koop. De beurskoers geeft daarbij in beginsel aan welke dagprijs beleggers plakken op een onderneming. Als een partij – een sectorgenoot of investeringsmaatschappij – meent dat er meer uit een onderneming te halen valt onder hun zeggenschap, dan kunnen ze eigenaar worden door een aantrekkelijk bod te doen op de aandelen van dit bedrijf. Als aandeelhouders dit bod, normaal gesproken hoger dan de beurskoers, voldoende achten dan kunnen ze hun aandelen verkopen en wisselt het bedrijf van eigenaar.

Tot zover de theorie, want in de praktijk kunnen ondernemingen allerhande beschermingsmaatregelen in stelling brengen om buitenstaanders te weren, zo blijkt uit ons onderzoek naar beschermingsconstructies van de 66 grootste beursgenoteerde bedrijven. Ze blijken vrijwel allemaal een mogelijkheid te hebben om ongewenste kopers de deur te wijzen.

DAMRAK NOG ALTIJD GOED BESCHERMD

Sinds de invoering van de code-Tabaksblat voor goed ondernemingsbestuur in 2004 hebben veel ondernemingen langzaamaan hun beschermingsconstructies afgebroken.

Maar er is nog altijd een handvol onneembare vestingen. Bodemonderzoeker Fugro en krantenconcern TMG voeren die lijst aan. Zij zijn uitgerust met vijf van de zeven verdedigingswallen. Een vijandig bod heeft geen schijn van kans. Ook Arcadis, TKH en Brill zijn goed beschermd.

Bedrijven als Reed Elsevier, Vast-Ned Retail en Beter Bed behoren tot de minst beschermde fondsen. Ook Shell zou zo van de beurs geplukt kunnen worden, maar de enorme beurswaarde van 180 miljard euro blijft de beste bescherming.

IN PLAY

Sinds de machtstrijd om ABN Amro in 2007 was de publieke discussie over nut en noodzaak van afweermechanismen niet zo fel als de laatste twee jaar. ABN Amro is in die discussie opnieuw van de partij. De voormalige financiële grootmacht, nu in handen van de Nederlandse Staat, wordt klaargestoomd voor een rentree op de beurs. Topman Gerrit Zalm liet onlangs doorschemeren dat de bank terugkeert mét beschermingsconstructies.

Ook bij de recente interesse van de Zuid-Afrikaanse bierbrouwer SABMiller in Heineken kwa-

WELKE BESCHERMINGSCONSTRUCTIES ZIJN ER EN WIE GEBRUIKT ZE? **ZIE HET KADER "ZEVEN KEER BESCHERMD OP PAGINA 33**

men beschermingsconstructies ter sprake. Charlène de Carvalho heeft als erfgenaam van de familie Heineken een veto over een mogelijke verkoop. Als ze, zoals ze onlangs liet weten, Heineken in de familie wil houden, dan heeft geen enkele partij een schijn van kans. Een getrapte constructie zorgt ervoor dat de minderheidsaandeelhouder De Carvalho een controlerend belang heeft in 's werelds derde bierbrouwer. Tot een openlijke overnamestrijd zal het daardoor niet snel komen.

Dat lag anders bij KPN, het telecombedrijf dat zich lange tijd onaantastbaar waande voor geïnteresseerde overnemers. Door forse dividendbetalingen en inkoop van eigen aandelen meende het bedrijf de koers op een dusdanig hoog niveau te kunnen houden dat interesse van buiten te duur zou blijken.

Maar vanaf 2012 was van die hoge beurskoers weinig meer over. Een dalende omzet, afkalvende winsten en te veel schulden hadden KPN in het nauw gedreven.

Zonder de tussenkomst van de bevriende beschermingsstichting had het Mexicaanse América Móvil (AM) van de Mexicaanse miljardair Carlos Slim nu de dienst uitgemaakt bij KPN. Een bevriende stichting moest het prioriteitsrecht in stelling brengen om KPN te beschermen. Via deze optie kon de stichting voor relatief weinig geld veel zeggenschap uitoefenen. Ook de prefstichtingen bij andere beursfondsen hebben deze mogelijkheid. Als de nood aan de man is, bouwt een stichting tijdelijk een muur rond het bedrijf.

De Mexicanen staakten door de inmenging hun poging, maar hebben nog altijd bijna 25 procent van de KPN-aandelen en twee zitjes in de achtkoppige raad van commissarissen. Dat is een beschermingswal op zichzelf. Mogelijke andere geïnteresseerde partijen zullen hoe dan ook eerst zaken moeten doen met AM.

NIET KANSLOOS

Nederlandse beursfondsen mogen behangen zijn met de nodige beschermingsconstructies, maar dat betekent niet dat een overnamepoging op voorhand kansloos is. De beschermingsinstrumenten moeten vooral andersdenkende, vijandige overnemers buiten houden. Ga met ons om tafel, maak duidelijk wat de bedoelingen zijn en stoot ons niet voor het hoofd. Anders kan een beschermingswal in een mum van tijd een barricade opwerpen.

De crux is om het zittende management van de prooi mee te krijgen. Dat bleek onlangs nog bij de overnames van softwaremaker Unit4, medisch toeleverancier Mediq en koffiebedrijf Douwe Egberts. Iets langer geleden gingen sterk beschermde bedrijven als bierbrouwer Grolsch en uitzender Vedior ook 'gewoon' over in andere handen.

Het verkopende bestuur verhuisde in enkele gevallen mee naar de nieuwe eigenaar of kreeg een financieel aantrekkelijke aftocht aangeboden. Zo krijgen topman Gerard Groener en zijn twee medebestuurders van vastgoedfonds Corio een forse vertrekpremie mee na de aanstaande overname van Corio door het Franse Klépierre.

STAARTJE

De schermutselingen rond KPN kunnen nog een ingrijpend staartje krijgen. Naar aanleiding van de overnameperikelen opperde minister Henk Kamp van Economische Zaken 'mede naar aanleiding van de lessen uit de overnamepoging van KPN' dat zijn departement meer macht moet krijgen.

Deze zomer schreef Kamp in een brief aan de Tweede Kamer voorstander te zijn van 'extra bevoegdheden [voor de minister van Economische Zaken, red.] indien een partij overwegende zeggenschap wil verwerven in een telecommunicatiebedrijf dat beschikt over vitale infrastructuur'. Komend voorjaar ploft een wetsvoorstel op de mat bij de Tweede Kamer.

Het gouden aandeel dat de Nederlandse Staat eind 2005 inleverde en waarmee een overname geblokkeerd kon worden, kan dus wel weer eens zijn intrede gaan doen.

ALS DE NOOD AAN DE MAN IS, BOUWT EEN STICHTING **TIJDELIJK EEN MUUR ROND HET BEDRIJF**

ZEVEN KEER BESCHERMD

Via allerhande beschermingsconstructies kunnen bestuurders kunstmatig hun macht vergroten ten koste van andere aandeelhouders. Welke instrumenten heeft een onderneming daarvoor? Een overzicht.

STICHTING PREFERENTE AANDELEN

Hoe werkt het?

Veel bedrijven kennen een 'slapende' stichting die alleen tot actie over zal gaan als het stichtingsbestuur niet gediend is van een partij die op een overname aanstuurt, of als "de continuïteit van de onderneming" in gevaar komt.

Zo'n stichting heeft een kooprecht (calloptie) om tegen een fractie van de nominale waarde van de gewone aandelen nieuw gecreëerde preferente aandelen te kopen. Een (potentiële) bieder staat dan buitenspel.

Deze beschermingswal is altijd tijdelijk. Volgens de Nederlandse wet is de maximale levensduur twee jaar.

Populaire bescherming?

Iets meer dan de helft van de ondernemingen (34) op het Damrak heeft een stichting preferente aandelen. In het laatste decennium werd de stichting drie keer actief: bij KPN, ASMI en Stork.

STICHTING PRIORITEIT

Hoe werkt het?

Een prioriteitsstichting kan speciale rechten hebben bij bestuurs- en/of commissarisbenoemingen. Een aandeelhouder kan dan bijvoorbeeld niet zelf kandidaten naar voren schuiven.

Populaire bescherming?

De stichting prioriteit verliest aan populariteit. Zeven van de 66 ondernemingen, waaronder AkzoNobel, de Telegraaf Media Groep en Arcadis, hebben een dergelijke stichting. Vastgoedfonds Wereldhave schafte haar prioriteitsstichting onlangs af.

CERTIFICERING VAN AANDELEN

Hoe werkt het?

Bij ondernemingen die werken met certificering van aandelen drukt een administratiekantoor (AK), een aan het bedrijf gelieerde stichting, permanent een stempel op aandeelhoudersvergaderingen (AvA). Een belegger die niet naar de AvA komt, ziet zijn stemrecht naar het AK gaan. Nog nooit stemde een AK tegen een voorstel van bestuur en commissarissen. Bedrijf en AK benadrukken steevast het onafhankelijk optreden van een AK, in de praktijk is het een bondgenoot.

Populaire bescherming?

Negen bedrijven hebben nog een dergelijke beschermingsstichting waaronder Unilever, ING en Telegraaf Media Groep.

STRUCTUURREGIME

Hoe werkt het?

Bij structuurvennootschappen hebben commissarissen meer macht. Alleen zij kunnen bestuurders benoemen, zonder dat aandeelhouders inspraak hebben.

Populaire bescherming?

14 van de 66 onderzochte ondernemingen zijn een structuurvennootschap, waaronder KPN, ASML en Boskalis.

GROOTAANDEELHOUDER

Hoe werkt het?

Niets is fijner voor het management dan een loyale langetermijnaandeelhouder. Partijen die azen op een overname zullen eerst de zegen van de grootaandeelhouder moeten krijgen.

Populaire bescherming?

Bijna de helft van de onderzochte ondernemingen heeft één of meerdere grootaandeelhouders die voor de lange termijn in het bedrijf beleggen. Dat varieert van een belang van ongeveer 15 procent van investeringsmaatschappij Hal in SBM Offshore tot maar liefst 95,6 procent van oprichter en eigenaar Gerard Sanderink van ingenieursbureau Oranjewoud (inmiddels omgedoopt in Anthea Group).

AGENDERINGSDREMPEL

Hoe werkt het?

Stel een belegger is ontevreden over de gang van zaken bij een bedrijf en wil zaken veranderen. Een manier om dit te doen is een punt op de agenda van de jaarlijkse vergadering met aandeelhouders plaatsen. Bij sommige bedrijven is dat mogelijk met 1 procent van de aandelen. Volgens de Nederlandse wet mogen bedrijven die drempel op 3 procent leggen.

Populaire bescherming?

Bij 20 van de 60 bedrijven ligt de zogeheten agenderingsdrempel hoger dan 1 procent. Dit maakt het vooral bij ondernemingen met een flinke beurswaarde, zoals Randstad, Delta Lloyd en Arcadis, lastig om een punt op de agenda te krijgen.

ONEENS MET DE BENOEMING VAN BESTUURDERS EN COMMISSARISSEN

Hoe werkt het?

Als een belegger het niet eens is met een zogeheten bindende voordracht bij de kandidatuur van een bestuurder of commissaris, dan kan hij die voordracht afserveren tijdens de AvA. Gangbaar is, volgens de Nederlandse regels voor goed ondernemingsbestuur (code-Tabaksblat), dat wanneer een gewone meerderheid tegenstemt de betreffende persoon niet direct benoemd wordt. Wel mag de eis worden gesteld dat een derde van het aandelenkapitaal present was. Bij veel ondernemingen liggen beide drempels toch hoger.

Populaire bescherming?

27 van de 66 ondernemingen leggen de lat om een benoeming van een bestuurder of commissaris tegen te houden hoger dan Tabaksblat voorschrijft.

Zeven beschermingsconstructies op de Nederlandse beurs

Index	Ondernemingen	1 Stichting Preferente aandelen	2 Stichting Prioriteit	3 Certificering	4 Structuurregime	5 Grootaandeelhouder	6 Agenderingsdrempel	7 Bindende voordracht
AEX	22	13	1	3	4	11	7	8
AMX	22	12	4	2	4	10	8	13
ASCX	22	9	2	4	6	9	5	6
totaal	66	34	7	9	14	30	20	27
percentage		52%	11%	14%	21%	45%	30%	41%

Bron: jaarverslagen, statuten, AvA agenda's en notulen. Uit de AEX zijn Arcelor Mittal (Luxemburgs recht), Unibail Rodamco (Frans recht) en Ziggo (recent overgenomen) niet in het onderzoek betrokken. Uit de AMX zijn Air France KLM, Aperam (beide Franse vennootschappen) en Arseus (Belgisch recht) niet meegenomen. Uit de ASCX zijn Galapagos (Belgisch recht) en Groothandelsgebouwen niet beoordeeld

James Montier, vermaard beleggingsstrateeg van GMO, is een liefhebber van scherpe bedrijfsanalyses, een praktijk die zogenoemde shortsellers in zijn optiek bovengemiddeld beheersen. Voor welke Europese bedrijven voorziet de Brit een slechte toekomst?

AANDELEN MET ZORGELIJKE TOEKOMST VOLGENS JAMES MONTIER

James Montier spaart niemand in zijn analyses. Economen en analisten noemt hij waardeloos, evenals een hele reeks traditionele beleggingsstrategieën. Hij adviseert beleggers om hun tijd vooral niet te verdoen aan de praatjes van bestuurders van bedrijven. Veel beter kunnen ze zelf hun huiswerk doen. Een groep die deze zelfredzaamheid volgens Montier goed in praktijk weet te brengen zijn de shortsellers. Deze beleggers, die speculeren op koersdalingen, dicht hij de rol van boekhoudpolitie toe. Montier houdt van scherpe bedrijfsanalyses, een praktijk die shortsellers in zijn optiek bovengemiddeld beheersen. Volgens Montier moet dat ook wel, shortsellers lopen het risico ongelimiteerde verliezen op te lopen als hun strategie faalt.

In zijn boek *Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment* waagt Montier zich aan de vraag wat een onderneming tot een geschikte short-kandidaat maakt. Drie factoren staan daarbij voorop.

STAPPENPLAN VAN MONTIER

Bedrijven die rijp zijn voor een koersdaling zijn volgens James Montier in eerste instantie bedrijven die te hoog gewaardeerd zijn

Twee zwak presterende technologiebedrijven

Naam	Koers-omzetverhouding 2014	Piotroski F-Score	Gemiddelde groei activa afgelopen 5 jaar (%)
Aixtron SE	5.45	2	12.34
Monitise PLC	5.23	3	95.72

Data: Bloomberg – per 3 december 2014

Illustratie WENDY STEENKS

op de beurs. Op basis van eigen onderzoek heeft hij geconcludeerd dat duurdere aandelen het in de periode 1985 tot en met 2007 aanzienlijk slechter deden dan de algehele markt.

Een hoge koers-omzetverhouding is een belangrijke aanwijzing in de zoektocht naar dure aandelen. De Britse strateeg kijkt liever naar de verhouding tussen beurskoers en omzet dan naar de – meer gebruikelijke – koers-winstverhouding om de waardering te bepalen. Omzetten zijn door het management van een bedrijf veel moeilijker een gewenste kant op te masseren dan de winst. Montier kijkt ook naar de zogeheten Piotroski F-score. De ''F" staat hier voor *financially sound*, oftewel financieel gezond. Deze maatstaf, ontwikkeld door de Amerikaanse hoogleraar accountancy Joseph Piotroski, rangschikt bedrijven op een schaal van van 0 (slecht) t/m 9 (goed) op basis van de winstgevendheid, mate van schuld, liquiditeit en de operationele effectiviteit. Uit onderzoek van Montier over de periode 1972 tot en met 2001 in de Verenigde Staten en Europa blijkt dat aandelen van bedrijven met een lage Piotroski-score het aanzienlijk slechter doen dan de algehele markt.

MEER WETEN OVER DE PIOTROSKI F-SCORE? KIJK OP VEB.NET/PIOTROSKI VOOR DE DETAILS

De derde variabele is de groei van het balanstotaal. Montier gebruikt deze maatstaf als indicator voor de kapitaaldiscipline. Het idee hierachter is dat bestuurders een weinig gelukkige hand hebben in investeringsbeslissingen, zoals overnames. De verwachtingen van het management zijn te vaak te hoog gespannen. Op papier kan een overname er leuk uitzien, in de praktijk komt zelden iets terecht van de prognoses. Vanuit die gedachte is een snelle toename van de bedrijfsbezittingen een slechte voorbode voor de beurskoers.

Onderzoek over de afgelopen 45 jaar leert dat aandelen van bedrijven met een slechte kapitaaldiscipline aanzienlijk slechter presteerden dan die van bedrijven met een gezonde belans tussen bezittingen en schulden.

Montier onderzocht tot slot of het voor beleggers zou hebben gewerkt als deze variabelen gecombineerd zouden worden. Het resultaat bleek verbluffend: aandelen met een hoge koers-omzetverhouding, lage Piotroski F-score en slechte kapitaaldiscipline realiseerden in de periode

1985 tot en met 2007 een negatief rendement van 6 procent per jaar, terwijl de algehele beurs met ongeveer 13 procent gemiddeld per jaar steeg.

Wij pasten de uitgangspunten van Montier toe om te bepalen welke Europese aandelen in trek zouden kunnen zijn bij shortsellers. De complete lijst treft u op veb.net/montier. Hierna volgt een uitgebreide beschrijving van twee bedrijven die de twijfelachtige eer hebben te voldoen aan de shortstrategie van James Montier.

Piotroski F-score	Negen criteria	Monitise	Aixtron
1	Positieve netto-winst	0	0
2	Positieve operationele kasstroom	0	0
3	Stijgend rendement op balanstotaal	0	0
4	Kwaliteit winst	1	1
5	Langetermijnschuld t.o.v. bezittingen	1	0
6	Current ratio	1	0
7	Aantal uitstaande aandelen	0	0
8	Toename brutowinstmarge	0	0
9	Toename turnover ratio	0	1
	Totaalscore	3	2

Data: Bloomberg – per 3 december 2014

MONITISE
DOELSTELLINGEN STEEDS NIET WAARGEMAAKT

Het Britse Monitise maakt software voor mobiel bankieren en verkoopt die rechtstreeks aan banken. Het bedrijf gold lange tijd als een hoogvlieger in de technologiesector, maar recent is die zienswijze omgeslagen. Het aantal gebruikers van de software neemt weliswaar toe, maar minder hard dan in het verleden. Daarnaast zorgt de nog snellere toename van de operationele kosten voor een drukkend effect op de winstgevendheid. Na twee winstwaarschuwingen gingen de aandelen in het bedrijf fors onderuit. Voorlopig is Monitise nog niet winstgevend, maar zaken kunnen natuurlijk verkeren. Beleggers in het aandeel geloven al lange tijd in de verhalen van het management dat op lange termijn het bedrijf marktleider zou worden in de groeimarkt van mobiele banksoftware. Marktpartijen geven tot dusver wisselende signalen over de toekomst van Monitise. Visa had ooit een grote deelneming in het bedrijf, maar blijft dat belang de laatste tijd maar afbouwen en wil nu zelfs helemaal van de deelneming af. Recent namen Telefónica, Banco Santander en Mastercard wel een belang in Monitise, hetgeen weer gezien wordt als teken van vertrouwen in het bedrijfsmodel van Monitise. De tijd zal moeten uitwijzen of Monitise in de toekomst ooit winstgevend wordt. Beleggers die short willen, moeten dus wel oppassen.

WAAROM EEN SHORT-KANDIDAAT VOLGENS MONTIER?

James Montier kijkt bij zijn selectie van short-kandidaten onder andere naar een hoge waardering. Bij Monitise ligt de verhouding tussen koers en omzet per aandeel op vijf, wat het aandeel flink duur maakt. De Piotroski F-score, een maat voor de financiële gezondheid van een bedrijf, komt bij Monitise uit op 3. Dat is bepaald geen cijfer dat past bij een kwaliteitsaandeel. Die lage score is deels terug te voeren op de aanhoudende verliezen en de steeds negatievere kasstromen. De toegenomen verlieslatendheid zorgt dat het rendement op het balanstotaal steeds verder in het rood zakt. Ook de winstmarges lopen terug en het bedrijf blijft constant nieuwe aandelen uitgeven waardoor de belangen van bestaande aandeelhouders afnemen. De teller staat inmiddels op 2 miljard uitstaande aandelen, een verdubbeling ten opzichte van 2012. Tot slot kijkt Montier naar de groei van het balanstotaal. Die ligt bij Monitise met 95 procent ruim boven de volgens Montier maximaal houdbare 10 procent per jaar.

EEN "SHORT-SIGNAAL" KAN OOK GEZIEN WORDEN ALS EEN VERKOOPSIGNAAL OF EEN SIGNAAL OM EEN AANDEEL NIET TE KOPEN.

WIE ZITTEN ER SHORT IN HET AANDEEL?

Op de lijst van meest geshorte aandelen in het Verenigd Koninkrijk neemt Monitise de negende plek in. Met ruim 6 procent van de uitstaande aandelen wordt gespeculeerd op een koersdaling. Onder de shortsellers van Monitise bevinden zich partijen als JPMorgan, Marshall Wace en Coatue.

BESCHIKBAARHEID

Uit controle blijkt dat op het moment van schrijven bij Interactive Brokers bijvoorbeeld 2,1 miljoen aandelen te lenen zijn om short te gaan. Het aandeel is te vinden onder ISIN0-code GB00B1YMRB82.

AIXTRON
REEKS AAN TELEURSTELLINGEN

Het Duitse Aixtron gold, net als Monitise, lange tijd als een pareltje binnen de technologiesector. Het bedrijf produceert onder andere apparatuur voor de halfgeleiderindustrie. Maar bedrijfsmatig gaat het nog niet al te best met het bedrijf. Een aantal weken geleden maakte Aixtron stijgende verliezen en krimpende omzet in het derde kwartaal bekend, terwijl de verwachtingen voor winstgevendheid voor het vierde kwartaal teleurstellend waren. Daarnaast verloor het bedrijf ook marktaandeel aan concurrent Veeco, volgens analisten door foutieve strategische beslissingen aan de top van Aixtron. Om sterk winstgevend te zijn, zal Aixtron marktleider moeten zijn, zo menen marktvorsers. En om de strijd met de concurrentie te winnen, zal het bedrijf lagere prijzen moeten hanteren, wat de winstgevendheid verder onder druk zet. De verwachting voor 2015 is redelijk hoog gespannen vanwege een door analisten verwacht herstel op de ledmarkt en doordat bestaande klanten hun apparatuur moeten vernieuwen. De tijd zal ook hier moeten leren of Aixtron een comeback kan maken.

WAAROM EEN SHORT-KANDIDAAT VOLGENS MONTIER?

Net als Monitise heeft ook Aixtron een hoge waardering. De koers-omzetverhouding ligt ruim boven de vijf. De financiële analyse op basis van de Piotroski F-score levert Aixtron een dikke onvoldoende op, een 2. Net als bij Monitise scoort ook Aixtron slecht op de winstgevendheid. Het nettoverlies kwam in het derde kwartaal uit op ongeveer 20 miljoen euro. De kasstroom uit operationele activiteiten ging verder in het rood naar negatief 18,5 miljoen euro. Door de toenemende verliezen zakt ook het al negatieve rendement op het balanstotaal nog verder. Net als Monitise zag ook Aixtron daarnaast de bruto marges krimpen, naar het laagste niveau in lange tijd. Ook de toename van de balans met gemiddeld 12 procent over de laatste 5 jaar zou reden zijn voor Montier om niet te geloven in de houdbaarheid van dit bedrijf.

WIE ZITTEN ER SHORT IN HET AANDEEL?

Volgens dataleverancier Bloomberg wordt 6 procent van de uitstaande aandelen Aixtron gebruikt om short te gaan in het aandeel. Daarmee is Aixtron het op een na meest geshorte aandeel in Duitsland. Partijen die speculeren op de koersdaling zijn onder meer JP Morgan, Columbus Circle en Oxford Asset Management.

BESCHIKBAARHEID

Uit controle blijkt dat op het moment van schrijven 150.000 aandelen via Interactive Brokers bijvoorbeeld te lenen zijn om short te gaan. Het aandeel is te vinden onder ISIN-code DE000A0WMPJ6.

Waarschuwing

In tegenstelling tot aandelen die beleggers kopen (long) is het maximale verlies bij een shortpositie in theorie onbeperkt. Een aandeel kan immers tot grote hoogtes stijgen. Beleggers kunnen overwegen om ook een stoploss te hanteren om zo het verlies af te stoppen bij een bepaalde koersstijging. Daarnaast zitten hedgefondsen, veelal de shortseller, vaak ook long in aandelen waar ze veel van verwachten en short in aandelen waarvan ze minder verwachten; beleggers moeten ook dit gegeven meenemen bij hun beslissing.

COLUMN Sheila Sitalsing is freelance financieel journalist

SILK CUT

door Sheila Sitalsing

Van een huisgenoot die enkele jaren in China heeft gewoond – het was de tijd waarin de grenzen nog potdicht zaten, internet nog moest worden uitgevonden, een buitenlander op straat nog goed was voor een opstootje, en Chinese studenten er nog niet over peinsden het Plein van de Hemelse Vrede te bezetten – leerde ik de volgende belangrijke overlevingszin uit vroeger tijden: 'Mei you wai hui'.

Hij siste de zin als hij op straat belaagd werd door Chinezen die iets van hem wilden; hij had zelfs een T-shirt met het zinnetje als opdruk. Het betekent zoveel als: 'Ik heb geen buitenlandersgeld'. Met buitenlandersgeld werd bedoeld: een speciaal certificaat waarmee buitenlanders in China konden betalen. De certificaten waren bijvoorbeeld inwisselbaar in de *Friendship Stores* die vol begeerlijke buitenlandse importluxe lagen, zoals Silk Cut sigaretten en Colgate tandpasta. Omdat de Chinezen zelf ook weleens stiekem van het zondige buitenlands wilden proeven, was er een levendige illegale handel in *wai hui* of *foreign exchange certificates*.
Moraal: je kunt nog zo'n repressief overheidsapparaat optuigen, de markt laat zich nimmer temmen.

De foreign exchange certificates zijn in 1995 opgedoekt, China ontbolsterde, er groeide een indrukwekkend omvangrijke middenklasse die zich lens kan kopen aan fatsoenlijke tandpasta, en afgelopen oktober was het zover: China passeerde de Verenigde Staten als grootste economie ter wereld.
Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) rekende het voor: gemeten in koopkrachtpariteit (wat kan men voor een dollar kopen in het land in kwestie) is het bruto binnenlands product van China groter dan dat van de VS. Zonder te corrigeren voor relatieve koopkracht zijn de VS nog altijd de grootste ter wereld. De financiële website *Marketwatch* formuleerde het zo: *'For the first time since Ulysses S. Grant was president, America is not the leading economic power on the planet.'* Grant was president tussen 1869 en 1877.

Er zijn grofweg drie reacties mogelijk op het nieuws. Eén: van de cijfers klopt geen bal, liegen met statistieken is een Chinese uitvinding en het IMF kan niet rekenen. Twee: och, dat het Westen tot sterven gedoemd is en dat er niets anders opzit dan Mandarijn leren, wisten we toch allang? Drie: er zijn minstens honderd redenen te bedenken waarom Amerika nog steeds de dominante macht in de wereld is en dat nog lang zal blijven.
Thuis in een doosje bewaart de huisgenoot nog enkele foreign exchange certificates. Ze hebben inmiddels (een bescheiden) handelswaarde. Nog even en we kunnen cashen.

TWEE FARMACIEREUZEN WORSTELEN MET AFLOPENDE PATENTEN

PFIZER VS. MERCK

Een sector die schittert door afwezigheid binnen de AEX is die van de medicijnmakers. En dat terwijl de farmaceuten in veel belangrijke buitenlandse beursindices een flink gewicht hebben. Een duel tussen twee gerenommeerde aandelen uit de Dow Jones-index: Pfizer en Merck.

Pfizer is met een beurswaarde van 190 miljard dollar een van de grootste bedrijven van de wereld. Het bedrijf heeft zijn thuisbasis in New York, maar haalt meer dan de helft van de omzet buiten de Verenigde Staten. Grote omzet- en winstmakers van Pfizer zijn bekende medicijnen als Lipitor (gebruikt bij hoog cholesterol), ontstekingsremmer Celebrex, erectiepil Viagra, Xanax (bij angststoornissen) en het antidepressivum Zoloft.

Pfizer is onder beleggers geliefd om zijn genereuze dividendbetalingen. Het bedrijf verhoogde 41 jaar lang ieder jaar het dividend, tot het zich in crisisjaar 2009 gedwongen voelde de jaarlijkse uitkering te halveren. De sterke balans van Pfizer zorgde ervoor dat het daarbij bleef. Maar kan Pfizer ruimhartig dividend blijven betaling? Dat is de vraag nu het bedrijf te maken heeft met een aantal aflopende patenten. Patenten zijn belangrijk voor de winstgevendheid van farmaciebedrijven. Zo moeten de grote investeringen in onderzoek en ontwikkelingen van nieuwe medicijnen worden teruggverdiend. Pfizer gaf hieraan vorig jaar alleen al 6,7 miljard dollar uit.

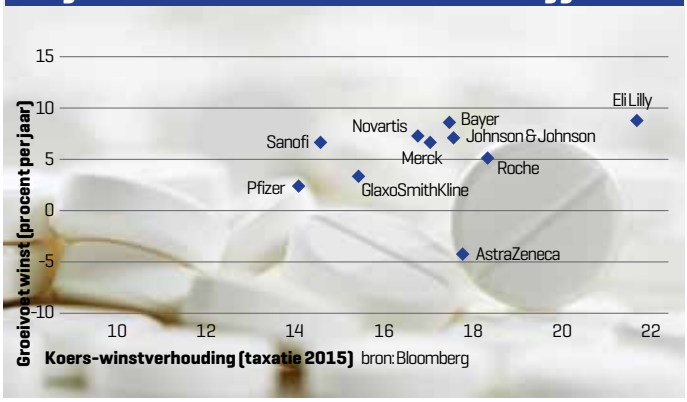
Zodra een patent afloopt, nemen generieke medicijnmakers de markt over met goedkope varianten die dezelfde werkzame stof hebben. Pfizer heeft daar de laatste jaren relatief veel last van. Zo liep in 2011 het patent op Lipitor af. Pfizer verkocht op het hoogtepunt voor 13 miljard dollar per jaar van dit succesnummer, vorig jaar was dat nog maar 2 miljard dollar. En zo zijn er meer: het Europese patent op Viagra verliep onlangs en de omzet daarvan daalde met 7 procent in het laatste kwartaal. Analisten schatten met name vanwege de vele expirerende patenten de groei van de winst per aandeel voor Pfizer de komende jaren vrij laag in.

Toch lijkt het er niet op dat het dividend van Pfizer – momenteel 3,3 procent per jaar – hier snel onder te lijden heeft. Het concern heeft een aantal medicijnen dat het stokje kan gaan overnemen. Zo is de omzet van Lyrica (tegen onder meer herpes) in de eerste negen maanden van 2014 met 13 procent gestegen naar 3,7 miljard dollar. Het patent op Lyrica loopt nog tot 2018. Bij twee jonge medicijnen tegen verschillende vormen van kanker, Xalkori en Inlyta, is de omzetgroei zelfs tientallen procenten op jaarbasis. Bovendien zit het bedrijf ruim in zijn jasje, dankzij 33 miljard dollar aan contanten en liquide beleggingen op de balans.

VERWACHTINGEN

Het is duidelijk dat Pfizer voor een uitdaging staat om de vele patentexpiraties op te vangen. Analisten

Big Pharma: een sector voor dividendbeleggers



Waardering Big Pharma: Pfizer heeft lage groeiverwachting en lage kw, Merck zit in het midden

De verschillen in waardering tussen de tien grootste farmaciebedrijven ter wereld zijn niet zo groot. De koers-winstverhoudingen (op basis van de winsttaxatie voor 2015) liggen rond de 17, het dividendrendement is gemiddeld 3,2 procent, de verwachte groeivoet ligt rond de 5 procent. Farmacieaandelen zijn defensieve beleggingen: de bedrijven kenmerken zich door een stabiele winst- en omzetontwikkeling en hoge winstmarges.

Pfizer is met een koers-winstverhouding van 14 momenteel de goedkoopste van een kopgroep waarin ook de Europese farmaciereuzen Sanofi en GlaxoSmithKline te vinden zijn. Het Britse Glaxo heeft met 5,4 procent het hoogste dividendrendement en is al jaren een favoriet aandeel voor veel waardebeleggers. Merck zit wat waardering betreft in de middenmoot, maar de koers kan profiteren van goed nieuws over nieuwe medicijnen.

lijken te denken dat dit zal lukken: ondanks de beperkte groei voor de komende jaren geeft een meerderheid een koopadvies voor Pfizer. Dat heeft alles te maken met de goede vooruitzichten op de langere termijn.

Er zijn twee beursgenoteerde farmaciebedrijven die Merck heten. Beide Mercks komen voort uit hetzelfde Duitse apothekersbedrijf dat werd gestart in het Darmstadt van de zeventiende eeuw.

Aan het eind van de Eerste Wereldoorlog werd de Amerikaanse tak van dat bedrijf verzelfstandigd tot een Amerikaanse onderneming. In de VS en Canada gebruikt die onderneming (NYSE code MRK) sindsdien de naam Merck & Co. Buiten Noord-Amerika staat het bekend als MSD (Merck, Sharp & Dohme).

Het Duitse moederbedrijf ging verder onder dezelfde naam en staat genoteerd aan de Duitse effectenbeurs, verwarrend genoeg is het daar ook te vinden met fondscode MRK. Het Duitse Merck zit in de DAX, het Amerikaanse Merck zit net als Pfizer in de Dow Jones. Behalve het gebruik van de merknaam hebben de twee niets meer met elkaar te maken. De Amerikanen opereren in Europa onder de naam MSD, waarvan ook het van Akzo afkomstige Organon tegenwoordig onderdeel is.

MERCK: DUITSE WORTELS

Het Amerikaanse Merck is met 170 miljard dollar vier keer zoveel waard als het in 1668 gestarte Duitse moederbedrijf, dat met 35 miljard euro ook bepaald geen apotheker op de hoek meer is.

Merck & Co maakt onder meer de medicijnen Januvia (diabetes), Zetia (cholesterol) en ontstekingsremmer Remicade. Net als bij Pfizer is bij Merck dividend een aandachtspunt. Over het algemeen gaan beleggers zich afvragen of een dividend houdbaar is als de payout-ratio (het percentage van de winst per aandeel dat wordt uitgekeerd als dividend) te hoog wordt. Met een kwartaaldividend van 44 dollarcent keert Merck nu 93 procent uit van de 1,90 dollar die het in de afgelopen vier kwartalen verdiende.

In die 1,90 zitten echter enkele eenmalige zaken die het beeld vertroebelen. Zonder de kosten voor herstructureringen en dergelijke kwam de winst per aandeel uit op 3,53 dollar. En voor 2015 wordt 3,55 dollar verwacht, voor 2016 zelfs 3,96 dollar. Merck is kosten aan het maken om de expiratie van enkele belangrijke patenten op te vangen, zoals die van astmamedicijn Singulair en kankermedicijn Temodar. Daarnaast werd recent Idenix Pharmaceuticals overgenomen voor bij 4 miljard dollar en dat moet ook worden ingepast.

Veel van die eenmalige kosten lijken bij Merck inderdaad eenmalig. Daarnaast zorgt de solide balans en de recente goedkeuring van het veelbelovend kankermedicijn Keytruda ervoor dat het dividend voorlopig niet in gevaar zal komen.

Ook Merck krijgt last van aflopende patenten, maar vermoedelijk minder dan Pfizer. Pikant in dit verband is dat Pfizer onlangs een samenwerkingsverband aanging met het Duitse Merck. Daarbij zullen met name medicijnen tegen kanker worden doorontwikkeld waar het Duitse Merck al succesvol mee heeft getest. Pfizer betaalde Merck daarvoor 850 miljoen dollar en dat kan de komende jaren nog oplopen. Door deze investering moest Pfizer wel de winstverwachting op de korte termijn iets verlagen. De koers leed er echter niet onder.

10-PUNTEN-CHECK

PFIZER (PFE)		MERCK (MRK)
Verwachte groeivoet winst per aandeel met 2,3% per jaar aan de lage kant	1 GROEIKANSEN	Verwachte groeivoet winst per aandeel 6,6% per jaar
Hoog, EBITDA-marge al jaren boven de 40 procent	2 WINSTGEVENDHEID	Hoog, EBITDA-marge al jaren boven de 40 procent
Totale schuld $ 37 miljard (1,6 keer de EBITDA), $ 33,4 miljard cash	3 BALANS	Totale schuld $ 28 miljard (1,7 keer de EBITDA), $ 14,3 miljard cash
Met beurswaarde van $ 190 miljard onwaarschijnlijk	4 KANS OP OVERNAME	Met beurswaarde van $ 170 miljard onwaarschijnlijk
Hangen vooral samen met (tegenvallers bij) ontwikkeling medicijnen	5 RISICO'S	Hangen vooral samen met (tegenvallers bij) ontwikkeling medicijnen
3,3 procent	6 DIVIDENDRENDEMENT	3,0 procent
Voordelig: 14 keer de verwachte winst 2015	7 WAARDERING AANDEEL	Redelijk: 17 keer de verwachte winst 2015
Positief: 17 kopen, 8 houden, 2 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Neutraal: 14 kopen, 13 houden, 0 verkopen
Pfizer zit sinds 2009 in sterke uptrend, beweegt in 2014 zijwaarts	9 TECHNISCH BEELD	Merck zit sinds 2011 in een sterke uptrend, dit jaar zijwaarts
Samenwerking met Duitse Merck kost voorlopig vooral geld	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Doorbraak Keytruda kan de koers triggeren
Pfizer heeft een wat hoger dividend en een sterkere balans	**CONCLUSIE**	Merck heeft enkele kansrijke nieuwe producten, maar is ook duurder

DE WERELD DREIGT WEER

GROTER TE WORDEN

Digitalisering en mondiale geldstromen zijn lange tijd de drijvende krachten geweest achter toenemende globalisering. Maar sinds de wereldwijde crisis is die trend van toenemende verbondenheid aan slijtage onderhevig. Het verleden laat zien waar dat toe kan leiden.

Dat globalisering goed is voor Nederland draagt de overheid breed uit. Op haar website constateert de rijksoverheid dat meer wereldwijde samenwerking werkgelegenheid biedt, producten wereldwijd verkrijgbaar maakt en flexibiliteit en innovatie bevordert. Een wereldmarkt met steeds minder grenzen opent nieuwe markten voor Nederlandse bedrijven. Buitenlandse bedrijven in Nederland leveren nu 1 op de zes nieuwe banen, zo stelt de overheid.

SINDS DE RECENTSTE WERELDWIJDE CRISIS ZIJN **LANDEN DE GRENZEN BETER GAAN BEWAKEN**

MINDER VRIJHANDEL

Toch is vrij handelsverkeer tussen landen lang niet altijd vanzelfsprekend. Landen zijn de grenzen beter gaan bewaken, sinds de recentste wereldwijde crisis. De afgelopen jaren zijn tal van beschermingswallen opgetrokken om de eigen economieën te beschermen.

Liever profiteren van de voordelen, maar de nadelen buitenhouden, zo klinkt het steeds vaker.

Hogere productiviteit als basis voor welvaartsvooruitgang is het belangrijkste voordeel. Aan de andere kant brengt de na-ijver tussen landen de nodige dynamiek met zich mee.

Concurrentie op het scherp van de snede kan leiden tot lagere prijzen, meer variëteit en een hogere kwaliteit van producten en diensten. Gevolg is wel dat landen hun grip verliezen op de produc-

tieprocessen, waardoor angstvallig vasthouden aan bestaande systemen op de loer ligt. Denk bijvoorbeeld aan het arbeidsmarktbeleid. Bedrijven die werk uitbesteden aan lagelonenlanden, kunnen besparen op arbeidskrachten in eigen land. Doorgaans gaat het om laaggeschoold werk.

Ook kan concurrentie betekenen dat bepaalde industrieën niet langer rendabel zijn en inkrimpen of zelfs verdwijnen, met banenverlies als gevolg. Zeker in een tijd dat de werkgelegenheid onder druk staat en er meer vraag naar dan aanbod van werk is, staat het beschermen van banen hoog op menig politieke agenda.

EIGEN MARKT VOOROP

Afgelopen jaren zijn tal van protectionistische maatregelen genomen. Veelal gaat het om invoerheffingen, invoerquota of subsidies aan het binnenlandse bedrijfsleven. Daarmee kunnen autoriteiten bescherming bieden aan eigen producten ten opzichte van goedkopere en/of betere producten uit het buitenland. Dergelijke beschermingsmaatregelen beperken de internationale handel.

Zo stelde de Europese Unie een importheffing in op zonnepanelen uit China. Het Aziatische land subsidieerde zonnepanelen, waardoor producenten deze beneden de normale prijs op de Europese markt konden dumpen. Europese producenten dreigden door oneerlijke concurrentie in problemen te raken en banen stonden op het spel.

Frankrijk kwam met extra voorwaarden om werkgelegenheid te waarborgen, nadat het Amerikaanse conglomeraat General Electric een bod had uitgebracht op de energietak van het Franse Alstom. En tijdens de financiële crisis steunden overheden bedrijven, vooral financiële instellingen, met belastinggeld. En niet te vergeten is de dynamiek op de valutamarkt, waarbij centrale banken met hun geldmarktbeleid de muntwaarde kunnen drukken om de exportsector te helpen.

Ondanks een reeks aan protectionistische maatregelen is van isolement op dit moment geen sprake. Nog altijd treffen landen handelsverdragen met elkaar. Dan kan het gaan om een afspraak op wereldschaal, zoals het beoogde Trans-Atlantisch Vrijhandels- en Investeringsverdrag tussen onder meer de Europese Unie en de Verenigde Staten, maar ook op kleinere schaal tussen twee landen onderling. Steeds vaker maken landen afspraken op het gebied van mensenrechten en milieu.

KENTERING

Toch zijn er zorgelijke ontwikkelingen op het gebied van globalisering. Allereerst zijn er de sancties tegen Rusland naar aanleiding van de oorlog in Oekraïne. De economische druk op Rusland mag gerechtvaardigd zijn gezien de rol van het land in het conflict in het buurland, op een hoger niveau spelen andere zaken. Economische belangen worden hier ingezet om politieke doelen te bereiken en dat is een ontwikkeling die veel economen zorgen baart. Ook de rol van de VS is opvallend. Globalisering gedijt goed als er een of meerdere sturende mogendheden zijn. De Amerikaanse regering heeft de afgelopen jaren laten merken die rol van wereldleider minder sterk te willen spelen.

ONDANKS EEN REEKS AAN PROTECTIONISTISCHE MAATREGELEN IS **VAN ISOLEMENT OP DIT MOMENT GEEN SPRAKE**

Behalve economische activiteiten is ook die andere pijler onder internationale samenwerking aan slijtage onderhevig. Het gaat hier om digitale communicatie, internet, dat zich niet laat temmen door nationale grenzen. Maar in landen als China, Rusland en ook Turkije is de vrijheid van digitale communicatie recent of al langer in het geding.

HANDELSOORLOG

Probleem bij de beperking van wereldwijde samenwerking is dat iedere actie een tegenreactie kan uitlokken. Een vergaande variant en schrikbeeld voor economen en politici vond plaats in de zomer van 1930. In de Verenigde Staten werd de zogeheten Smoot-Hawley Tariff Act aangenomen.

Een petitie vanuit economen bleek tevergeefs, de politiek drukte economisch nationalisme door. Importheffingen op buitenlandse producten volgden. Het duurder maken van import was bedoeld om de eigen economie te stimuleren en banen te beschermen. In werkelijkheid ontketende de protectionistische maatregel een kettingreactie aan tegenmaatregelen vanuit het buitenland. De wereldhandel zakte met bijna 70 procent ineen en massawerkloosheid volgde.

De geschiedenis herhaalt zich nooit op dezelfde manier en de uitgangspunten zijn nu fundamenteel anders dan in de jaren dertig. Toch is het goed om de lessen uit het verleden in het achterhoofd te houden als globalisering opnieuw ter discussie staat.

BIOTECHBEDRIJVEN BENELUX FLIRTEN MET AVONTUUR AMERIKANEN

Drie Nederlandse biotechbedrijven kozen afgelopen jaren voor een beursnotering in Amerika. In New York proberen bestuurders Amerikaanse beleggers het hof te maken. "De Amsterdamse beurs is niet lief geweest voor biotech."

In New York vloeien de Belgische bieren al een uurtje rijkelijk als Hans Schikan demonstratief zijn mobiele telefoon tevoorschijn haalt. Hij opent een app en rolt met duim en wijsvinger een koersgrafiekje uit op het scherm. "Kijk eens naar deze beurskoers", zegt de algemeen directeur van Prosensa grijnzend, "meer dan 200 procent erbij in een jaar tijd." Wat de kleine energieke Nederlander dan misschien wel weet, maar zijn gesprekspartners niet, is dat dit rendement kort na deze avond nog een behoorlijke vlucht zal nemen. Een bod van branchegenoot BioMarin maakt dat Prosensa-beleggers de waarde van hun investering in een jaar tijd ruim hebben zien verdriedubbelen.

Dan komt de stevig gebouwde Sijmen de Vries erbij staan. Ook hij is in een goede stemming. "Eenmaal raden wat dit jaar het best presterende beursfonds is van de hele Amsterdamse beurs? Inderdaad, Pharming." De Vries wil het beurssucces nu graag even claimen, want hij heeft ook andere tijden meegemaakt sinds hij er in 2008 de leiding kreeg.

De Vries maakt met zijn wijsvinger in de lucht een zwiepende beweging. "Het zijn altijd enorme ups and downs in onze sector. Het kan heel erg hard gaan. Maar dat is ook het mooie. We zijn in 2014 met 250 procent gestegen. " Om er later desgevraagd aan toe te voegen: "Van 14 cent naar 38 cent." Tien jaar geleden betaalden beleggers nog 40 euro per aandeel. "We hebben alles meegemaakt. We waren veelbelovend, zijn toen in surseance geraakt, we zijn herrezen en vervolgens is de boel weer geklapt. Ik denk dat we de vlekjes uit het verleden nu wel hebben weggepoetst", aldus de als arts opgeleide De Vries.

44

Elk jaar organiseert KBC Securities in New York een conferentie voor biotechbedrijven uit de Benelux op de 44e verdieping van de toren van de New York Times

RUIME ERVARING

De Vries en Schikan hebben allebei ruime ervaring in de wereld van farmacie en biotechnologie. Ze houden allebei kantoor in Leiden, maar zijn nu even in New York om beleggers warm te maken voor hun aandeel. De mannen staan op een bijzondere plek: de 44e verdieping van de toren van de *New York Times*. Hier is het 'Flanders House' gevestigd. Elk jaar organiseert KBC Securities in New York een conferentie voor biotechbedrijven uit de Benelux. Van de vijftien meegereisde bedrijven komen er bij deze derde editie vier uit Nederland.

De 'welcome cocktail' is traditioneel de avond ervoor op een plek die indruk maakt. "Neem nog wat te drinken, het is gratis", zegt

Tekst GERBEN VAN DER MAREL

LIJKE

Sijmen de Vries

'HET ZIJN ALTIJD ENORME UPS AND DOWNS IN ONZE SECTOR. **HET KAN HEEL ERG HARD GAAN. MAAR DAT IS OOK HET MOOIE'**

Schikan tegen de man naast hem. Dat is Jörn Aldag, de Duitse topman van UniQure. Ze kennen elkaar goed. Schikan: "Ik beleg privé in UniQure." Aldag: "Ik beleg ook privé in andere biotechbedrijven. Maar ik kan niemand aanraden om in een of twee bedrijven uit deze sector te beleggen." Aldag heeft een lange vlucht achter de rug, maar neemt toch even de tijd voor een gesprekje met een journalist. "Het is een uitstekend moment om geld op te halen in Amerika", zegt hij voordat hij richting hotel gaat. "De appetijt bij Amerikaanse beleggers is groot. De deuren staan wijd open."

Beeld LEE SNIDER PHOTO IMAGES/SHUTTERSTOCK.COM

Het Amerikaanse enthousiasme voor biotechnologie maakt Janet Yellen, voorzitter van de Federal Reserve, ongemakkelijk. In een hoorzitting in de Senaat waarschuwde ze afgelopen zomer voor de hoog opgelopen beurskoersen in de sector. Aan biotechnologieaandelen kleven traditioneel hoge risico's. Op dividend hoeven beleggers niet te rekenen. Bovendien is het lastig om een waardering te plakken op bedrijven zonder track record, winst, omzet en bewezen product. Dieprode cijfers zijn gebruikelijk. Al het geld dat beleggers in deze bedrijven steken, gaat op aan personeelskosten, maar vooral aan research en de ontwikkeling van een medicijn dat de markt moet veroveren. "Ze verkopen beloftes", zegt analist Jan de Kerpel van KBC Securities.

Volgens William Gedale, een zeer ervaren Amerikaanse biotechbelegger die NGN Capital runt, is dat "helemaal niet erg." "Je speculeert als belegger op de verre toekomst in deze sector. Als een beurskoers 30 procent onder de introductiekoers van een beursgang noteert, schrikt mij dat niet af."

ZWARTE DAGEN

Een weggezakte koers is geen mooi visitekaartje. Dat weet ook Schikan. "We waren op een zeker moment meer dan een miljard waard", zegt de ceo van Prosensa. Schikan roept zijn "zwarte dagen" in herinnering. Prosensa kreeg geen goedkeuring in Amerika voor een medicijn. Het nieuws kwam kort na de beursgang. De koers stortte in met liefst 70 procent. Schikan zag schadeclaims al snel op de mat vallen. Dat is dan weer een keerzijde van een notering in de VS, erkent de topman. "Het moeilijkste voor mij waren niet de beleggers. Die moeten ook zelf hun huiswerk doen. Heel zwaar was dat ik de patiëntenvereniging moest teleurstellen. Daar is de nood natuurlijk het hoogst." Het verliesgevende Prosensa werkt al twaalf jaar aan medicijnen voor zeldzame spierziektes waaronder Duchenne. "Dit was Black Friday voor Duchenne."

UniQure heeft ook een smetje. Het heette voorheen Amsterdam Moleculair Therapeutics (AMT) en stond twee jaar geleden nog aan de Amsterdamse beurs genoteerd. Het bedrijf ging vroegtijdig van de beurs omdat een faillissement dreigde. Ook hun medicijn, Glybera, kreeg maar geen goedkeuring. In de nieuwe beursgang koos het bedrijf voor Amerika. Beleggers die instapten, kijken wel alweer aan tegen een (papieren) verlies. De koers werd geprikt op 17 dollar en spoot vervolgens omhoog. Inmiddels wordt minder dan 10 dollar betaald.

Jörn Aldag

'IK KAN NIEMAND AANRADEN OM IN EEN OF TWEE BEDRIJVEN UIT DEZE SECTOR TE BELEGGEN'

"Misschien zijn we tegen een te hoge prijs naar de beurs gegaan", zegt Aldag. "Dat was natuurlijk wel goed voor het bedrijf", zegt hij over het opgehaalde geld. UniQure is gespecialiseerd in gentherapie en kan weer even vooruit. Maar Aldag is wel elke drie weken in Amerika om met aandeelhouders te praten. "Het aantal vrij verhandelbare aandelen is te klein", verklaart hij. "Wij hebben Fidelity als aandeelhouder met 10% en dan blijft er niet veel over." Die schaarste leidt niet tot een hogere beurskoers, maar juist tot een lagere, zegt de topman.

RODE VLAG

Dana O'Leary van Pivotal Capital ziet een weggezakte beurskoers wel degelijk als een rode vlag. "We haten het natuurlijk als dat gebeurt. Maar een professional moet er tegen kunnen. Het is in deze sector altijd eb of vloed." Investeerder Gedale: "Waarderingen gaan automatisch in de lift als je in Amerika bekend raakt als bedrijf." Amerikaanse beleggers worden gelokt door de relatief lage waardering van Europese biotechbedrijven op de beurs in vergelijking met Amerika.

Maar dat is maar het halve verhaal. Als de nieuwigheid er vanaf, is dreigt een zieltogend bestaan als een wees op de beurs. André Hoekema van Galapagos, een Belgisch-Nederlands biotechbedrijf dat werkt aan onder andere aan een pil tegen reuma, zegt dat meegemaakt te hebben bij Crucell. "We zagen het volume op de Nasdaq op een gegeven moment helemaal opdrogen. Je moet een formule vinden om dat op peil te houden."

ACHTBAANRIT

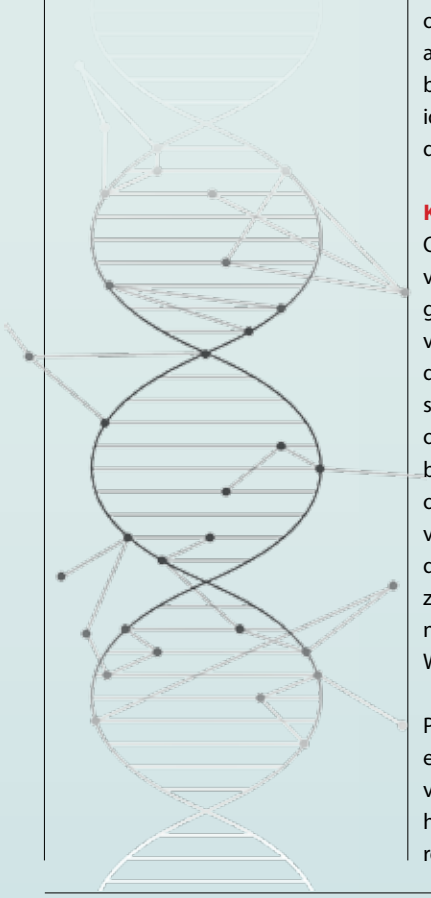
Crucell bleek uiteindelijk te profiteren van een ander voordeel van aanwezigheid in de VS. Hier zijn de grotere farmaciebedrijven gevestigd die graag kansrijke bedrijfjes opslokken. Crucell maakte een ongekende achtbaanrit mee op de beurs met een notering in Amsterdam én een kwijnende aan de Nasdaq. Maar die rit eindigde in 2011 in de overname door Johnson & Johnson, een van 's werelds grootste farmaceutische ondernemingen. Ook Prosensa is inmiddels opgeslokt, in een Amerikaanse markt vol fusies en overnames. De Nederlandse biotechsector stelt sindsdien niet veel voor. De liefde tussen de Nederlandse belegger en de sector lijkt bekoeld. "De Amsterdamse beurs is niet lief geweest voor biotech", aldus De Kerpel. "De Nederlandse belegger heeft helaas nare ervaringen met de sector. Op de Amsterdamse beurs is het in vergelijking met Brussel nogal doods." Volgens de KBC-man hebben de bedrijven daar zelf ook schuld aan. "Beloftes zijn vaak niet waargemaakt." In Amerika is dat overigens niet anders. De Kerpel zegt dat hij ook weleens boze klanten met forse verliezen tegenover zich heeft. "Maar het vallen en opstaan kenmerkt de sector. Doe als belegger je huiswerk en steek niet meer dan 5 procent van het te beleggen vermogen in biotech."

Marcel Wijma is een Nederlander die in New York analyses maakt van biotechnologiefondsen. Wijma

zegt dat onafhankelijke analyses zoals hij die maakt met zijn bedrijf Van Leeuwenhoeck Institute juist in deze sector toegevoegde waarde hebben. Beleggers verlaten zich volgens hem te veel op de analistenrapporten van de grote banken. "Als je vijf biotechbedrijven naast elkaar zet, zijn er vaak geen twee gelijk aan elkaar. Andere sectoren zoals de olie- of telecomindustrie zijn homogener. De opvattingen van bankanalisten zijn vaak gekleurd. De bank waarvoor ze werken heeft vaak meegedaan aan de beursgang van dergelijke bedrijven en dan is het verleidelijk om de verhalen soms wat rooskleuriger op te schrijven. De banken en hun analisten hebben vaak een eigen belang, wat zich vertaalt in de soms idiote marktverwachtingen en koersdoelen."

'HET MOEILIJKSTE VOOR MIJ WAREN NIET DE BELEGGERS. HEEL ZWAAR WAS „DAT IK DE PATIËNTEN-VERENIGING MOEST TELEURSTELLEN'

Hans Schikan



KRITISCH VERMOGEN

Ook de woorden van bestuurders van biotechbedrijven moeten volgens Wijma met voldoende kritisch vermogen beoordeeld worden. "In deze sector zijn het vaak wetenschappers die een bedrijf hebben opgericht. Het is hun baby en die brengen ze graag extra rooskleurig onder de aandacht. Bovendien komt voor wetenschappers onderzoek op de eerste plaats. Of dit onderzoek zich commercieel laat terugverdienen is dan vers twee", onderstreept Wijma.

Dat de Nederlandse bedrijven Prosensa, UniQure en ProQR voor een notering op de Nasdaq kozen vindt Wijma verstandig. "Amerikanen hebben een kortere horizon dan Europeanen en spelen beter in op de dynamiek van de sector. Ze kopen toch sneller een biotech-aandeel met een Amerikaanse notering. Ook vanwege de verhandelbaarheid, want al deze aandelen zijn nogal volatiel, dus moet je er ook snel in en uit kunnen.'"

HOLLANDSE INVASIE

De jongste Hollandse invasie kwam met ProQR dat een medicijn ontwikkelt voor slijmziekte. Het aandeel werd voor 13 dollar geïntroduceerd afgelopen nazomer. De koers zwiepte omhoog tot tegen de 17 dollar om vervolgens ook al weg te zakken tot onder de 12 dollar. Een van de oprichters is Dinko Valerio, bekend als de man achter Crucell die meer dan uitstekend verdiende aan de beursgang en de uiteindelijke verkoop. Analist Wijma waarschuwt dat beursgangen in de biotech op de langere termijn vaak niet succesvol blijken voor beleggers die daaraan meedoen. "Voor de investeerders is het vaak de beste manier om een exit te krijgen, maar voor het biotechbedrijf zelf kan een beursnotering vaak een molensteen om de nek worden. Opeens is de waarde van het bedrijf afhankelijk van het sentiment op de financiële markten. Bij slecht nieuws kan een waarde in één dag halveren of nog erger. De voorbeelden zijn legio waarbij het bedrijf dan een makkelijke prooi wordt voor een concurrent of farmabedrijf die het biotechbedrijf dan voor een appel en een ei opkoopt vaak ver onder de oorspronkelijke IPO-prijs."

Na afloop van de beleggersdag van KBC op Manhattan praten de Nederlandse bestuurders nog even na. Natuurlijk vinden ze het mooi dat ze een beursnotering hebben en uiteraard volgen ze de koers op de voet. "Maar eigenlijk is de beurskoers helemaal niet zo relevant", zegt Schikan. "Voor de ontwikkeling van onze onderneming is het belangrijk zolang je niet door je geld heen bent. Daarna moet je toch weer langs de tellermachine." Dat bedrijven verlies maken, is voor Amerikanen geen enkel bezwaar. Maar uiteindelijk, zo benadrukt de ervaren Jörn Aldag van UniQure, is winstgevendheid "de enige maatstaf" van succes. Daarin verschilt de biotechsector maar weinig van andere sectoren.

Goudproducenten IN DE HOEK WAAR DE KLAPPEN VALLEN

Naar alle waarschijnlijkheid gaan goudbeleggers ook dit jaar met verlies afsluiten. Maar de grootste verliezers zijn voorlopig de goudproducenten en hun aandeelhouders.

De klassieke beleggingswijsheden rond goud laten het massaal afweten. Zo waren de talrijke spanningen op het geopolitieke front dit jaar niet bij machte om de prijs van het gele metaal hoger te duwen. Hoe meer broeihaarden en conflicten, hoe dieper goud leek te vallen. Ook de link tussen de monetaire expansie en de goudprijs is sinds eind 2011 zoek. Normaal gesproken is goud een geliefde belegging als centrale bankiers geld goedkoop maken. Toch stokte vier jaar geleden de opmars van de goudprijs terwijl de kwantitatieve versoepeling in onder meer de Verenigde Staten en Japan sindsdien onverminderd is doorgegaan. Bovendien zijn ook de seizoeneffecten niet meer wat ze geweest zijn. Het najaar was traditioneel een betere periode voor goud omdat de fysieke vraag uit Azië dan piekt, wat gunstig zou moeten zijn voor de goudprijs.

De blijvende malaise op de goudmarkt laat nog eens zien hoe weinig invloed vraag en aanbod op de goudprijs hebben. De fysieke vraag naar goud is momenteel groter dan de mijnproductie en toch is de goud in drie jaar tijd 40 procent goedkoper geworden. Een bewijs temeer dat de handel in 'papiergoud' nu de prijs van het edelmetaal bepaalt.

1999 REVISITED

De kans is in ieder geval groot dat 2014 het tweede opeenvolgende verliesjaar wordt voor goud na de prijsdaling met 28 procent vorig jaar. De schade in euro's bleef beperkter omdat de waardestijging van de dollar tegenover de Europese eenheidsmunt de daling temperde.

De prijsdaling bij goud is een tegenvaller voor wie direct of indirect in het metaal investeert. Maar het hardst getroffen worden de goudproducenten zelf. Omdat de markt de prijs van hun eindproduct bepaalt, kunnen de mijnbedrijven uitsluitend invloed uitoefenen op de kosten die ze maken. Die kosten zijn veel minder gedaald zijn dan de goudprijs, waardoor goudmijnbedrijven nog slechter af zijn. Voor veruit de meeste mijnbedrijven zijn die koerswinsten die in tien jaar van stijgende goudprijzen (2001-2011) werden opgebouwd zo goed als volledig weggesmolten. De Standard & Poor's/TSX Global Gold-index die aandelen van veertig goudproducenten bevat, verloor afgelopen drie jaar maar liefst tweederde van zijn waarde, zelfs tot onder het lage niveau van 2008. Op individueel niveau zijn de koersdalingen nog dramatischer. Het aandeel van Barrick Gold, nog steeds de grootste goudproducent ter wereld, viel terug naar het laagste niveau in meer dan twee decennia, waardoor het bedrijf op de beurs nog maar een vijfde waard is van het recordniveau uit 2011. Het aandeel Newmont Mining noteert op het niveau van 2002 met een beurswaarde die een kwart bedraagt van die in 2011. Van Kinross Gold, de mondiale nummer vijf, dook de beurswaarde de afgelopen vier jaar met maar liefst 90 procent naar beneden.

VERGIFTIGD GESCHENK

De voedingsbodem voor de huidige problemen in de sector ligt in de gestaag gestegen goudprijs tijdens het eerste decennium van deze eeuw. Deze klim bleek achteraf een vergiftigd geschenk voor de mijngroepen. De producenten lieten toe dat de kosten steeds verder stegen en er werden nieuwe mijnen gebouwd waarvan het break-even-niveau – de goudprijs die nodig is om een mijn rendabel te krijgen – steeds hoger lag. Met de stijging van de goudprijs kwamen ook nieuwe overnames en uitbreidingen van bestaande activa. Alles stond in het teken van productiegroei en volumes, en daar moet nu een zware prijs voor worden betaald.

De goudproducenten met de hoogste kostenstructuur worden natuurlijk het zwaarst getroffen door de fors gedaalde goudprijs.

PEAK GOLD

De toekomst van de goudmijnindustrie hangt af van de evolutie van de goudprijs. Hoewel de huidige waarderingen van de bedrijven historisch erg laag zijn, is de kans op bijkomende afboekingen reëel. Extra kwetsbaar zijn die mijngroepen die hun reserves nog hoog gewaardeerd hebben.

De huidige focus op de kosten en het maximaliseren van de kasstromen betekent in de praktijk ook lagere kapitaaluitgaven. Bij veel goudmijngroepen is de zoektocht naar nieuwe mijnen zo goed als volledig stilgevallen. Door de lagere goudprijs is de slinger dus in korte tijd volledig omgeslagen: van expansie naar krimp. Mijngroepen concentreren zich op het zo efficiënt mogelijk beheren van hun bestaande activa en uitbreidingen zijn even niet aan de orde. Dit zal niet zonder gevolgen blijven voor de evolutie van de mijnproductie. De komende jaren zal het natuurlijk verval bij bestaande mijnen steeds minder gecompenseerd kunnen worden door nieuwe productie. Het ligt dus in de lijn der verwachtingen dat het aanbod uit mijnproductie eerst zal stabiliseren om daarna verschillende jaren af te nemen. Tegelijk neemt ook het aanbod gerecycled goud steeds verder af. Na *peak oil*, wat uiteindelijk een fabel bleek, is er nu dus *peak gold*. Het is de vraag of dat lagere aanbod zonder stijging van de goudprijs nog veel langer te rijmen valt met een toenemende vraag naar fysiek goud (uit Azië, Midden-Oosten, centrale banken).

In de huidige omgeving hebben goudmijngroepen met een lage kostenstructuur en een sterke balans met weinig schulden een voorsprong op de concurrentie. Wellicht zijn de beste kaarten weggelegd voor de zogenoemde royaltybedrijven. Deze bezitten geen eigen mijnen, maar treden op als financier waarna ze recht hebben op een deel van de omzet of winst onder de vorm van royalty's. De operationele risico's zijn beperkt en er zijn geen ontwikkelingskosten terwijl ze wel kunnen meeprofiteren van het opwaartse potentieel.

MEER OVER PAPIERGOUD EN DE INVLOED OP DE GOUDPRIJS: VEB.NET/PAPIERGOUD

OVER DE AUTEUR

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

OLIEPRIJS

OMSTREDEN SMEERMIDDEL OM KOERS-BEWEGINGEN TE DUIDEN

De olieprijs is een favoriet smeermiddel onder analisten om koersbewegingen op de aandelenbeurs te duiden. In werkelijkheid is de relatie tussen olieprijzen en aandelenkoersen een stuk minder eenduidig dan marktkenners doen voorkomen.

Met een grafiek van de olieprijs in de hand weten sommige analisten zo ongeveer iedere beurswe-ging te duiden. Dat bleek afgelopen oktober maar weer eens toen een aantal dagen van behoorlijke winst-dalingen deels werden verklaard door de kelderende olieprijs. Maar toen de koersen binnen enkele da-gen weer opveerden terwijl de olie-prijs bleef kelderen, bleek dat ineens even logisch. Nu was de theorie dat bedrijven juist profiteren van de la-gere olieprijs waardoor de koersen omhoog konden.

Het is moeilijk te geloven dat beide verklaringen even solide zijn. Hoe zit het echt met de relatie tussen olieprijs en de beurs?

THEORIE

In theorie zouden de meeste bedrijven moeten profiteren van een daling van de olieprijs. Dalende energieprijzen vertalen zich in lagere kosten voor bedrijven omdat transport, productie en de grondstoffen goedkoper zijn. Dit betekent meer winst voor bedrijven en uiteindelijk hogere aandelenkoersen.

Een lage olieprijs betekent meer goed nieuws. Huishoudens, en dan vooral in de Verenigde Staten waar een groot deel van het inkomen naar benzine gaat, hebben mensen dan meer geld te besteden aan andere producten of diensten. Bedrijven die bijvoorbeeld plasma-tv´s, elektrische tandenborstels of scheerapparaten verkopen, zouden hiervan kunnen profiteren.

Dat is één kant van het verhaal. Het zou ook kunnen dat de lage olieprijs het gevolg is van een vertraging van de economie met als direct gevolg dat de vraag naar producten en diensten daalt. Als een belegger deze invalshoek kiest, is de lage olieprijs een signaal voor lagere bedrijfswinsten in de toekomst. In dat geval krijgen aandelen klappen.

VEEL VERSCHIL

Tot zover de theorie. Tijd om het verband tussen olie en de beurs in praktijk te testen.

We becijferden het verband tussen de olieprijs en het rendement op de Amerikaanse S&P index. Deze zogeheten correlatie(coëfficiënt) is een getal tussen de minus één en de één. Een waarde van minus één betekent dat twee variabelen tegen elkaar ingaan. Bij een plus één gaan twee verschijnselen altijd samen. Is het getal kleiner dan nul dan is er een negatieve samenhang, en is het getal groter dan nul dan is er een positieve samenhang.

Sinds 2001 is er een licht positieve relatie tussen de olieprijs en aandelenrendementen van de brede S&P-index. Maar dit zegt niet zo veel, want het getal schiet alle kanten op.

Dat is vooral het geval in de periode voor het uitbreken van de crisis (2000 tot en met 2008). In deze periode was de correlatie met uitschieters naar boven en beneden overigens overwegend negatief.

Vooral in de loop van 2008 wordt de correlatie sterk negatief. Bij aanvang van dat jaar kostte een vat olie 90 dollar, maar binnen zes maanden explodeerde de prijs tot boven de 145 dollar. In diezelfde periode daalden aandelenkoersen juist hard, maar dat had meer te maken met de desastreuze toestand op de financiële markten dan met de olieprijs.

NA 2008

In de periode na 2008 gaan de verhoudingen op zijn kop. Richting het einde van dat jaar bewegen de olieprijs en de beurs keurig dezelfde kant op, namelijk stevig naar beneden. Sindsdien is de correlatie boven nul gebleven.

Dit hangt waarschijnlijk nauw samen met het goedkope geld dat centrale bankiers de wereld in slingeren. Dit duwt zowel de prijs van olie als aandelen omhoog. In de laatste maanden begint de correlatie echter te dalen: de olieprijs daalt fors terwijl aandelen, met uitzondering van een minicrash in oktober, vrolijk bleven doorstijgen.

Hoewel verminderde vraag uit China als reden voor de olieprijsdaling wordt opgevoerd, ligt een belangrijker verklaring aan de aanbodkant: de schalierevolutie in de Verenigde Staten en Saoedi's die olie op de wereldmarkt blijven dumpen. Dit maakt een negatieve correlatie in de komende kwartalen, waarin beursbedrijven zullen profiteren van lagere olieprijzen, niet onwaarschijnlijk. Maar gezien de schommelende relatie tussen olie en de beurs blijft dit koffiedik kijken.

OORDEEL

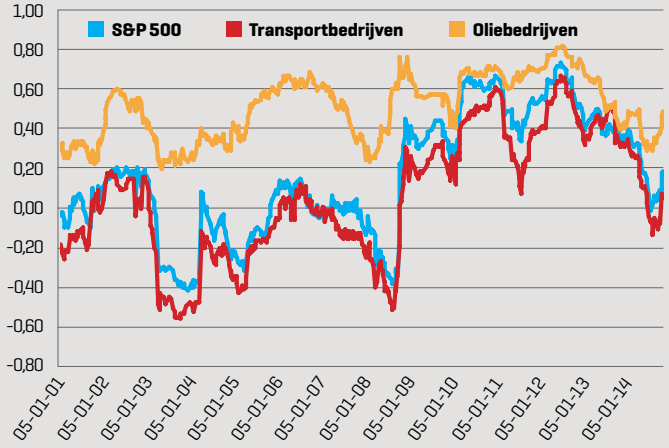
De olieprijs heeft weinig vandoen met de beurs. Soms volgen olieprijzen de beurs en vice versa. Op weer andere momenten bewegen ze precies tegen elkaar in.

In de laatste jaren is de samenhang tussen de beurs en olieprijzen positief, maar dat lijkt voornamelijk te maken te hebben met het ruime monetaire beleid van centrale bankiers.

NIET ALLE BEDRIJVEN GELIJK:

Oliewinnaars vs. olieslurpers

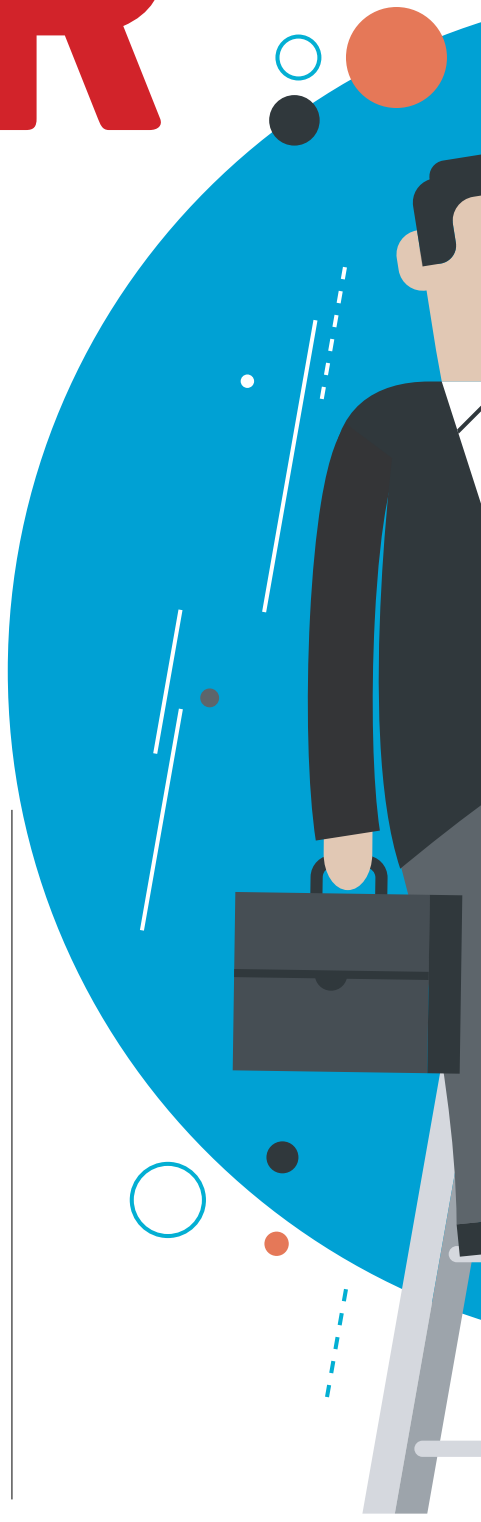
Niet ieder bedrijf heeft dezelfde blootstelling aan olie. Oliebedrijven en toeleveranciers aan de olie-industrie hebben in theorie baat bij een hoge olieprijs: een positieve correlatie. Dit blijkt ook in de praktijk: de correlatie tussen oliebedrijven en de olieprijs is sinds de eeuwwisseling altijd boven de 0,2 gebleven.
Op de Amsterdamse beurs is dat zichtbaar bij het aandeel Shell dat in de laatste weken van november fikse dreunen opliep. De oliegigant heeft beleggers laten weten dat een daling van de olieprijs van 10 dollar een winstverlaging van 3,2 miljard dollar betekent. Toeleveranciers aan de olie-industrie kregen nog hardere klappen omdat bij een lage olieprijs de grote oliebedrijven de zoektocht naar nieuwe oliebronnen afremmen of zelfs helemaal stopzetten.
De gevolgen van een lagere olieprijs zijn diametraal anders voor de transportsector. Neem vliegtuigmaatschappijen en koeriersbedrijven die een belangrijke kostenpost flink zien dalen als de olieprijs keldert (negatieve correlatie). Dit is althans de theorie. In de praktijk is de relatie tussen olie en een mandje transportbedrijven – denk aan bedrijven als vliegtuigmaatschappij Delta Airlines en pakkettenbedrijf UPS – bijna perfect vergelijkbaar met die van olie en de S&P 500.



*De correlatie(coëfficiënt) tussen de olieprijs en respectievelijk de S&P 500-index, de S&P olie- en gasexploratie-index en de S&P transportindex op basis van 30 dagen.

SHORT CALL LADDER OP DE AEX

Met opties profiteren van onverwachte koersbewegingen op de beurs kan op vele manieren. Deze keer een Short Call Ladder met de AEX als onderliggende waarde. Daarbij wordt premie ontvangen en is het verlies gemaximeerd. De winst loopt op als de beurs aan de bovenkant doorschiet.



De periode tussen kerst en oudjaar moet wel heel spannend worden om van 2014 geen saai beursjaar te maken. Het begon met een AEX van zo'n 400 punten en daar is de index het hele jaar in de buurt gebleven.

In eerdere jaren was het al uitzonderlijk als er minder dan honderd punten zat tussen de hoogste en de laagste stand van de AEX in een jaar. Het is vanuit historisch oogpunt onwaarschijnlijk dat de beurs zo rustig blijft voortkabbelen. Met een Short Call Ladder kan de actieve optiebelegger inspelen op meer beweeglijkheid. En hij krijgt nog geld toe ook.

De Short Call Ladder is een optiestrategie waarbij een in-the-money-calloptie wordt geschreven, een at-the-money-call en een out-of-the-money-call worden gekocht. De opties hebben dezelfde looptijd, alleen de uitoefenprijzen verschillen.

OPBRENGST AAN HET BEGIN

Het construeren van een Short Call Ladder levert, net als het schrijven van een enkele optie, bij het opzetten per saldo geld op. Er wordt verlies gemaakt als de onderliggende waarde tijdens de looptijd weinig van zijn plaats komt. In de grafiek is de werking van deze constructie goed te zien: in het midden zit het verlies. Bij een lagere koers is de opbrengst die aan het begin verkregen is als winst te beschouwen, bij een fors hogere koers loopt de winst sterk op.

Een calloptie is een kooprecht dat meer waard wordt als de onderliggende waarde stijgt. In dit geval kopen wij twee callopties met verschillende uitoefenprijzen en verkopen (schrijven) er één met een lagere uitoefenprijs. Voor de geschreven calloptie dient één van de gekochte calls als dekking. De tweede gekochte call kan voor de verdere koerswinst zorgen. Er zal een marginverplichting moeten worden aangehouden, omdat er een verlies kan ontstaan dat wordt veroorzaakt doordat de uitoefenprijs van de geschreven call lager is dan die van de gekochte callopties.

Het zijn indexopties, dus er zullen aan het eind van de rit geen aandelen worden geleverd. Opties met intrinsieke waarde worden op de expiratiedatum contant afgerekend.

We doen een veelvoud van de volgende drie transacties(*):

1. Verkoop (schrijf) 1 calloptie AEX jun 2015 400 à 29,30 euro. Opbrengst per contract 2930 euro
2. Koop 1 calloptie AEX jun 2015 420 à 17 euro. Kosten per contract 1700 euro.
3. Koop 1 calloptie AEX jun 2015 440 à 8,20 euro. Kosten per contract 820 euro.

In totaal brengt deze optieconstructie dus 410 euro op. Het geheel is te ontleden als een geschreven callspread (ook wel: 'backspread') plus een out-of-the money long calloptie.

(*) in dit voorbeeld is afgezien van transactiekosten. Koersen begin december 2014, ga na wat de actuele koersen zijn en pas de strategie daar eventueel op aan.

VIER SCENARIO'S

Bovenstaande optieconstructie is aangegaan bij een AEX van 424 en kan op de derde vrijdag in juni 2015, de dag dat de opties aflopen, op vier manieren eindigen:

1 De AEX staat onder de 400 punten. Alle drie de call-opties in deze constructie lopen waardeloos af. De opbrengst van 410 euro die aan het begin is verkregen is pure winst.

2 De AEX staat tussen 400 en 420 punten. Beide gekochte calls lopen waardeloos af, de geschreven call 400 heeft een koers tussen nul (bij 400 punten) en 20 euro (bij 420). Deze optie zal contant worden afgerekend en dat kost geld. Boven 404,10 punten kost dat dus meer dan aanvankelijke opbrengst van 410 euro.

3 De AEX staat tussen 420 en 440. Het slechtste scenario. De gekochte call 440 loopt waardeloos af, de backspread kost geld. De call 420 heeft een waarde tussen nul (bij 420) en 20 euro (bij 440). Deze optie zal geld opleveren, maar dat valt weg tegen de kosten van de geschreven call 400, die ook zal worden afgerekend, en wel tegen een bedrag tussen 20 (bij 420) en 40 euro (bij 440). Er wordt dus in de backspread gekocht op 420 en verkocht op 400: daar zit 20 euro verlies tussen: 2000 euro per optieconstructie. De opbrengst van 410 euro mag daar vanaf, maar per saldo verliest de belegger tussen 420 en 440 altijd 1590 euro per aangegane constructie.

4 De AEX staat boven de 440 punten. Nu begint het feit dat er meer opties zijn gekocht dan geschreven zich uit te betalen: de gekochte call 440 gaat het verlies op de geschreven callspread compenseren. Per saldo wordt de constructie winstgevend boven de 455,90 punten.

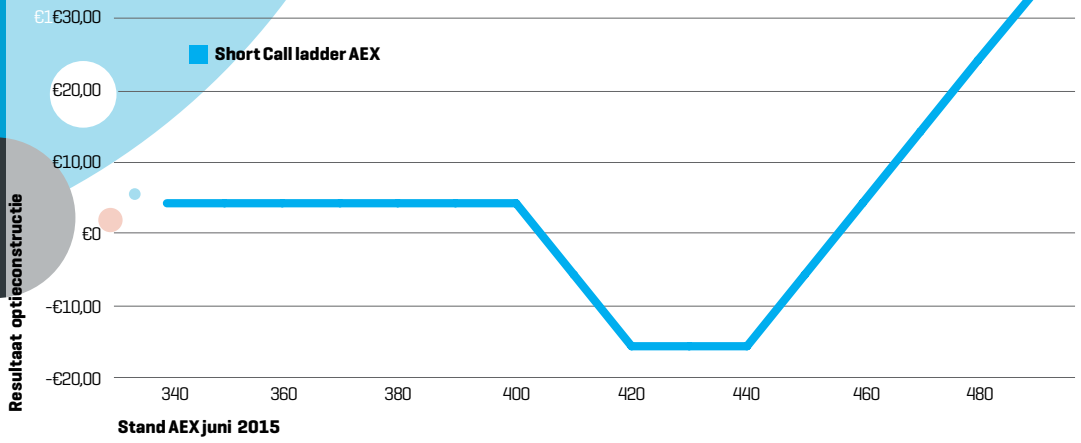
De break-even-punten liggen (voor kosten) dus bij 404,10 en 455,90: als AEX daartussen sluit is er verlies, daarbuiten is er winst. Die winst is aan de onderkant beperkt tot de aanvankelijke opbrengst, aan de bovenkant is de winst in principe onbeperkt.

OPVOLGING CONSTRUCTIE

Elke optieconstructie moet goed bewaakt worden. Het risico van deze Short Call Ladder is dat de AEX nog een half jaar rond de huidige stand blijft hangen. Dan loopt de premie op de twee gekochte calls sneller weg dan die op de ene geschreven calloptie.

Er zullen echter zeker schommelingen zijn, en het kan op die momenten slim zijn delen van de constructie te sluiten waar winst op zit. Na een flinke daling kan bijvoorbeeld de geschreven call worden teruggekocht. De gekochte calls houdt u dan nog even vast om ze te verkopen als de markt weer draait. Verkoop echter nooit beide long calls, dan resteert een short call zonder dekking en is het verlies bij een verder oplopende markt in principe oneindig.

Short Call Ladder met opties AEX juni 2015
Winstgevend bij een AEX onder 404 en boven 456



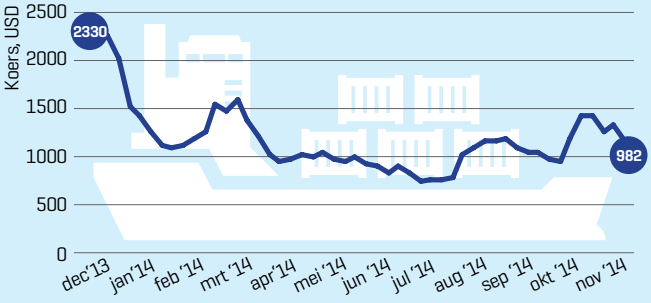
Hoe presteren aandelen wereld-wijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum 7 dec 2014

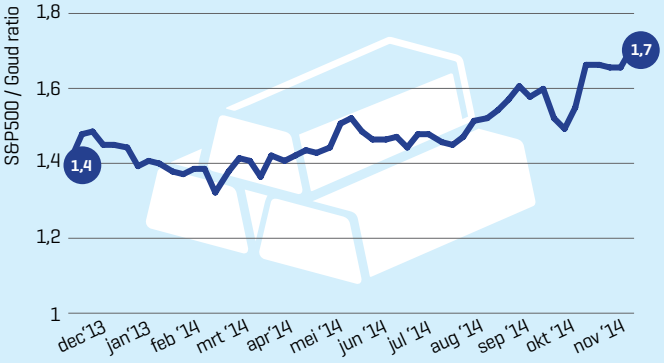
Baltic Dry Index

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



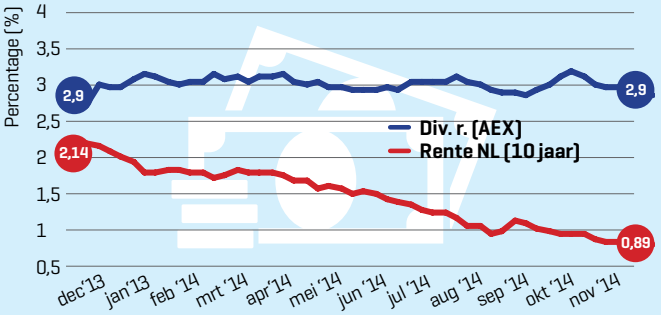
S&P500 / Goud ratio

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

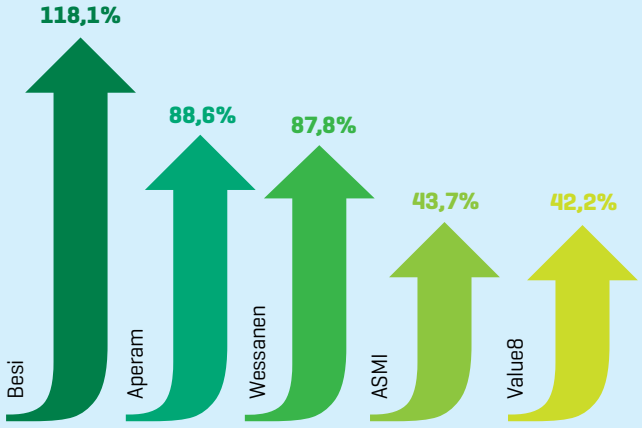


Dividend & rente

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	USG
3	Aperam
4	Galapagos
5	TKH

Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

1	Telegraaf	8,3%
2	Kas Bank	8,1%
3	NSI	7,4%
4	Ballast Nedam	6,2%
5	BinckBank	6,0%

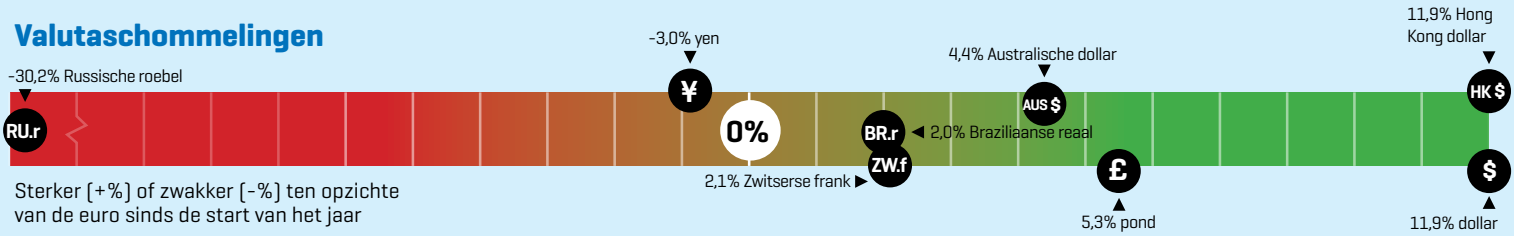
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*

PostNL	Ballast Nedam	SBM Offshore	Delta Lloyd	Ordina
6,2	6,8	7,0	7,9	8,0

*taxaties voor 2015. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



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

Prestaties belangrijkste beurzen wereldwijd

Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Europa (Stoxx 600)	6,9%
VS (S&P 500)	12,3%
VK (FTSE 100)	-0,1%
Japan (Nikkei)	10,0%
Zwitserland (SMI)	12,3%
Hong Kong (Hang Seng)	3,0%
Brazilië (Bovespa)	0,9%
Australië (ASX 200)	-0,3%
Rusland (Micex)	1,7%

Best presterende beurzen

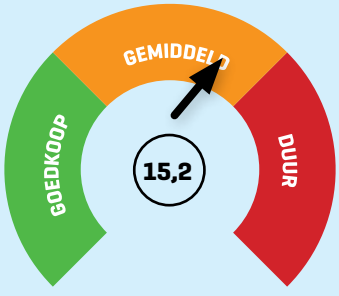
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Merval Index (Argentinië)	78%
Tanzania All Share Index	40%
CSI 300 Index (China)	40%

Goedkoopste beurzen

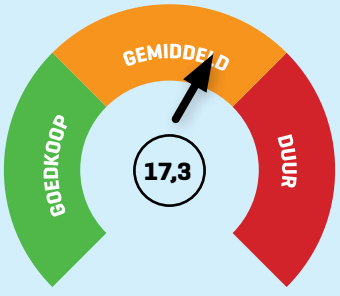
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

PFTS Index (Oekraïne)	4,0
Micex Index (Rusland)	4,8
Blom Stock Index (Libanon)	7,4



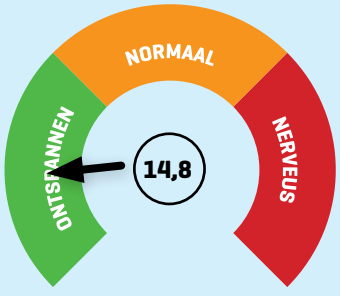
Hoe duur is de AEX?

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



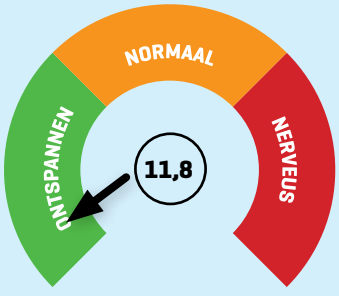
Hoe duur is de S&P 500?

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

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

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

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Basismaterialen & Chemie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
AkzoNobel	€ 57,45	2,0%	14	10	8	2,2	56,8	18,4	15,5	2,5	1,0	9,2	€ 1,48	2,6%	€ 1,56	2,7%
Aperam	€ 25,33	88,6%	14	2	0	2,9	31,9	29,3	14,4	0,8	0,5	5,9	€ 0,10	0,4%	€ 0,41	1,6%
ArcelorMittal	€ 9,90	-23,6%	24	13	7	2,4	12,0	14,5	11,9	0,4	0,3	5,4	€ 0,16	1,7%	€ 0,21	2,1%
DSM	€ 53,76	-5,9%	15	18	2	2,4	55,3	19,5	16,5	1,5	1,1	11,0	€ 1,69	3,1%	€ 1,79	3,3%
OCI	€ 30,23	-7,7%	3	5	1	2,2	33,3	33,1	19,0	4,3	1,4	11,9	€ 0,27	0,9%	€ 0,50	1,6%
Bouw, Industrie & Infra	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Aalberts Industries	€ 23,70	2,3%	5	5	0	2,5	25,9	15,4	13,4	2,5	1,3	10,5	€ 0,46	1,9%	€ 0,53	2,2%
AMG	€ 6,83	-11,8%	3	2	0	2,6	7,8	10,7	8,7	1,8	0,2	4,6	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Antea Group	€ 5,35	2,5%	0	0	0	-	-	-	-	1,2	0,1	8,8	-	-	-	-
Arcadis	€ 25,78	0,6%	6	2	1	2,6	28,8	15,4	12,8	3,1	0,7	11,4	€ 0,61	2,4%	€ 0,73	2,8%
Ballast Nedam	€ 3,09	-59,2%	0	1	2	1,3	6,0	-	6,8	1,1	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,19	6,2%
BAM	€ 2,33	-38,5%	5	4	3	2,2	2,8	258,6	8,5	0,7	0,1	15,3	€ 0,03	1,3%	€ 0,08	3,6%
Boskalis	€ 44,72	16,4%	7	6	1	2,4	46,3	13,2	14,5	2,0	1,5	6,4	€ 1,42	3,2%	€ 1,42	3,2%
Grontmij	€ 3,65	1,4%	3	3	1	2,3	4,3	51,4	13,9	2,6	0,5	12,4	€ 0,00	0,0%	€ 0,04	1,0%
Heijmans	€ 8,75	-16,7%	5	5	0	2,5	12,8	132,6	11,1	0,5	0,1	8,3	€ 0,17	1,9%	€ 0,32	3,6%
Imtech	€ 3,80	-90,8%	0	3	6	1,3	6,302	-	-	-	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Kendrion	€ 22,97	-3,7%	6	0	0	3,0	29,3	13,8	8,7	2,1	0,7	8,4	€ 0,65	2,8%	€ 0,83	3,6%
Nedap	€ 27,10	-9,7%	1	1	0	-	30,0	15,3	13,6	3,5	1,0	9,3	€ 1,29	4,8%	€ 1,55	5,7%
Ten Cate	€ 19,11	-16,6%	5	4	0	2,6	22,8	17,3	13,4	1,1	0,5	9,5	€ 0,51	2,6%	€ 0,55	2,9%
TKH	€ 26,25	3,3%	6	1	0	2,9	30,5	12,2	10,9	2,5	0,8	10,7	€ 0,96	3,6%	€ 1,10	4,2%
Communicatie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Brill	€ 25,00	12,9%	1	0	0	-	25,0	14,8	12,9	1,7	1,6	8,5	€ 1,18	4,7%	€ 1,16	4,6%
DocData	€ 19,16	17,9%	1	0	0	-	25,0	16,5	14,5	3,4	0,8	7,0	€ 0,70	3,7%	€ 0,79	4,1%
KPN	€ 2,66	13,4%	15	12	9	2,2	2,7	45,8	38,5	2,4	1,4	8,6	€ 0,07	2,6%	€ 0,09	3,3%
Reed Elsevier	€ 19,95	29,5%	11	13	3	2,3	18,5	18,8	17,3	15,4	2,0	15,0	€ 0,54	2,7%	€ 0,59	2,9%
Telegraaf	€ 6,05	-33,6%	2	3	0	2,4	7,5	21,8	15,1	1,0	0,5	10,9	€ 0,50	8,3%	€ 0,50	8,3%
Wolters Kluwer	€ 24,28	17,0%	10	13	5	2,2	22,3	15,5	14,4	4,5	2,0	10,4	€ 0,72	3,0%	€ 0,75	3,1%
Consumptie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Accell	€ 13,63	1,7%	0	4	1	1,8	14,5	12,1	11,0	1,3	0,4	9,6	€ 0,52	3,8%	€ 0,58	4,3%
Acomo	€ 18,75	13,3%	1	4	0	2,2	19,4	14,3	13,4	3,4	0,8	12,0	€ 0,84	4,5%	€ 0,89	4,7%
Ahold	€ 14,50	2,5%	11	18	7	2,1	14,1	16,2	14,3	2,7	0,4	7,1	€ 0,48	3,3%	€ 0,52	3,6%
Beter Bed	€ 15,59	-11,4%	5	2	1	2,5	19,3	21,3	15,4	5,4	-	16,6	€ 0,54	3,4%	€ 0,83	5,3%
Heineken	€ 63,21	28,8%	11	19	5	2,2	60,7	21,0	18,7	3,1	1,9	11,9	€ 0,96	1,5%	€ 1,07	1,7%
Nutreco	€ 45,30	25,5%	3	8	2	2,1	43,3	18,6	17,5	3,3	0,8	13,6	€ 1,06	2,3%	€ 1,15	2,5%
Sligro	€ 30,84	9,3%	5	5	0	2,5	32,4	17,0	15,3	2,5	0,5	10,1	€ 1,10	3,6%	€ 1,18	3,8%
Stern	€ 13,04	-12,0%	1	0	0	-	14,0	23,9	6,6	0,5	0,1	7,1	€ 0,07	0,5%	€ 0,99	7,6%
Unilever	€ 33,49	14,4%	8	24	9	2,0	31,8	20,9	19,4	6,8	2,0	12,2	€ 1,11	3,3%	€ 1,17	3,5%
Wessanen	€ 5,33	87,8%	6	2	0	2,8	5,3	21,8	17,8	2,5	0,8	11,7	€ 0,09	1,6%	€ 0,12	2,2%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Brunel	€ 15,16	-31,9%	2	7	0	2,2	18,8	15,0	14,4	2,6	0,5	7,5	€ 0,56	3,7%	€ 0,57	3,8%
DPA	€ 1,59	0,3%	1	0	0	-	2,0	10,6	9,9	1,7	1,0	13,6	€ 0,07	4,4%	€ 0,08	5,0%
Randstad	€ 40,50	-14,1%	15	9	3	2,4	43,1	15,7	13,5	2,3	0,4	11,1	€ 1,15	2,8%	€ 1,35	3,3%
USG	€ 9,14	-5,7%	9	1	0	2,9	12,2	13,3	10,1	1,6	0,3	11,6	€ 0,22	2,4%	€ 0,32	3,5%
Energie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Fugro	€ 17,43	-59,8%	3	9	4	1,9	18,0	161,4	14,4	0,9	0,6	65,9	€ 0,33	1,9%	€ 0,56	3,2%
SBM Offshore	€ 10,14	-31,5%	5	6	7	1,9	12,7	6,3	7,0	1,2	0,5	12,3	€ 0,05	0,5%	€ 0,13	1,3%
Shell	€ 27,24	5,1%	21	13	1	2,6	31,6	9,1	10,4	1,2	0,5	5,0	€ 1,53	5,6%	€ 1,56	5,7%
Logistiek	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Air France-KLM	€ 8,84	16,5%	11	15	4	2,2	7,8	-	10,8	-	0,1	5,1	€ 0,00	0,0%	€ 0,03	0,4%
PostNL	€ 3,28	-21,0%	15	7	1	2,6	4,3	6,8	6,2	-	0,3	3,3	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
TNT Express	€ 5,68	-15,8%	5	12	7	1,9	5,3	20,1	16,0	1,3	0,5	12,1	€ 0,11	1,9%	€ 0,15	2,6%
Vopak	€ 42,63	0,2%	3	11	4	1,9	41,2	19,4	18,1	3,1	4,2	-	€ 0,88	2,1%	€ 0,92	2,2%
Technologie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
ASMI	€ 34,41	43,7%	11	3	0	2,8	38,3	15,8	14,1	1,3	4,0	15,6	€ 0,54	1,6%	€ 0,59	1,7%
ASML	€ 88,90	30,7%	22	14	7	2,3	83,5	34,7	24,8	5,3	6,3	22,0	€ 0,65	0,7%	€ 0,77	0,9%
Besi	€ 17,92	118,1%	4	2	0	2,7	16,8	11,5	10,8	2,3	2,0	9,3	€ 0,65	3,6%	€ 0,69	3,9%
Exact	€ 31,58	34,4%	3	2	0	2,6	32,7	26,5	23,1	7,6	3,6	14,3	€ 1,55	4,9%	€ 1,37	4,3%
Gemalto	€ 66,01	-17,5%	14	4	4	2,5	79,7	19,8	16,1	2,6	2,4	15,0	€ 0,41	0,6%	€ 0,45	0,7%
ICT	€ 5,80	22,2%	0	1	0	-	6,5	19,3	9,4	1,7	0,7	9,9	€ 0,15	2,6%	€ 0,25	4,3%
Neways	€ 7,80	27,2%	1	0	0	-	12,0	10,1	6,8	1,5	0,3	10,3	€ 0,24	3,1%	€ 0,34	4,4%
Ordina	€ 1,30	-31,4%	2	3	0	2,4	1,6	12,3	8,0	0,8	0,3	23,8	€ 0,01	1,0%	€ 0,05	4,0%
Philips	€ 24,25	-9,0%	16	15	3	2,4	26,2	19,8	14,8	2,0	1,0	10,0	€ 0,82	3,4%	€ 0,86	3,6%
TomTom	€ 5,48	6,4%	5	7	4	2,1	5,7	19,4	20,5	1,4	1,3	7,9	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Overig	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Arseus	€ 32,88	18,9%	4	0	2	2,3	45,2	17,8	14,8	6,7	3,1	14,7	€ 0,79	2,4%	€ 0,93	2,8%
Corbion	€ 14,36	-6,8%	7	3	0	2,7	15,9	22,9	19,3	1,8	1,2	14,7	€ 0,19	1,4%	€ 0,27	1,9%
Esperite	€ 1,56	-9,8%	0	0	0	-	-	-	-	0,6	0,5	88,4	-	-	-	-
Galapagos	€ 13,81	-9,7%	7	1	0	2,9	17,6	-	9,2	2,5	2,9	-	€ 0,00	0,0%	-	-
Value8	€ 11,18	42,2%	0	0	0	-	-	-	-	2,1	0,9	13,8	-	-	-	-

	Koers & Rendement		Karakteristieken		Analisten aanbevelingen					Waardering			Verwacht dividend			
Banken	ref. koers	rend. ytd	Leverage ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
BinckBank	€ 7,68	-0,4%	13,4%	16,2%	5	3	0	2,6	9,4	10,0	10,2	1,3	€ 0,40	5,2%	€ 0,46	6,0%
ING	€ 11,74	16,2%	4,9%	7,4%	26	8	0	2,8	13,1	11,3	10,2	0,9	€ 0,04	0,3%	€ 0,52	4,4%
Kas Bank	€ 9,74	-0,1%	5,6%	6,8%	2	2	0	2,5	11,5	6,8	9,5	0,7	€ 0,75	7,6%	€ 0,79	8,1%
Vastgoed	ref. koers	rend. ytd	NAV	bezet-tings-graad	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Corio	€ 40,34	23,8%	€ 38,2	94,0%	3	10	2	2,1	41,1	17,1	17,0	0,9	€ 2,05	5,1%	€ 2,05	5,1%
Eurocommercial Properties	€ 35,54	15,2%	€ 35,7	99,3%	2	9	2	2,0	37,5	17,8	17,5	1,1	€ 1,93	5,4%	€ 1,96	5,5%
Groothandelsgebouw	€ 33,98	-8,9%	€ 45,1	86,0%	0	0	0	-	-	-	-	0,7	-	-	-	-
NSI	€ 3,70	-19,5%	€ 5,3	77,6%	2	3	0	2,4	4,5	10,6	10,6	0,7	€ 0,27	7,2%	€ 0,27	7,4%
Unibail-Rodamco	€ 210,15	12,8%	€ 154,6	96%	9	9	7	2,1	211,0	19,3	18,3	1,5	€ 9,47	4,5%	€ 10,06	4,8%
Vastned Retail	€ 37,10	12,5%	€ 42,2	96,5%	4	5	1	2,3	39,7	16,2	15,7	0,8	€ 1,93	5,2%	€ 1,97	5,3%
Wereldhave	€ 51,48	3,5%	€ 62,5	97,2%	3	6	1	2,2	55,1	17,3	15,4	0,9	€ 2,95	5,7%	€ 2,98	5,8%
Verzekeraars	ref. koers	rend. ytd	IGD ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w14*	k/w15*	price/book	div.14*	div. r.14*	div.15*	div. r.15*
Aegon	€ 6,39	-6,9%	211,0%	7,1%	15	13	5	2,3	6,9	11,1	9,0	0,6	€ 0,23	3,6%	€ 0,25	3,9%
Delta Lloyd	€ 19,00	5,3%	207,0%	21,9%	11	7	1	2,5	21,5	8,7	7,9	1,3	€ 1,03	5,4%	€ 1,04	5,5%

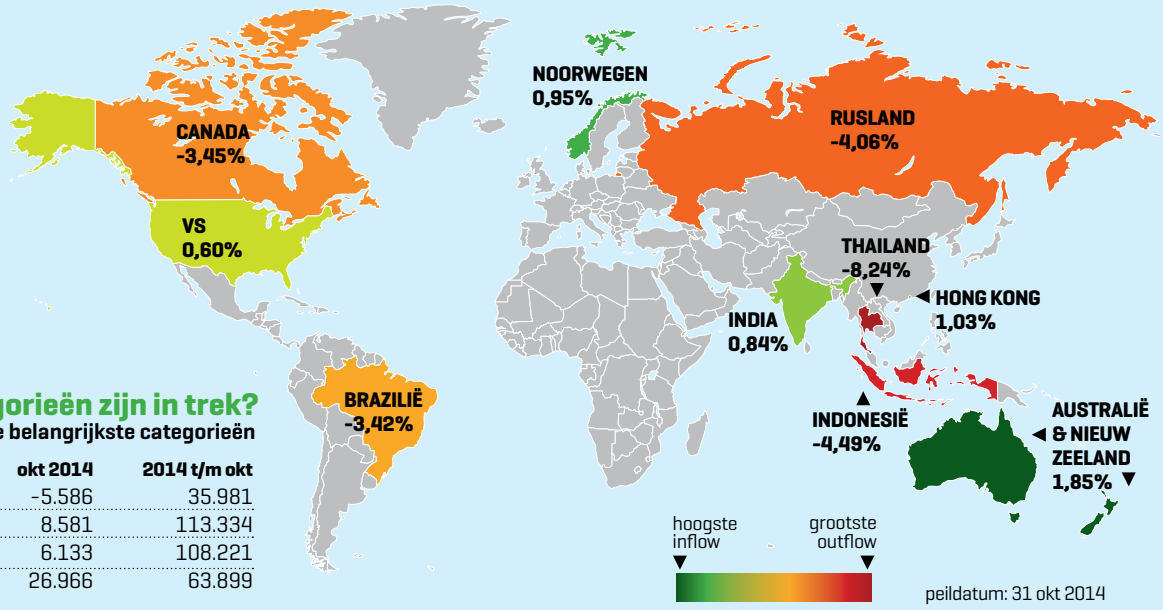
FONDSEN DASHBOARD

Powered by MORNINGSTAR

Beleggingsfondsen zijn het populairste beleggingsinstrument in Nederland. In samenwerking met fondsenspecialist 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?



peildatum: 31 okt 2014

Welke beleggingscategorieën zijn in trek?

Netto instroom van kapitaal in de belangrijkste categorieën

(in mln. euro)

	okt 2014	2014 t/m okt
Aandelenfondsen	-5.586	35.981
Mixfondsen	8.581	113.334
Obligatiefondsen	6.133	108.221
Geldmarktfondsen	26.966	63.899

TOP 5

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

Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Morgan Stanley Investment Funds Global Opportunity	25,92	21,39
Carnegie Worldwide Ethical	25,39	18,61
Invesco Global Structured Equity	25,22	20,10
Lombard Odier Funds - Golden Age	24,90	22,64
SEB Global Chance/Risk	24,39	20,54

Europa

	1 jaar	3 jaar
UBS - European Opportunity Unconstrained	17,96	23,16
Capital Group - European Growth and Income Fund	16,50	22,29
E.I. Sturdza - Strategic Europe Value Fund	16,39	22,00
Invesco - Pan European Structured Equity	15,47	20,01
Robeco European Conservative Equities	15,28	16,27

Nederland

	1 jaar	3 jaar
SNS Nederlands Aandelenfonds	11,27	14,89
Kempen Orange	11,07	18,21
SSgA Netherlands Index Equity Fund	10,53	18,62
Achmea Nederland Aandelenfonds	10,38	18,71
Robeco Hollands Bezit	10,13	16,49

Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
ING (L) Renta Global Bond Opportunities	14,74	5,89
Templeton Global Bond	14,21	9,65
BNY Mellon Global Opportunistic Bond Fund	13,40	8,81
Templeton Global Total Return	13,14	6,89
Carmignac Portfolio Global Bond Fund	12,75	5,96

Europa

	1 jaar	3 jaar
Allianz Europa Obligatie Fonds	14,66	10,91
Pioneer SF Euro Curve 7-10 year	13,52	11,96
AXA Euro 7-10	13,48	11,84
AEGON Europees Obligatie Fonds	12,47	9,09
Natixis Souverains Euro	11,97	10,11

High yield

	1 jaar	3 jaar
UBAM Global High Yield Solution	16,86	15,74
Kames High Yield Global Bond	15,88	14,29
Hof Hoorneman Income Fund	15,85	21,76
Invesco Global High Income	15,69	11,49
Schroder ISF Global High Yield	14,75	13,25

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct, 30 nov 2014. De rendementen over drie jaar in de top 5 rangschikkingen zijn geannualiseerd. Het gaat om bruto rendementen inclusief dividend.

1 CATEGORIE, 3 FONDSEN > AANDELEN VERENIGDE STATEN

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 Robeco US Select Opportunities
LU0955988976

2 Vanguard US 500 Stock Index
IE0032620787

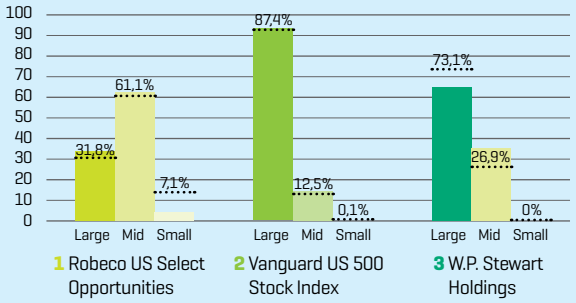
3 W.P. Stewart Holdings
LU0237485098

KENNISMAKING peildata: 30 sep 2014 (fonds 1 en 3) en 31 okt 2014 (fonds 2)

Waar en waarin belegt dit fonds?

Marktkapitalisatie per fonds

⋯⋯ = 3-jarig gemiddelde



Regionale blootstelling

Aandelen + (3-jarig gemiddelde)

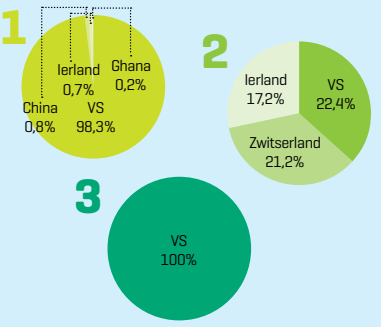
	1	2	3
Ontwikkeld	**99,00%** (99,70%)	**100%** (100%)	**100%** (100%)
Opkomend	**1,00%** (0,30%)	**0,00%** (0,00%)	**0,00%** (0,00%)

Sectoren

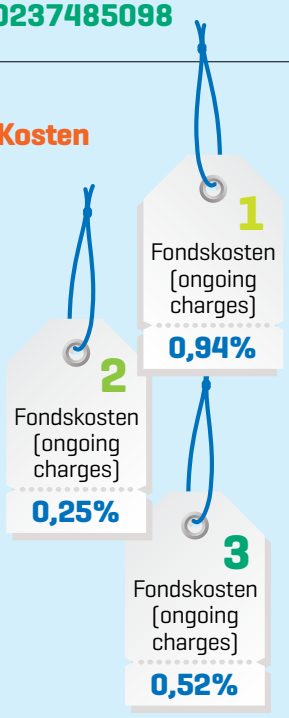
Belegd vermogen

	1	2	3
Defensief	**19%**	**28%**	**18%**
Lichtcyclisch	**35%**	**42%**	**41%**
Cyclisch	**47%**	**30%**	**41%**

Waar belegd



Kosten



VERLEDEN Vergelijking van risico en rendement van de drie beschreven fondsen en die van deze beleggingscategorie als geheel. *peildatum: 30 nov 2014

Historische rendementen

	1 Rendement %	2 Rendement %	3 Rendement %	Categorie %
1 jaar	15,91%	15,98%	15,48%	13,38%
3 jaar	21,76%	19,86%	20,68%	18,37%
5 jaar	18,22%	14,94%	16,83%	13,03%

Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie (3 jr)	10,73%	9,04%	10,84%	10,04%
Maximaal verlies	-47,82%	-51,48%	-48,24%	-51,73%

TOEKOMST

Robeco US Select Opportunities

- **PROCES** Sterke bottom-up benadering waarin waardering, momentum en fundamenteel onderzoek centraal staan.
- **RENDEMENT** De prestaties zijn over 10, 5 en 3 jaar overtuigend.
- **TEAM** Stabiel en zeer ervaren team draagt de verantwoordelijkheid voor dit fonds.
- **FONDSHUIS** Robeco is puur op vermogensbeheer gericht en is overgenomen door het Japanse Orix
- **KOSTEN** Het fonds is iets goedkoper dan de categoriemediaan.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: Bronze

Ondanks de spectaculaire groei in beheerd vermogen is dit fonds nog steeds een goede keuze.

Vanguard US 500 Stock Index

- **PROCES** Het doel is om het rendement van de index te leveren tegen de laagst mogelijke kosten voor de belegger.
- **RENDEMENT** Het fonds heeft de benchmark op de voet gevolgd sinds de oprichting.
- **TEAM** Het fonds heeft een toegewezen beheerder, maar wordt beheerd met behulp van een team benadering vanuit de US.
- **FONDSHUIS** De bron van Vanguard's concurrentievoordeel en het fundament van haar cultuur is haar onderlinge eigendomsstructuur.
- **KOSTEN** Het fonds is zeer scherp geprijsd.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: Silver

Een goede keuze voor beleggers die op passieve wijze in Amerikaanse aandelen willen beleggen.

W.P. Stewart Holdings

- **PROCES** Door fundamenteel onderzoek ondernemingen vinden die een stabiele hoge groei laten zien.
- **RENDEMENT** Goede jaren wisselen mindere af, maar op langere termijn resteert een positief beeld.
- **TEAM** Een ervaren team onder leiding van James Tierney. Per analist worden 5 tot 10 aandelen gevolgd.
- **FONDSHUIS** Wij hopen dat W.P. Stewart haar cultuur kan behouden in de grote Alliance Bernstein organisatie.
- **KOSTEN** Lage basiskosten, maar performance fee structuur mist relevante benchmark.

OORDEEL

Morningstar geeft dit fonds de kwalitatieve Analyst Rating: Bronze

Na de overname houden we de ontwikkelingen extra goed in de gaten.

Effect 01

VOORUITBLIK 29 januari

Naar goed gebruik in het eerste nummer van een nieuwe jaargang Effect: een update van de acties die de VEB voert namens beleggers. Hoe staat het met SNS, Fortis, Van der Moolen en al die andere acties?

ACTIE-UPDATE

COLOFON Nr 12, 18 december

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, Koen Lauwers, Gerben van der Marel, Djaja Ottenhof, Sheila Sitalsing, Wouter Weijand

Redactionele ondersteuning en vormgeving
RedactiePartners MediaGroep (www.redactiepartners.nl)
Marloes Cox, Pleuni Hooghiemstra, Brad Kokke, Wietske Rodenhuis, Carinde Stoffels, Maaike Vries

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

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

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

Bureau Amsterdam:
Adres: Beursplein 5,
Amsterdam
E-mail ncvb@veb.net
website www.ncvb.nl
Geopend: ma., di., do.

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 NL58ABNA 0429655002. 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
HOI 2014 KEURMERK
Effect
ISSN 0165-6341

De VEB schikt voor Imtech-beleggers

Eens te meer blijkt dat het VEB-lidmaatschap loont

U bent VEB-lid

Was u VEB-lid op 6 oktober 2014 en bent u dat nog steeds? Proficiat! U ontvangt minimaal twee keer de compensatie die beleggers ontvangen die pas na 6 oktober 2014 lid werden c.q. worden. Meld u wel even aan voor de VEB-actie Imtech, indien u dat nog niet heeft gedaan. Dat kan via bovenstaande link.

Op onze website leest u meer over de Imtech-schikking.

U bent nog geen lid

Meld u nu aan via bovenstaande link.

Enkele andere openstaande VEB-acties zijn **Fortis**, **SNS Reaal** en **Ahold-Deloitte***. Door nu lid te worden**, verzekert u zich van (volledige) deelname aan open VEB-acties.

Vermogensbeheerder?
Maak uw gedupeerde (particuliere) cliënten nu lid. Vraag naar de voorwaarden via info@veb.net.

* Wijzigingen voorbehouden. VEB-acties kunnen op zeker moment zijn/worden gesloten voor nieuwe leden.
** Op onze website treft u meer informatie over het VEB-lidmaatschap.

nis Actie Service **Kennis Actie Service** Kennis Actie Service Kenn

veb

ADVERTENTIE

CONVENIENT SHOPPING

Wereldhave investeert in winkelcentra in Noordwest Europa die dominant zijn in hun verzorgingsgebied. “Convenient shopping” staat daarbij centraal: een goede bereikbaarheid met een breed aanbod dat voorziet in 90% van de winkelbehoefte, gezellig en gemakkelijk winkelen, aantrekkelijke horeca en een mix van sterke (inter)nationale huurders met “local heroes”.

WWW.WERELDHAVE.COM

WERELDHAVE