



TOPBELONINGEN

Welke topman krijgt teveel betaald?
[En wie te weinig?]

ALARMFASE 1

Strateeg Edward Chancellor over bubbels in China

VASTGOEDAANDELEN

Uitverkoop of niet?

OPKOMENDE SCHULD

Zijn obligaties uit snelle groei-landen terecht populair?

THE LONDON WHALE

Hoe JP Morgan miljarden-verliezen wilde verdoozelen

**BrokerTarieven.nl**

BESPAAR 650 EURO OP UW BROKER!

Uit onderzoek blijkt dat de belegger gemiddeld 650 euro per jaar kan besparen door de goedkoopste broker te kiezen. De kostenverschillen tussen brokers zijn groot en vaak zijn beleggers hier niet van op de hoogte.

**WETEN HOEVEEL U KUNT BESPAREN?
GA NAAR WWW.BROKERTARIEVEN.NL**

Wij vergelijken o.a. de volgende brokers voor u:

ABN AMRO, Alex, Binck, ING, Keytrade Bank, Lynx, Rabobank, Saxo Bank, SNS,
Today's Brokers, TradersOnly

Deloitte moet Ahold belegger betalen!

Dat vindt de VEB



COMPENSATIE

U dacht als belegger niets met accountants te maken te hebben? Dat dachten beleggers in Ahold, Inno-concepts en Enron ook. Door de gebrekkige controle van de jaarrekeningen van beursfondsen hebben accountants beleggers benadeeld.

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

Heeft u aandelen Ahold gekocht in de periode 30 juli 1999 tot en met 23 februari 2003 en wilt u meestrijden voor een compensatie? Word dan nu lid van de VEB.

Meld u direct aan op: www.veb.net/boekhoudflaters



COVERVERHAAL

Welke topman krijgt te veel betaald? (en wie te weinig?)

Een hogere beloning voor de topman? Veel bedrijven noemen het een noodzakelijke inhaalslag. Bij de concurrentie wordt meer betaald, is dan het verhaal. Tijd om de proef op de som te nemen Welke topman verdient meer dan hij presteert en wie krijgt minder?

inhoud

INTERVIEW



16

De bubbels van Edward

Hij was eerst consultant, toen journalist bij zakenkrant Financial Times en nu beleggingsstrateeg bij de Britse vermogensbeheerder GMO. Drie verschillende banen, maar een duidelijke rode draad: Edward Chancellor is specialist in het opsporen van bubbels op financiële markten. Vooral voor China geldt volgens de Brit alarmfase 1.

PRODUCTFOLDER

BNP Paribas Rendement Certificaten vallen pijnlijk door de mand

BNP Paribas wilde beleggers een alternatief bieden voor beleggen in aandelen. Een jaar later blijkt van deze poging weinig terecht gekomen.



20

MACRO



Rumoer op de wereldwijde valutamarkt

Geld bijdrukken om de eigen munt zwakker te maken. Tot voor kort was dat een teken van economisch verval, maar nu wordt het ingezet als middel om economische groei te bereiken. Een riskante tactiek.

42

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

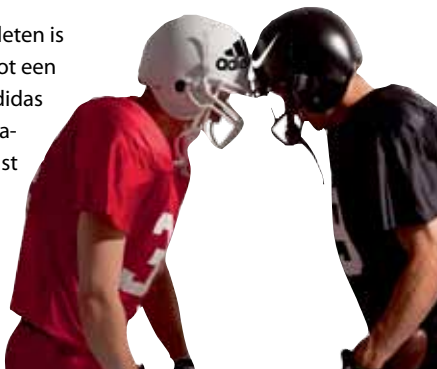
Euro per jaar

Adidas vs Nike

Strijd binnen en buiten het veld

44

Behalve competitie tussen atleten is de sportwereld uitgegroeid tot een slagveld van sportmerken. Adidas en Nike zijn de twee grote riva-
len die hengelen naar de gunst van sporters én hun koop-
lustige fans. Welk aandeel
moeten aandeelhouders
opnemen in de selectie?
Adidas versus Nike.



OPTIES

Beschermd Beleggen

in aandelen ING

46

Putopties kunnen
bescherming bieden bij
onzekere situaties rond een
aandeel. Dat kan wel een
prijs hebben. Putopties kun-
nen bescherming bieden bij
onzekere situaties rond een
aandeel. Dat kan wel een
prijs hebben.



EN VERDER...

Nieuws	6
VEB Nieuws: ledenvragen	23
Damrak: Vastgoedaandelen: uitverkoop of niet?	24
Damrak: Eén mislukte overname kostte Dockwise de kop	27
Obligaties: Opkomende schuld	30
In beeld	34
VS: Londense Walvis was minder dwaas dan zijn bazen	36
China: Suntech, een Chinees groei-ongeluk	40
Grondstoffen: Beleggen tegen stijgende grondstofprijzen	48
Het getal: De koers-boekwaarderatio	50
Koerspagina's	54
Aandeelhoudersvergaderingen	57
Colofon	57
Beursgong & Next	58

COLUMNS

Jan Maarten Slagter 07 Marc Langeveld 13 Paul Frentrop 19
Sheila Sitalsing 21 Wouter Weijand 33

52



Data aandeel-
houders-
vergaderingen

Pagina 57

BAS HARING
in de economie



TIEN JAAR BEURSGANGEN OP HET DAMRAK

NIEUWKOMERS BETER MIJDEN

Als nieuwkomers Douwe Egberts en Ziggo de beurs zouden verlaten, is meer dan de helft van de 32 aandelen die in de afgelopen tien jaar een notering kregen aan het Damrak alweer verdwenen. De meeste aandelen werden per saldo alleen maar minder waard. Beleggers hadden hun geld beter in bestaande aandelen kunnen steken.





HELAAS LIJKEN DOUWE EGBERTS EN ZIGGO DE AMSTERDAMSE BEURS AL WEER SNEL TE VERLATEN

(JAB) wil een bod uitbrengen op het koffie- en theebedrijf.

De onderhandelingen lopen nog, maar het eerste bod was met 12,75 euro per aandeel (inclusief dividend) al ruim boven de beurskoers en nog ruimer boven de koers waartegen Douwe Egberts in juli 2012 naar de beurs kwam: het aandeel opende toen op 8 euro.

SPAREN WAS BETER

In de afgelopen tien jaar (sinds 2003) kregen 32 bedrijven een beursnotering (IPO, Initial Public Offering) aan het Damrak. Van die 32 nieuwe aandelen lieten er 22 een negatief rendement zien. Slechts tien leverden beleggers winst op. Gemiddeld was het koersverlies 22 procent in een decennium waarin de AEX per saldo steeg.

De AEX stond eind 2002 op 322,73, nu is dat zo'n 10 procent meer en dan is het dividend dat voor de AEX hoger is dan bij de nieuwkomers nog niet eens meegerekend. De conclusie is hard: beleggers hadden in de afgelopen tien jaar hun geld beter in de bestaande aandelen kunnen steken dan in de nieuwkomers. Het risico dat zij namen door op beursgangen in te schrijven, werd niet beloond. Een risicoloze spaarrekening rendeerde veel beter.

Zelfs bedrijven die recent met een fikse premie op de beurskoers werden overgenomen, zoals Dockwise en Wavin, leveren per saldo een negatief koersrendement op omdat deze aandelen na

Met de enige twee Nederlandse nieuwkomers op het Damrak uit 2012, Douwe Egberts en Ziggo, ging het de eerste maanden na introductie niet slecht op de beurs. De aandelen stegen flink. Helaas lijken beide bedrijven de Amsterdamse beurs al weer snel te verlaten.

Ziggo zag het Amerikaanse Liberty Global een fors belang nemen in het bedrijf. Liberty Global bezit in Nederland al die andere grote kabelaar, UPC, en schaalgrootte is veel waard in deze sector. Een bod op de rest van de aandelen lijkt een kwestie van tijd.

Bij DE Master Blenders 1573, zoals Douwe Egberts officieel heet, is het al zover. Investeerders onder aanvoering van Joh. A. Benckiser

IN MEMORIAM MARGARET THATCHER

door
Jan Maarten
Slagter



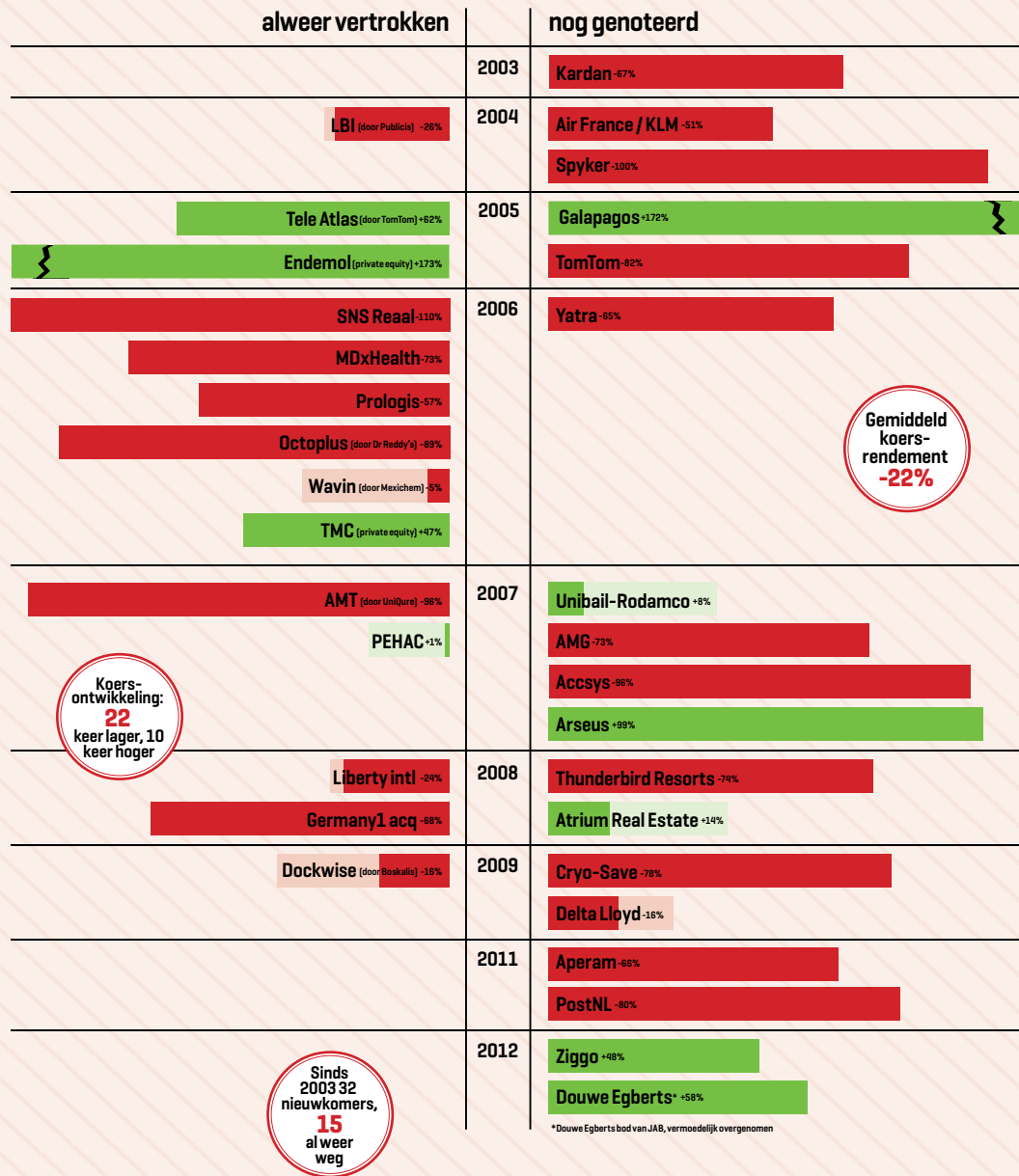
Niet slecht voor een eerste werkdag. Ik mocht drie maanden meelopen op de Newyorkse vestiging van het advocatenkantoor waar ik was aangenomen. Locatie: 5th Avenue, boven het beroemde warrenhuis Saks, tegenover Rockefeller Center. Het was begin november 1993. Vanaf de 23e verdieping keken we neer op het ijsbaantje dat daar in de winter wordt neergelegd. Ik zat net achter mijn bureautje mijn pennen recht te leggen en de werking van de perforator te onderzoeken, toen mijn baas me riep. Hij wees uit zijn raam naar beneden, waar zich een lange rij had gevormd om Rockefeller Center, voor de ingang van de boekhandel die op de eerste verdieping was gevestigd. "Zie je die mensen daar? Die staan in de rij voor Margaret Thatcher, die haar autobiografie signeert. Zorg ervoor dat je een exemplaar krijgt met een persoonlijke opdracht aan Dries van Agt." De oud-premier was op dat moment ambassadeur van de EG in New York en het kantoor had iets goed te maken bij hem.

Vijf minuten later stond ik achter in de rij. "Hm, niet echt wat ik in mijn hoofd had voor mijn eerste klusje als advocaat", dacht ik, bibberend in mijn nieuwe grijze pak. Bij de ingang hing een bord met een variant op de vermaning die in bussen hangt bij de chauffeur: "Do not address Mrs. Thatcher" (ze was het jaar ervoor tot Barones van Kesteven geslagen, maar dat negeerden de egalitaire Amerikanen). Ik was een man op een missie en dook dus toch naar voren toen ik aan de beurt was. "Excuse me, Mrs Thatcher, could you address it to Mr. Van Agt, the former Dutch prime minister?" De Iron Lady keek me fronzend aan. "Former Dutch prime minister? Isn't that Ruud Lubbers?" "No, no, Mr Lubbers is still our prime minister, Van Agt is his predecessor." En ja, daar ging de vulpen naar de bladzijde. Maar ze keek direct weer op: "Van Agt? Is that with a 'G'?" "Yes, ma'am, it's A – G – T".

Een paar dagen liet mijn baas een fraai handgeschreven kaartje zien van Dries van Agt, waarin hij hem bedankte voor het attente cadeau: een boek van zijn oud-collega en goede vriendin.

Ok, de anekdote zegt niet zoveel over de vrouw die 11 jaar premier van het VK was en in die jaren het eilandrijk weer zelfvertrouwen en een competitieve economie gaf. Maar het verscheiden van de Britse staatsvrouw is de laatste kans die ik heb om hem te delen. Bij deze. RIP.

Tien jaar nieuwkomers op de beurs



cennium maar liefst 101 keer een streep door een notering werd gehaald. Meestal waren het overnames, maar ook faillissementen of gewoonweg beëindiging van de beursnotering in Nederland waren de redenen. En daar zijn er dit jaar alweer een paar bijgekomen, want Dockwise, LBI, Mediq en Octoplus zijn of worden overgenomen, Homburg ging failliet en SNS Reaal werd genationaliseerd.

BESCHIEDEN SUCCES

Van de 17 nieuwelingen die dit decennium wel bleven, zijn er maar zes echt Nederlands te noemen. Van die zes zitten er maar liefst vier in min of meerdere mate in een hoek waar de klappen vallen: Spyker, TomTom, Cryo-Save en PostNL. Nummer vijf, Ziggo, is sinds het instappen van Liberty Global een nadrukkelijke overnamekandidaat. Zo gezien is Delta Lloyd het enige succesvolle Nederlandse blijvertje van het afgelopen decennium.

Echt Nederlandse nieuwkomers zijn er de laatste jaren nog maar weinig op het Damrak. TNT deelde zichzelf in 2011 op in PostNL en TNT Express. In 2010 waren er zelfs helemaal geen nieuwkomers. In 2009 kwamen de Nederlandse bedrijven Cryo-Save, Delta Lloyd en Dockwise naar de beurs, waarvan de laatste alweer is overgenomen door Boskalis.

TWEDE NOTERING

Wel zijn er enkele buitenlandse nieuwelingen. Zoals het Egyptische bouwbedrijf OCI dat in januari een notering in Amsterdam kreeg. OCI wordt in dollars verhandeld en de belangstelling voor dit fonds van beleggers is niet al te groot. Op 3 april kreeg het Franse computerbedrijf Gemalto een notering in Amsterdam. Gemalto is wereldmarktleider in digitale beveiliging en maakt chipkaarten en elektronische documenten. Dit is een vennootschap naar Neder-

de beursintroductie eerst stevig onderuit zijn gegaan.

Niet dat er helemaal geen goede IPO's waren, want met de juiste keuzes was er wel degelijk een prima rendement te behalen. Maar de verschillen zijn enorm.

HELFT WEER WEG

Als Douwe Egberts en Ziggo van

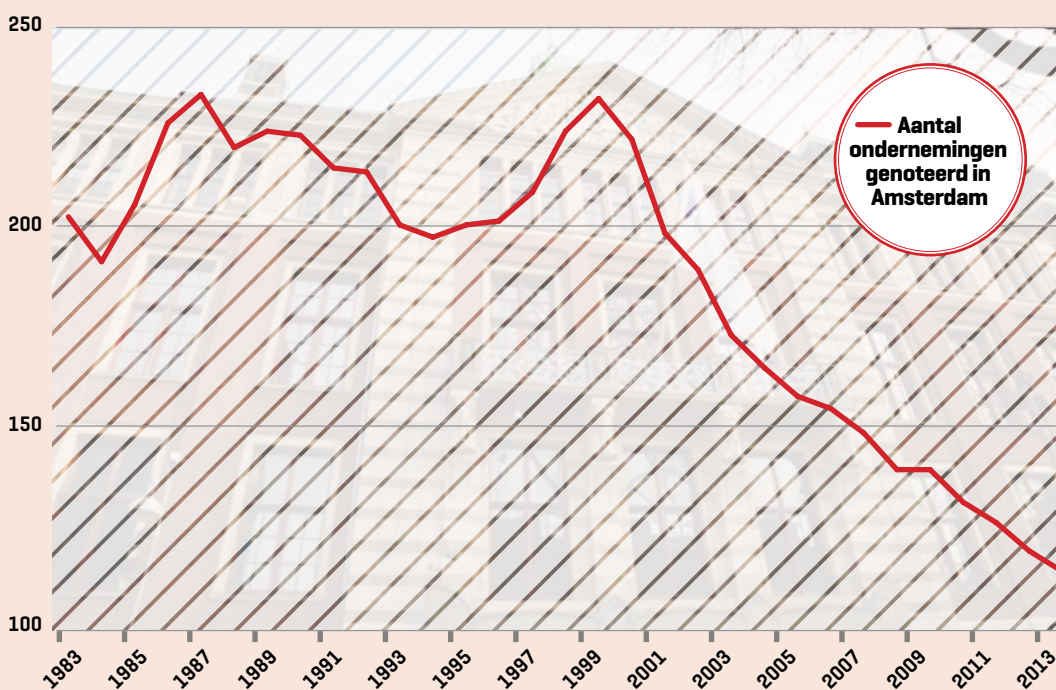
EEN BEURS IS
GEEN MUSEUM
MAAR EEN
MARKTPLAATS

de beurs verdwijnen, is de helft van de 32 aandelen die in de afgelopen tien jaar een notering kregen aan het Damrak alweer verdwenen. Op zichzelf is dat geen ramp, want een beurs is geen museum maar een marktplaats. Kopen en verkopen horen daar nu eenmaal bij. Pijnlijk is dat tegenover de 32 nieuwkomers afgelopen de-

lands recht, met een hoofdkantoor in Amsterdam, maar in het management zit geen enkele Nederlander. Ook is het aandeel al jaren in Parijs genoteerd, waar het ook druk wordt verhandeld en onderdeel uitmaakt van de CAC40. De notering in Amsterdam is dus een tweede notering.

Er staan nu (einde eerste kwartaal 2013) nog 114 bedrijven genoteerd aan het Damrak (tweede noteringen van buitenlandse bedrijven en aandeelvarianten van hetzelfde bedrijf zoals Heineken Holding of de preferente aandelen van Unilever buiten beschouwing gelaten). Dat is een halvering in veertien jaar. Bovendien bevinden zich onder die 114 een flink aantal 'penny stocks', lege hulzen of zeer kleine ondernemingen die op het randje van het bestaansminimum balanceren. De conclusie is pijnlijk: de Amsterdamse beurs loopt snel leeg.

Koerslijst Damrak halveert sinds eeuwwisseling



Het aantal in Amsterdam genoteerde bedrijven blijft sinds 1983 eerst zo'n twintig jaar stabiel rond de 200. Vanaf de eeuwwisseling wordt een daling ingezet die niet meer op lijkt te houden. Sinds de top heeft er inmiddels een halvering plaatsgevonden. De gang van zaken in de eerste maanden van 2013 doet vermoeden dat het aantal noteringen van Nederlandse bedrijven snel onder de honderd gaat zakken.

BESTE EN SLECHTSTE NIEUWELINGEN

TOP 3 BESTE IPO'S SINDS 2003

1 Endemol + 173%

Entertainmentbedrijf Endemol ging twee keer naar de beurs in Nederland. De eerste keer was in 1996 waarna het in 2000 door het Spaanse Telefónica werd opgeslokt. De internethype maakte miljardairs van naamgevers Van den Ende en De Mol. Maar de Spanjaarden brachten Endemol in 2005 weer terug naar de beurs, waarna het in 2007 weer van de beurs werd gehaald door een consortium van private equity-partijen, waaronder nota bene Cyrt Investments van John de Mol. Dit bracht beleggers een koerswinst van 173 procent, waarmee de tweede Endemol-beursgang de beste was van de afgelopen tien jaar.

2 Galapagos +172%

Het Belgische biotechnologiebedrijf Galapagos kwam in 2005 voor 7 euro naar het Damrak, tegelijk met de IPO in België. In Amsterdam, waar het aandeel nog steeds verhandeld wordt, steeg de koers van het aandeel vanaf de beursgang met liefst 172 procent. Geen wonder dat beleggers nauwelijks klagen over het feit dat ze nog nooit dividend hebben gekregen.

3 Arseus +99%

Het eveneens Belgische Arseus is actief in de gezondheidszorg en zag haar koers sinds de beursgang in 2007 bijna verdubbelen. Daarmee is Arseus de op twee na beste IPO van de afgelopen tien jaar. Arseus is nog altijd genoteerd en keert sinds de beursgang ieder jaar een groeiend dividend uit. Ook dat nog.

TOP 3 SLECHTSTE IPO'S SINDS 2003

1 Spyker -100%

De automaker Spyker is met een neuslengte voorsprong op SNS Reaal de slechtste IPO van het afgelopen decennium. Na debacles met een formule 1-team en het Zweedse Saab wist Victor Muller het aandeel waar beleggers in 2004 voor 15,50 euro in konden stappen naar nagenoeg nul te sturen. Dit jaar werden honderd oude aandelen samengevoegd tot een nieuw aandeel Spyker, zodat de koersdaling kan worden voortgezet. Sinds de beursgang werd nooit dividend uitgekeerd. Het koersrendement is [afgerond] min 100 procent.

2 SNS Reaal -100%

Het koersrendement van de genationaliseerde bankverzekeraar SNS

Reaal is nog wat beroerder dan dat van Spyker, want beleggers krijgen vermoedelijk niets terug voor hun aandelen. Maar SNS Reaal, dat in 2006 voor 17 euro naar de beurs ging, keerde bij elkaar wel voor 1,94 euro aan dividend uit. Dat hadden beleggers dan niet moeten herbeleggen in SNS Reaal natuurlijk...

3 Accsys -96%

Het Britse Accsys was al genoteerd in Londen, maar in september 2007 mochten Nederlandse beleggers voor 4,25 euro per stuk ook op het Damrak instappen bij deze maker van chemicaliën voor houtbewerking. Daar is nu nog maar 0,16 euro van over. En ook dividend hebben wij niet veel gezien. Een verlies van 96 procent maakt Accsys de op twee na slechtste IPO van de afgelopen tien jaar op het Damrak.

WELKE TOPMAN KRIJGT TE VEEL BETAALD? (EN WIE TE WEINIG?)



Een hogere beloning voor de topman? Veel bedrijven noemen het een noodzakelijke inhaalslag. Bij de concurrentie wordt meer betaald, is dan het verhaal. Tijd om de proef op de som te nemen. Welke topman verdient meer dan hij presteert en wie krijgt minder?

'Volksinitiatief tegen aftrogelarij'. Zo heette het referendum dat onlangs in Zwitserland werd gehouden over topbeloningen van bestuurders. Gezien de strekking van de vraag die aan de Zwitsers werd voorgelegd, is het nog een wonder dat maar 68 procent instemde met maatregelen om bepaalde bestuurdersbeloningen aan banden te leggen en aandeelhouders meer inspraak te geven.

Toevallig werd het referendum gehouden in een periode dat beloningen van topbestuurders toch al volop in de belangstelling staan. De publicatie van jaarverslagen in de eerste maanden van het jaar zorgt voor duidelijkheid over de vergoedingen die topbestuurders hebben ontvangen. Dat leidt stevast tot ophef, vooral als salarissen omhoog gaan in tijden dat het economisch slecht gaat en de resultaten van bedrijven achteruitgaan.

De Volkskrant analyseerde

de jaarverslagen van de grootste Nederlandse bedrijven en concludeerde dat beloningen van topmannen gestegen waren ondanks dalende winsten. Terwijl de winst bij AEX-bedrijven in 2012 gemiddeld met een derde afnam lag hun inkomen ruim 5 procent hoger dan in 2011.

Die conclusie werd erg gekleurd door een paar uitschieters, want bij twaalf van de 23 onderzochte bedrijven daalde het inkomen van de topman.

COMMOTIE

Veel aandacht was er voor de beloning van ASML-topman Eric Meurice die ruim 11 miljoen euro mocht bijschrijven, terwijl het bedrijf min-

**AFNEMENDE
WINST IS ZEKER
GEEN GARANTIE
VOOR EEN DALEND
INKOMEN VAN DE
TOPMAN**

der winst maakte. Het grootste deel van dat bedrag bestaat uit eerder toegekende bonussen die vorig jaar tot uitbetaling kwamen.

En ook over de beloning van Heineken-topman Van Boxmeer ontstond commotie. Hij krijgt bonussen voor een overname die hij deed in Azië en voor het feit dat hij nog vier jaar als bestuursvoorzitter aanblijft.

Heineken-commissaris Michel de Carvalho reageerde in *Het Financieele Dagblad* op de ophef. "In Nederland leidt dit altijd tot discussie. Van Boxmeer zit nu weer op de mediaan." De Carvalho gebruikt daarbij een argument dat vaker wordt gebruikt als beloningen omhooggaan: internationale bedrijven opereren in een andere categorie en daar horen andere beloningen bij. Met andere woorden: je moet de beloning van bijvoorbeeld de topman van Heineken niet vergelijken met andere beursfondsen in Nederland, maar met de directe concurrentie.

Die exercitie hebben wij uitgevoerd voor de grootste beursgenoteerde bedrijven in Nederland. We vergeleken de prestaties van een bedrijf en de beloning van de topmannen uit dezelfde sector, de zogenoemde 'peers'. De beloning omvat vast salaris en eventuele bonussen, aandelen- of optiebeloningen en vertrekpremies. De prestaties werden gemeten aan de hand van het rendement dat aandeelhouders van de concerns in kwestie de afgelopen drie jaar hebben behaald. De rendementen werden afgezet tegen de gemiddelde beloning voor de topman in de afgelopen drie jaar. Heeft een onderneming meer waarde voor aandeelhouders weten te behalen dan de concurrentie, dan valt een bovengemiddelde beloning te verklaren. Het slechtste van twee werelden is een topman die meer verdient dan zijn concurrenten maar minder presteert.

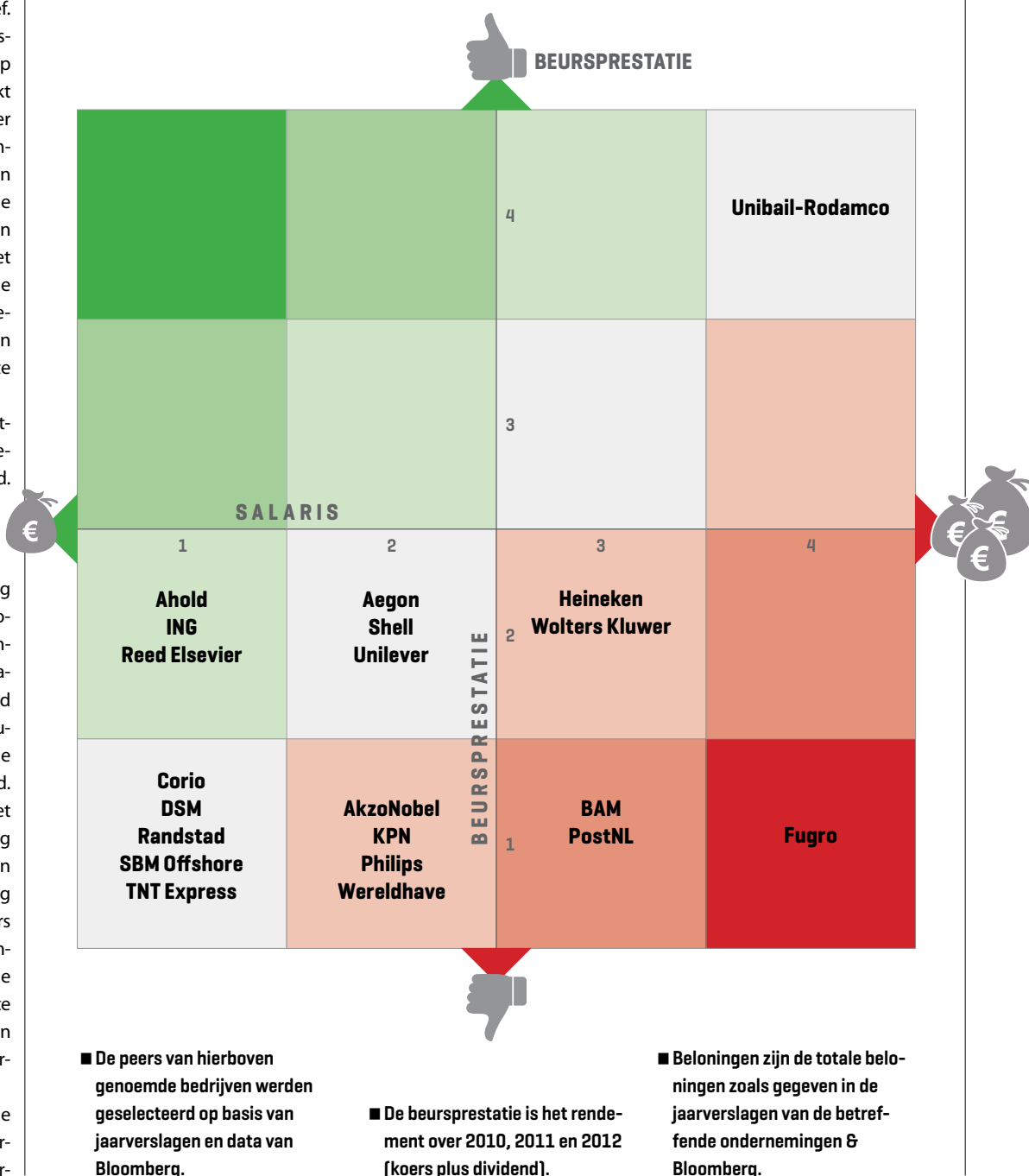
Wij keken naar 21 van de grootste bedrijven op de Nederlandse beurs. Concurrerende, ver-

Wie verdient meer dan hij presteert?

Verdienen Nederlandse bestuurders veel of weinig ten opzichte van hun concurrenten? Om dat te beoordelen, vergeleken we de beloning van de topman met dat van de concurrentie en relateerden dat met de beursprestaties van het bedrijf in de afgelopen drie jaar. We vergeleken de koersprestaties in de afgelopen drie

jaar met die van de concurrentie. Hoe beter de beursprestaties van een bedrijf ten opzichte van de concurrentie hoe hoger de naam in de grafiek hieronder vermeld. Krijgt een topman een beloning die hoger uitvalt dan zijn collega's bij de concurrentie, dan is de naam aan de rechterkant van de figuur terug te vinden.

Bedrijven die rechtsonder in de grafiek staan betalen hun topman gemiddeld meer dan de concurrentie terwijl de rendementen voor aandeelhouders (koersrendement plus dividend) negatief afsteken. Hoe verder een bedrijf in het groen geraakt hoe beter de prestaties voor het ontvangen loon.



gelijkbare bedrijven selecteerden we uit jaarverslagen van de bedrijven en uit de databank van leverancier Bloomberg.

Niet meegenomen zijn bedrijven als TomTom en ASML. Die hebben simpelweg te weinig vergelijkbare concurrenten. Douwe Egberts ontbreekt in dit onderzoek, omdat het in zelfstandige vorm te kort beursgenoteerd is. Staalbedrijven ArcelorMittal en Aperam kennen veel concurrenten in Azië, waar weinig tot geen informatie over beloningen openbaar wordt gemaakt, en bij Air France-KLM was het meest recente jaarverslag nog niet beschikbaar.

BALANS

Uit de analyse blijkt dat geen enkele topman van een groter beursfonds aanzienlijk minder verdient dan

GEEN TOPMAN VAN EEN GROTER BEURSFONDS VERDIENT VEEL MINDER DAN VERGELIJKBAAR PRESTERENDE CONCURRENTEN

vergelijkbaar presterende concurrenten. Vastgoedfonds Unibail-Rodamco is het enige fonds dat tot de best presterende bedrijven behoort binnen de Europese vastgoedsector. Unibail, het grootste vastgoedfonds van Europa, betaalt zijn topman daar ook naar. Afgelopen drie jaar behoorde de beloning van de Fransman Guillaume Poirinal, CEO van Unibail, tot de hoogste onder de grotere vastgoedfondsen.

Ahold, ING en Reed Elsevier presteerden de afgelopen jaren gemiddeld ten opzichte van acht concurrenten. Qua beloning zitten ze aan de lage kant ten opzichte van de peers. Deze bedrijven hebben veel Amerikaanse bedrijven als concurrenten, de beloningen zijn daar traditioneel hoger dan de miljoenen die Dick Boer van Ahold of Erik Engstrom van Reed Elsevier toucheerden. Voor ING geldt daarnaast nog dat het geen bonussen mag uitkeren zolang de in 2008 ontvangen staatssteun nog niet volledig is terugbetaald. Sinds 2010 zijn ook de basissalarissen van het ING-bestuur onveranderd gebleven. Topman Jan Hommen zit sinds zijn aantreden vier jaar geleden op een vast jaar-salaris van 1,35 miljoen euro. Zijn opvolger Ralph Hamers, uit eigen

kweek, begint vanaf oktober met een basisloon van 1,27 miljoen euro.

Bij ING is men niet blij met die loonmatiging. De raad van commissarissen, die verantwoordelijk is voor het beloningspakket, heeft al gewaarschuwd dat het "ernstige consequenties voor het aantrekken en behouden van gekwalificeerd topmanagement" kan hebben.

Een deel van de onderzochte bedrijven zit aan de verkeerde kant van de lijn: relatief hoge beloningen voor ondermaatse prestaties. Dat geldt bijvoorbeeld voor PostNL en BAM. Opvallende uitschieter is Fugro. Van de zeven concurrenten waarmee wij de bodemonderzoeker vergeleken, presteerde afgelopen drie jaar maar één bedrijf slechter op de beurs. Aan de andere kant betaalde Fugro wel meer aan zijn topman dan het gros van de Noorse, Amerikaanse en Franse concurrenten.

De zes best betaalde bestuurders op de beurs

[Naam, onderneming, beloning 2012]

De totale beloning is een optelsom van vaste beloning [salaris], variabele beloning [bonus], pensioenkosten, opties, aandelen en overige emolumenten. Aandelen- en optiecomponenten worden tot de beloning gerekend op het moment van (voorwaardelijke) toekenning. Eventuele gerealiseerde koerswinst op aandelen of opties zit niet in de beloningen.

Volledige uitleg: veb.net/bestuursvoorzitter



BELONING EN PRESTATIES

Een duidelijk verband tussen beloningen en prestaties wordt niet duidelijk uit het onderzoek. Daarvoor is het aantal beursgenoteerde bedrijven van enige omvang in Nederland wellicht ook te gering. Meer helderheid verschaft een onderzoek dat het Zwitserse onderzoeksbureau Obermatt vorig jaar publiceerde. Daarbij werden prestaties (aandeelhoudersrendement en groei van de winstmarges) vergeleken met de beloningen die de honderd grootste Amerikaanse bedrijven en hun peers toekennen aan de topman. Obermatt moest constateren dat er geen relatie was tussen prestaties en beloningen. Bij een zesde van de onderzochte bedrijven bleek de topman meer dan het dubbele te verdienen dan op grond van de bedrijfsprestaties gerechtvaardigd was. De meest overbetaalde topman bleek Ray Irani van Occidental Petroleum, die zes keer meer kreeg dan 'normaal' op basis van zijn prestaties. Beleggers protesteerde, waarna Irani een deel van zijn beloning inleverde. Een jaar later stapte hij op als grote baas.

OPVALLENDE BELONINGEN

Hier en daar een hogere beloning ondanks een daling van de winst. Die conclusie kan getrokken worden na beschouwing van alle jaarverslagen van beursgenoteerd Nederland. Het is deels een logisch gevolg van een trend die vorig jaar al duidelijk werd. Door de kritiek op de bonussen is het vaste deel van de beloning steeds groter geworden. In jaren dat bedrijven minder presteren, wordt de keerzijde duidelijk van die aanpak: de beloning stijgt gewoon door ondanks mindere prestaties, omdat de vaste salarissen niet zomaar kunnen worden verlaagd.

En dan is er de categorie opvallende beloningen, waarbij de hoogte van het bedrag niet de aandacht trekt maar de reden van toekenning. 'De beloning van de CEO is een signaal naar de buitenwereld. Naar klanten. Naar potentiële werknemers,' zo citeerde *Het Financieel Dagblad* onlangs een beloningsadviseur. In dat licht is het de vraag welke boodschap ondernemingen willen geven met onderstaande emolumenten.

HEINEKEN: AANBLIJFBONUS

Niet eerder ging het basissalaris bij een Nederlands beursfonds in zo'n korte tijd zo vaak omhoog als bij Heineken. Topman Jean François van Boxmeer zag de vaste vergoeding in 2009, 2010 en 2011 stijgen.

Dit jaar bleef het basissalaris constant op 1,05 miljoen euro. Toch had Heineken wat moois in petto om zijn dankbaarheid te uiten voor de prestaties van de baas: de retentiebonus. Van Boxmeer krijgt een extraatje om hem aan het bedrijf te binden. In ruil voor zijn contractverlenging ontvangt hij voor 1,5 miljoen euro tekengeld in de vorm

van Heineken-aandelen. Verzilvering van dat pakket mag na vijf jaar.

Behalve een aanblijfbonus geven commissarissen Van Boxmeer ook een extraatje van 2,52 miljoen euro (in aandelen) voor zijn 'excellente' bijdrage in de 'succesvolle' overname van de Aziatische brouwer APB.

Heineken moest tot het uiterste gaan om APB in handen te krijgen en betaalde een stevige overnamepremie. En overnemen is één ding, de acquisitie tot een succes maken iets heel anders. Het echte werk begint nu pas.

ZIGGO: TEKENBONUS

René Obermann wordt de nieuwe topman van Ziggo. Om Obermanns handtekening onder een driejarig contract te bemachtigen, had het Utrechtse kabelbedrijf een tekenbonus van 2,45 miljoen euro klaarliggen. Dit bedrag is volgens de Ziggo-commissarissen bedoeld om hem te compenseren voor de rechten (opties en aandelen) die Obermann achterlaat bij Deutsche Telekom en 'in principe' voorwaardelijk. Het tekengeld komt pas tot uitkering als Obermann drie jaar als bestuursvoorzitter heeft gewerkt.

Zijn transfer komt als een verrassing. Obermann verruult de reus voor klein duimpje. Deutsche Telekom haalde over 2012 met 232 duizend werknemers een omzet van 58 miljard euro. Ziggo haalt krap 1,5 miljard euro binnen met niet meer dan drieduizend mensen.

Volgens Duitse financiële media raakte Obermann steeds meer gefrustreerd over de onbestuurbaarheid van de telecommoloch en zegde daarom begin dit jaar zijn baan op. Obermann zelf verwacht

GELD(S)PRINTERS



door Marc
Langeveld

Er is een al een paar weken een feest bij de burens aan de gang. Niet in mijn eigen appartementencomplex, maar wel in de appartementenblokken naast mij. Deze blokken hebben allemaal financiële namen en heten Nikkei, Dow Jones en SMI en hebben schijnbaar allemaal een eigen geldpers en een huisbaas die het allemaal toestaat. De sky lijkt wel de limit. Het feest zal nog wel even door gaan, maar uiteindelijk zal het feest met een grote klap eindigen en zal iedereen zich plots realiseren dat er veel schade is toegebracht aan de marktwaarde van het appartementenblok.

Gelukkig hebben wij in ons complex een vrouw als huisbaas, ik geloof dat zij Merkel heet. Ons complex beschikt ook over een geldpers, maar Merkel wil niet dat deze ongebreideld gebruikt wordt om onze individuele huisproblemen op te lossen. Mijn afvoer lekt en het plafond kan nodig een likje verf gebruiken, maar de huisbaas vindt dat ik dat zelf maar moet oplossen. Zij heeft namelijk slechte ervaringen gehad toen zij nog aan de Weimarstraat woonde en daar was het helemaal uit de hand gelopen. Een aantal bewoners met relatief hoge schulden gaat nu regelmatig tekeer tegen Merkel dat zij veel te streng is en het veel gezelliger in de flat zou zijn als wij ook de geldpers vol zouden aanzetten. Diverse rijkere bewoners steunen Merkel en vinden dat de bewoners die boven hun stand geleefd hebben maar eerst zelf de tering naar de nering moeten zetten en dat doet de solidariteit in de flat geen goed.

Nu even terug naar de realiteit. De beurzen/landen waar het feest in volle gang is zijn Amerika, Zwitserland en Japan, niet toevallig juist de landen waar de geldprinter overuren maakt. Vanaf 1 januari steeg de Dow Jones met 11 procent, de Nikkei met 27 procent en de Zwitserse SMI met 13 procent. De Japanse Nikkei is de afgelopen vier maanden zelfs met 40 procent gestegen en zelfs als we voor de schade aan de Yen corrigeren blijft er nog 15 procent over. Dit staat in schril contrast met de Eurostoxx en AEX die licht gedaald zijn. De euforie komt door de geldprinters en de belofte door Centrale Bankiers dat er meer zal volgen, zoals de Japanse tegenhanger van onze Draghi, Haruhiko Kuroda vorige week bevestigde. Ik heb wel een idee hoe en waar dit gaat eindigen, maar tot die tijd feest ik maar een beetje mee, bij de burens.

bij Ziggo meer 'operationeel' bezig te kunnen zijn. Wat Obermann niet wist toen hij zijn krabbel zette, is dat hij te maken krijgt met een nieuwe grootaandeelhouder. Vorige maand kocht het Amerikaanse Liberty Global, moederbedrijf van kabelaar UPC dat ook in Nederland actief is, zich voor 12,65 procent in als aandeelhouder.

DSM: JUBILEUMFEESTJE

Ook in de categorie beloningen voor loyaliteit valt bestuursvoorzitter Feike Sijbesma van DSM.

In 2006 stuitten de plannen van DSM om trouwe aandeelhouders te belonen met een extra dividend op verzet bij diezelfde aandeelhouders. De invoering van een dergelijke loyaliteitsuitkering om beleggers te binden, ging uiteindelijk niet door. Maar de plannen bleven blijkaar leven in Limburg. Topman Sijbesma krijgt een loyaliteitsbonus. Hij vierde zijn 25ste dienstjaar bij het concern en kreeg van zijn commissarissen een jubileumbonus van 117 duizend euro toegekend.

DSM viert het jubileumfeestje liever in besloten kring. In een voetnoot op nog net niet de laatste pagina van het jaarverslag is vermeld dat het basissalaris van Sijbesma is

verhoogd met een 'eenmalige betaling als gevolg van zijn 25-jarige dienstbetrekking'.

Door dat gebaar kwam zijn vaste salaris uit op 957 duizend euro. In datzelfde jaarrapport staat dat 'gegeven het onzekere economische klimaat de vaste salarissen van bestuurders niet zijn verhoogd in 2012'.

DSM heeft wel creatief moeten rekenen om de kwarteeuw vol te maken. Sijbesma was eerder bestuurder van Gist-Brocades, producent van medicijnen en voedingsmiddelen ingrediënten, toen DSM dat bedrijf in 1998 overnam. Bij DSM is hij dus eigenlijk 'pas' 15 jaar in dienst.

AEGON: LAST VAN LAGE RENTE

Voor verzekeraars is een lage rente slecht nieuws. De verzekeraar kan de ontvangen premies minder lucratief wegzetten en dat vreet aan het verdienmodel.

Diezelfde lage rentestand heeft ook gevolgen voor de pensioenpot van bestuursvoorzitter Alex Wynaendts. De topman krijgt mede daarom een pensioenstorting van ruim 1,2 miljoen euro om zijn pensioenregeling gebaseerd op eindloon afgefinancierd te krijgen. Vorig jaar was dat 645 duizend

euro. Die stijging wordt overigens ook verklaard door zijn hogere vaste salaris (tot 1,049 miljoen euro).

SHELL: IN HET VASTGOED

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) meldde recent dat één miljoen huizen onder water staan. De hypotheek die erop rust is dus hoger dan de huidige waarde.

Dat voormalig Shell-bestuurder Malcolm Brinded zich over een restschuld niet druk hoefde te maken, had Shell bij zijn vertrek vorig jaar al bekendgemaakt. Mocht Brinded zijn in 2002 voor 3,4 miljoen dollar aangekochte Wassenarese huis met verlies van de hand doen, dan zou Shell het verschil tussen aan- en verkoopprijs bijleggen. Onlangs bleek het olie- en gasbedrijf zelf de koper van het pand, voor 2,4 miljoen dollar was Shell de nieuwe eigenaar. Brinded kreeg een nettobedrag van één miljoen dollar overgemaakt.

Maar het kostte Shell meer dan 3,4 miljoen dollar. Ook de fiscus eiste zijn deel op. Daardoor liepen de kosten op tot 4,4 miljoen dollar. Op de balans van Shell staat nu een huis met een waarde van 2,4 miljoen dollar dat 4,4 miljoen dollar gekost heeft. Gelukkig is Shell geen bank.

TELEGRAAF MEDIA GROEP: VRIENDENPRIJS

43,7 miljoen euro in harde contanten legde Telegraaf Media Groep (TMG) eind 2010 op tafel voor vriendenwebsite Hyves. De opkomst van Hyves ging razendsnel, de ondergang nog rapper. Binnen twee jaar is duidelijk dat de overname tot faliekante miskoop kan worden bestempeld. Het aantal 'vrienden' loopt in sneltreinvaart weg bij de site en stapt over op Facebook en Twitter.

Het brein achter die overname, bestuurder Patrick Morley, vertrok mei vorig jaar, maar pas sinds het verschijnen van het jaarverslag vorige maand weten beleggers dat Morley 1,2 miljoen euro meekreeg.

TENCATE: SCHADELOOSSTELLING TOPMAN

De beloningsparagraaf van het jaarverslag van textielfabrikant Ten Cate bevat een cryptische passage. Topman Loek de Vries blijkt een 'schadeloosstelling' te hebben ontvangen van 1,2 miljoen euro 'ter oplossing van een door de vennootschap in 1995 veroorzaakt juridisch geschil'. Commissarissen vonden dat na acht jaar procederen de tijd was gekomen om de procedures te staken. Met de fiscus is inmiddels ook een overeenkomst gesloten.

GOUDEN HANDDRUKKEN IN SOORTEN EN MATEN

De vertrekbonussen ontbreken ook dit jaar niet in het overzicht van opvallende beloningen. Van Lanschot Bankiers besloot begin vorig jaar in 'onderling overleg' afscheid te nemen van topman **Floris Deckers**. Na vrijwillig vertrek is een gouden handdruk ongewenst volgens de regels voor goed ondernemingsbestuur. Aftredend topman Deckers, die negen jaar aan het hoofd stond van de Bossche bank, kreeg een vertrekpremie van 650 duizend euro, wat doet vermoeden dat zijn vertrek minder vrijwillig was dan Van Lanschot aanvankelijk wilde doen voorkomen.

Ook krijgt Deckers, ondanks zijn aftreden per 1 januari 2013, vanwege zijn opzegtermijn tot 1 juli doorbetaald, een bedrag van minstens 375 duizend euro. De komende anderhalf jaar moet hij zich bovendien beschikbaar houden voor 'advieswerkzaamheden' tegen een vast honorarium van 75 duizend euro.

Vorig jaar zomer was Van Lanschot ook al voropaginanieuws. Deckers' opvolger, **Karl Guha**, ontving een tekenbonus van 750 duizend euro om de overstap van de Italiaanse bank UniCredit te maken. Een derde



daarvan zal Guha gebruiken voor de aankoop van [certificaten van] aandelen Van Lanschot. Een andere route om vertrekkende topmannen toch nog een extraatje te geven is de pensioenpot. Zo kreeg vertrekkend AkzoNobel-topman **Hans Wijers** na zijn vrijwillige

vertrek vorig jaar behalve een vertrekpremie ook een pensioenpremie mee, goed voor een totaal van 1,8 miljoen euro.

Harry Koorstra van postbezorger PostNL vertrok vorig jaar met slaande ruzie maar zonder vertrekpremie. Dat was naar eigen zeggen "tegen zijn principe". De PostNL-baas hield wel recht op zijn opzegtermijn van 6 maanden [375.000 euro], kreeg een storting van twee euroton in de pensioenpot en een uitbetaling van resterende vrije dagen [167 duizend euro].

HOE SELECTEERT U DE JUISTE VERMOGENS- BEHEERDER

De spaarrente staat op een bedroevend laag niveau, na aftrek van vermogensrendementsheffing en inflatie verdampt uw vermogen zelfs. Ook grootbanken hebben veel krediet verspeeld bij de consument. Daarom kiezen steeds meer beleggers voor het beheer van hun vermogen een onafhankelijke vermogensbeheerder. Maar welke vermogensbeheerder past het beste bij u?

De Beleggingsassistent, een adviesbureau op het gebied van vermogensbeheer, geeft alvast **5 bruikbare tips**.



1 VERGEET DE GROOTBANK

Bankkantoren worden gesloten en gecentraliseerd, accountmanagers komen en gaan! Wilt u ieder jaar uw verhaal opnieuw vertellen? Denk bij uw zoektocht eens aan een onafhankelijke en gespecialiseerde vermogensbeheerder waarbij u rechtstreeks contact heeft met één van de partners van het kantoor. Als aandeelhouder is men zeer betrokken en direct afhankelijk van uw tevredenheid.

2 FLEXIBEL IS BETER

Onderzoek heeft uitgewezen dat uw jaarlijks rendement voor meer dan 90% bepaald wordt door de verdeling over aandelen, obligaties en andere beleggingscategorieën.

Stapt de vermogensbeheerder ook wel eens uit aandelen bijvoorbeeld? Zeker verstandig als de marktomstandigheden erom vragen. Maar kunnen ze het ook? Hoe flexibeler in de mogelijkheden, hoe beter.

3 BEGRIJP DE BELEGGINGEN

Gestructureerde notes, hedgefondsen, steepeners en perpetuele obligaties! Een greep uit de gecompliceerde beleggingen die we regelmatig terugzien in effectenportefeuilles. Beleggers hebben vaak geen idee welke risico's ze lopen en vertrouwen volledig op hun adviseur. Vraag echter de adviseur het hemd van het lijf over de risico's van de beleggingen binnen de portefeuille. Net zo lang tot u het begrijpt!

4 KRIJG ALLE KOSTEN BOVEN WATER

Veel vermogensbeheerders doen geheimzinnig over hun totale kosten. Vreemd! Zeker als er op de websites is te lezen dat ze volledig transparant zijn. Vraag naar beheerfee, performancefee, (indirecte) product- of fondskosten, administratiekosten, transactiekosten en het bewaarloon. Krijgt u niet het volledige kostenplaatje, mijd dan deze vermogensbeheerder!

5 VRAAG NAAR RESULTATEN

Het vergelijken van resultaten loont, en dan het liefst over een langere periode. Het geeft u inzicht hoe de denkwijze van de vermogensbeheerder heeft uitgepakt de afgelopen jaren. Neem geen genoegen met een mooi verhaal dat iedere portefeuille anders is en dat men geen 'algemene' cijfers heeft. Vraag desnoods om een anonieme klantrapportage. Immers, een vermogensbeheerder die trots is op zijn prestaties laat ze graag aan u zien!

HULP NODIG BIJ HET SELECTEREN VAN DE JUISTE VERMOGENS- BEHEERDER?

Doe de QuickScan
Vermogensbeheer op
www.beleggingsassistent.nl

Of neem contact op
met onze adviseurs
op **020-7162697**

DE BUBBELS VAN EDWARD



Hij was eerst consultant bij investeringsbank Lazard, toen journalist bij zakenkrant Financial Times en nu beleggingsstrateeg bij de Britse vermogensbeheerder GMO. Drie verschillende banen, maar een duidelijke rode draad: Edward Chancellor is specialist in het opsporen van bubbels op financiële markten. Vooral voor China geldt volgens de Brit alarmfase 1.

Zet twee of drie economen bij elkaar en je zit al gauw met vier of vijf meningen. Toch is de beroepsgroep het roerend eens over de oorzaken van de Amerikaanse kredietcrisis.

Een cocktail van ongebreidelde kredietgroei, grootschalige handel in exotische beleggingsproducten en de overtuiging dat de overheid altijd een helpende hand biedt aan falende banken waren de katalysatoren van een almaar groeiende vastgoedzeepbel die uiteindelijk in 2007 uit elkaar spatte.

Edward Chancellor wijst al jaren op de parallellen tussen de toestand van de westerse wereld in de aanloop naar de kredietcrisis en de situatie in China nu. Volgens de als historicus opgeleide Brit die zowel aan het Oxford als Cambridge studeerde, zijn de problemen in China niet langer onder het tapijt te schuiven. "Ik geloof dat de Chinese overheid banken niet langer uit de wind kan houden omdat die te zeer zijn blootgesteld aan het veel te hoog gewaardeerde vastgoed."

De spookstad Ordos-Kangbashi in Noord-China staat symbool voor de vastgoedproblemen waarmee China kampt: binnen enkele

jaren gebouwd inclusief pleinen, winkelcentra en kolossale kantoorpanden, maar met één probleem: er zijn geen inwoners. Niet alleen lege gebouwen zijn voor Chancellor reden tot zorg. "Hoe meer Chinezen Gucci-tassen kopen, hoe sterker ik ervan overtuigd ben dat de economie van het land een bubbel is."

Een interview met de strateeg van vermogensbeheerder GMO, die samen met zijn collega's een pot van honderd miljard dollar belegt voor grote beleggers uit alle hoeken van de wereld.

Welke overeenkomsten ziet u tussen het Westen van voor de kredietcrisis van 2007 en het huidige China?

Forse kredietgroei is de belangrijkste factor bij het identificeren van bubbels. In dit licht baart het mij zorgen dat de schuld van China ten opzichte van het nationaal inkomen harder is gegroeid dan in alle landen die nu kampen met schuldproblemen, waaronder bijvoorbeeld Griekenland.

Andere belangrijke parallellen die je kunt trekken, zijn steeds minder regelgeving en een almaar groeiende financiële sector die ondoorzichtige producten aan de man brengt. Dit zag je niet alleen in de Verenigde Staten vijf jaar geleden, maar ook bijvoorbeeld in het Japan van de jaren tachtig.

U heeft het over ondoorzichtige producten. Waar doelt u op?

In China neemt de populariteit van zogeheten *wealth management*-producten almaar toe. Banken verkopen ze als veilige vervangers van deposito's aan met name particulieren, maar de producten bestaan uit een samenraapsel van allerlei risicovolle beleggingen, zoals overgewaardeerd vastgoed.

Chineze burgers nemen deze producten gretig af, omdat ze een rendement bieden dat wel 2 procent hoger ligt dan de extreem lage rentes op sparen.

"HET CHINESE KREDIETSYSTEEM IS DOORDRENKT MET ONGEZONDE PRIKKELS OP EEN SCHAAL DIE IN DE GESCHIEDENIS NOG NOOIT IS VERTOOND"

Zien Chinese consumenten deze risico's?

Uit een onlangs gehouden peiling bleek dat de Chinezen geen flauw idee hebben waarin zij beleggen. Banken doen ook weinig moeite dit inzichtelijk maken. Al zouden particulieren zich willen verdiepen in de materie; de documentatie is veelal gewoonweg niet aanwezig. Eenzelfde patroon zag je aan de vooravond van het uiteenspatten van de vastgoedbubbel in de Verenigde Staten. De documentatie van de hypotheeken die werden verpakt in speciale pakketjes die weer werden verkocht aan beleggers, was vaak helemaal niet op orde.

Hoe verklaart u dat er in deze producten wordt belegd?

Banken bieden weinig rente en er gelden kapitaalrestricties waardoor Chinezen moeilijk in het buitenland kunnen beleggen. Maar het belangrijkste is wellicht dat Chinezen het idee hebben dat de overheid hen te hulp schiet als de *wealth management*-producten minder waard blijken te zijn dan waarvoor ze zijn verkocht.

Tot nu toe is dit ook het geval geweest. Eind vorig jaar kwam een maker van dit soort producten in de problemen en toen dook er uit het niets een verzekeraar op die beleggers compenseerde. Heel vreemd, want niemand kon vaststellen of er überhaupt een contractuele relatie was tussen beleggers, de bank in kwestie en de mysterieuze verzekeraar.

U stelt dat beleggers risico nemen, omdat zij weten dat de overheid de helpende hand biedt als het fout gaat. Is dit een groot probleem in China?

Misschien lijkt het alsof ik overdrijf, maar het Chinese kredietstelsel is doordrenkt met ongezonde prikkels op een schaal die in de geschiedenis nog nooit is vertoond. In China zijn de vier grootste banken in handen van de overheid. Als grootste aandeelhouder kan



de overheid opleggen dat een bank krediet moet verschaffen aan staatsbedrijven en grote overheidsprojecten. De post met slechte leningen is hierdoor groter dan ooit. Begin 2000 ging het al eens fout. Toen kwam ruim een derde van het door banken uitgeleende geld niet terug. Ook toen doken er opeens allerlei partijen op die de leningen tegen het volle pond overnamen.

Hoe lang gaat dit nog goed?

Voorspellen wanneer bubbels knappen, is het moeilijkste wat er is. Er zijn deskundigen waar ik groot respect voor heb die claimen dat het nog jaren kan duren voordat het fout gaat. Ik denk dat het echt niet lang meer kan duren.

Het groeimodel van China is volledig gestoeld op stijgende vastgoedprijzen en torenhoge investeringen in infrastructurele projecten waar weinigen ooit gebruik van zullen maken. Laatst was ik op werkbezoek in China en bezocht een megalomaan vastgoedproject buiten Beijing. Op de weg daarheen zag ik het ene lege pand na het andere. Honderden enorme gebouwen met leegstanden van tussen de 80 en 90 procent. Als de muziek stopt, gaat het helemaal fout.

Kan de overheid iets doen om het tij te keren?

Daar is het te laat voor. De Chinese overheid weet dit ook, denk ik. Er wordt nu al acht jaar door de overheid geroepen dat ze de economie stabiel wil maken. Maar de meest wankelende pijler onder de economie, de investeringen in nutteloze projecten, wordt ondertussen alleen maar groter.

Toen de overheid in 2011 maatregelen nam om de oververhitte vastgoedsector langzaam af te laten koelen, werd een domino-effect in gang gezet. De speculatie in grond stopte, waardoor lokale overheden hun inkomsten zagen instorten en in gebreke moesten blijven bij uitstaande schulden. De Chinese economie viel van een

klif. En ook hier kwamen er snel weer staatsbedrijven die land tegen stevige prijzen opkochten om te ontwikkelen. Ook werden er weer grote infrastructurele projecten opgestart. De Chinese overheid blijft maar doorgraven aan een diep graf voor zichzelf.

Als China instort, valt het Westen dan ook in een diepe kuil?

Dan hebben we inderdaad een probleem. China is de tweede economie ter wereld en levert op dit moment veruit de belangrijkste bijdrage aan de groei van de wereld-economie. Sommige economieën zullen harder getroffen worden dan andere. Duitsland, Zwitserland en Italië worden relatief hard geraakt omdat zij veel BMW's, luxe horloges en Ferrari's naar China exporteren.

In mijn ogen zullen de gevolgen voor de Verenigde Staten beperkter zijn. De dollar zal waarschijnlijk in waarde stijgen en de Chinese munt Renminbi zal juist flink devalueren. Overigens verwacht ik weinig gevolgen voor westerse banken omdat hun Chinese collega's redelijk losstaan van ons financiële systeem.

Zou u beleggers Amerikaanse aandelen willen adviseren?

Helaas is het niet zo simpel. Amerikaanse aandelen zijn op dit moment erg duur. Je hebt niet zoveel aan een stijgende dollar als aandelenkoersen een flinke tik krijgen. Al stelt mij het wel gerust dat wij bij GMO op dit moment beleggen in redelijk geprijsde aandelen van grote Amerikaanse multinationals. Die verkopen natuurlijk ook producten in China, maar zullen wel over de klap heen komen.

Nederlandse ondernemingen als Unilever zetten zwaar in op de verkoop van producten aan de uitdijende Chinese middenklasse. Is dit wel verstandig?

Er is natuurlijk een verschil tussen de problemen op korte termijn en de investeringen die multinationals



Ordos-Kangbashi is gebouwd voor meer dan een miljoen inwoners. In praktijk is het een vrijwel lege spookstad.

doen met termijnen van wel dertig tot veertig jaar. Maar de groei van de consumentensector waar veel bedrijven op inzetten, is allerminst vanzelfsprekend, in ieder geval niet in de nabije toekomst. Consumenten doe je voornamelijk met je inkomen, en als veel mensen hun geld verdienen in de straks opgeblazen bouw- en vastgoedsector, hoe krijg je ze dan aan het werk in een heel andere sector waar de economie in de toekomst om vraagt? Dat gaat niet zomaar lukken.

Het Westen is overigens al decennia bezig producten aan de man te brengen in China. Eind achttiende eeuw reisde lord George Macartney als eerste Engelse ambassadeur richting China om de markt open te breken. Binnen enkele jaren keerde die missie zonder succes terug naar het thuisland. Anno 2013 maken topmannen in hun presentaties nog altijd goede sier met de kansen die één miljard consumerende Chinezen bieden. Feit is

**"ZWITSERSE
HORLOGE-
VERKOPEN LIJKEN
WEL EEN FUNCTIE
VAN CORRUPTIE,
KREDIETGROEI
EN EEN ALMAAR
UITDIJENDE
VASTGOEDMARKT"**



dat het lastig blijft om geld te verdienen in China.

Zijn er nog indicatoren waar we op moeten letten om te bepalen wanneer het echt fout gaat met China?

Het klinkt wat vreemd, maar ik kijk onder andere naar de verkoop van luxe-artikelen. De verkoop van Zwitserse horloges lijkt wel een functie van corruptie, kredietgroei en een almaar uitdijende vastgoedmarkt. Voor het signaleren van acute problemen is het beter om te kijken naar de rente die banken elkaar in rekening brengen, de zogeheten Shanghai Interbank Offered Rate. Deze rente is de laatste tijd relatief laag, maar als het banksysteem gaat haperen, zal deze hard oplopen.

Het is overigens nooit verstandig om naar één economisch cijfer te kijken, en al helemaal niet in China. Ik heb de ervaring dat als beleggers te veel naar hetzelfde getal staren, de Chinese statistiek-

bureaus al snel dit cijfer gaan manipuleren. Ik kijk daarom naar een combinatie van maatstaven die iets zeggen over de kredietgroei, land-verkopen en huizenprijzen.

Eerst zakenbankier, toen journalist en nu strateeg voor een vermogensbeheerder. Hoe kijkt u terug op uw opmerkelijke carrièrepad?

De verschillen zijn op papier groter dan in werkelijkheid. Bij al mijn werkgevers heb ik onderzoek gedaan naar het ontstaan en het knappen van bubbels op financiële markten. In die zin heb ik altijd hetzelfde werk gedaan, maar niet altijd voor hetzelfde honorarium... Natuurlijk zijn er ook verschillen. Toen ik als journalist over een bubbel schreef die op het punt stond te knappen, lagen weinig mensen daar wakker van als de financiële markten vrolijk doorstegen. Nu ik geld van klanten beleg, word ik weleens wakker en denk: wat ben ik toch een idioot.

GESCHIED- VERVALSING



door Paul
Frentrop

Geschiedvervalsing vind ik een mooi woord. Er zijn vast niet veel andere talen die een apart woord hebben voor deze specifieke euveldaad. Dat is jammer, want geschiedvervalsing is een ernstige zaak. Het vertroebelt onze kennis en houdt daarmee vooruitgang tegen.

Vandaar dat ik een staaltje geschiedvervalsing dat in maart in dit blad stond niet ongemerkt voorbij wil laten gaan. In een interview met professor Chang uit Cambridge viel te lezen: "Eind jaren tachtig arriveerde Chang in Groot-Brittannië. Het was de periode waarin de markt heilig was verklaard en in de Britse premier Margaret Thatcher zijn hogepriester kende." Dat is niet waar. Ik was erbij in die jaren en ik kan U verzekeren dat de markt absoluut niet heilig werd verklaard. Wat er toen in Groot-Brittannië gebeurde was dat Margaret Thatcher de wurggreep van de vakbonden op economie brak. Ze was geen hogepriester, maar gewoon gekozen tot premier.

Wat er wel gebeurde was dat in 1989 de Berlijnse muur viel. Volgens de Oost-Duitse communistische dictatuur stond die muur er om fascistische agressie uit het Westen tegen te houden, maar toen de muur eenmaal viel, konden Oost-Duitsers naar het Westen reizen. En wat ze daar deden was winkelen, want onder een centraal geleid regime waren de producten die mensen willen niet beschikbaar.

Na de val van de muur kon niemand nog met goed fatsoen streven naar een door de overheid geleide economie. Dus de Communistische Partij Nederland doopte zichzelf om in GroenLinks en Wim Kok verklaarde dat de PvdA niet langer een socialistische partij was.

Maar van het democratisch socialisme is veel minder stringent afscheid genomen dan van het nationaal socialisme een paar decennia eerder. Vandaar dat veel mensen nu weggkomen met geschiedvervalsing, veelal verpakt in wazige metaforen, zoals 'heilig' en 'hogepriester'. Een ander voorbeeld leverde CNV voorzitter Jaap Smit vorige maand in Het Financieele Dagblad: "We hebben nu twintig jaar de ruwe Angelsaksische wind gevoeld. Een deel van de rommel die we nu moeten opruimen is daardoor veroorzaakt." Dat is niet waar. Ik was erbij de afgelopen twintig jaar en ik heb geen ruwe Angelsaksische wind gevoeld. De rommel die we moeten opruimen bestaat uit een uit zijn krachten gegroeide overheid en een verstarde arbeidsmarkt. Die zijn hier niet heen komen waaien. Die zijn hier ter plekke veroorzaakt en de vakbonden speelden daarbij een belangrijke rol.

Wie wil ophalen wat geschiedvervalsing doet, moet 1984 van George Orwell eens herlezen. Dat boek blijft actueel.

BNP PARIBAS RENDEMENT CERTIFICATEN VALLEN PIJNLIJK DOOR DE MAND

BNP Paribas wilde beleggers een alternatief bieden voor beleggen in aandelen. Een jaar later blijkt van deze poging weinig terechtgekomen.

April vorig jaar lanceerde BNP Paribas een nieuwe productcategorie voor particuliere beleggers op NYSE Euronext: het Rendement Certificaat.

'Een alternatief voor een rechtstreekse belegging in aandelen!', zo kopt de brochure die BNP Paribas ook nu nog verstrekt. Het is een buitengewoon slecht alternatief gebleken.

Van de eerste serie Rendement Certificaten deed maar liefst 88 procent het slechter dan die rechtstreekse belegging in aandelen. Daarbij is het gemiddelde rendement van de aandelen (inclusief dividend) 14,8 procent, terwijl de Certificaten op 4,6 procent blijven steken. Een rechtstreekse beleg-

ging doet het dus gemiddeld ruim 10 procent beter.

In *Effect* 5 van vorig jaar schreven we al dat we te maken hadden met een gestandaardiseerde variant van de 'reverse exchangeable', maar dan aangevuld met een 'knock-out' putoptie. Dat klonk toen al nodeloos ingewikkeld en nu, een jaar na de introductie, blijkt dat dit product voor beleggers inderdaad niet nodig was.

WAT IS HET EN VOOR WIE?

Hoe zat het ook al weer met het Rendement Certifi-

caat? Wie een certificaat koopt, schaft eigenlijk een aandeel (of index) aan, met een daarop geschreven (dus verkochte) calloptie plus een gekochte 'knock-out' putoptie. En voor wie het niet weet: een knock-out putoptie is een putoptie die vervalt als tijdens de looptijd een bepaalde grens wordt bereikt, hier dus de rendementgrens. Ingewikkeld, inderdaad.

Hoe werkt dat in de praktijk? Een belegger doet voor een vastgestelde periode mee met een aandeel, maar dan wel zonder het dividend. Als het aandeel stijgt, krijgt hij een 'vast rendement', dat kan dus meer maar ook minder zijn dan de werkelijke koerswinst van het aandeel of de index. Als het aan-

deel daalt, krijgt hij datzelfde vaste rendement. Maar als de koers tussentijds onder een bepaald niveau is gezakt, dan krijgt een belegger gewoon de slotkoers. De rit naar beneden kan hij dus volledig meemaken als het aandeel instort. Omdat er nooit dividendinkomsten zijn, rendeert het Certificaat meestal slechter als het aandeel flink daalt. En omdat de uitbetaling is gemaximeerd, levert het Certificaat ook minder op als het aandeel flink stijgt. Alleen als de onderliggende waarde niet al te veel beweegt, bewijst het Rendement Certificaat zijn waarde.

Het opwaarts potentieel is beperkt terwijl het neerwaarts risico aanwezig blijft. Daarmee wordt de balans tussen rendement en risico

LEES HET
EERDERE
ARTIKEL
TERUG VIA
**VEB.NET/
PRODUCT-
FOLDER**



TERMEN UITGELICHT

'KNOCK-OUT' PUTOPTIE

Een putoptie die vervalt als tijdens de looptijd een bepaalde grens wordt bereikt.

REVERSE EXCHANGEABLE

Een obligatie, waarvan de couponrente hoog is in verhouding tot de marktrente en de looptijd kort. Aflossing gebeurt in aandelen als de beurskoers van het betreffende aandeel op de einddatum

onder een vooraf vastgestelde koers noteert.

GESCHREVEN CALLOPTIE

De verplichting om aandelen te leveren voor een vooraf afgesproken prijs. Een manier om in te spelen op een gelijkblijvende koers of een dalende koers. De maximale winst is de ontvangen premie van de calloptie, het mogelijke verlies kan veel groter uitvallen.

CHECKLIST

BNP Paribas Rendement Certificaten

1	Rendementsperspectief	X	Gemaximeerd, vaak slechter dan onderliggend
2	Originaliteit	X	We hebben dit nu wel gezien
3	Neerwaarts risico	X	Is niet afgeschermd
4	Kredietwaardigheid	V	Goed, BNP Paribas heeft een AA-rating bij S&P
5	Kosten: helder en redelijk?	X	Het dividend wordt gemist, over de opties is geen duidelijkheid
6	Verhandelbaarheid	V	Beursnotering Euronext, bied-laat spread 0,5% is redelijk
7	Begrijpelijkheid	VX	Principe is helder, over nut en noodzaak valt te twifelen
8	Informatievoorziening	VX	Website is duidelijk, maar 'uitgetikte' Certificaten worden verstopt
9	Toegevoegde waarde	X	Weinig. Downside is groter dan upside
10	Toezicht van de AFM	V	Product staat onder toezicht van de AFM

Totaalscore 4/10 Conclusie: koop liever gewoon de aandelen

SLECHTS DRIE VAN VIJFTIG CERTIFICATEN DEDEN WAT DE BEDOELING WAS EN GAVEN EEN GROTE OUTPERFORMANCE

slechter dan bij een 'gewone' belegging in de onderliggende waarde. Een belangrijk nadeel.

KANSEN, KOSTEN EN RISICO'S?

Er zitten verschillende kostencomponenten in een Rendement Certificaat. Ten eerste kost de optieconstructie geld. BNP Paribas geeft hier geen duidelijkheid over. De *dealing room* in Parijs bepaalt wat men een goede prijs vindt voor een Certificaat en de bank zegt in staat te zijn 'zeer scherp' te prijzen. Aangezien knockout-opties niet op openbare markten worden verhandeld, is dat niet te controleren. Ook het opgeven van het dividend kan worden gezien als een kostencomponent.

Daarnaast geeft de bank een bied- en laatprijs af met een ver-

schil tussen bieden en laten van circa een half procent. Dat is meer dan het verschil tussen bieden en laten in de meeste aandelen zelf, maar ten opzichte van veel andere gestructureerde producten is het redelijk.

De VEB volgde de eerste 50 Rendement Certificaten die BNP Paribas op 5 april 2012 introduceerde tot en met de afloop op 15 maart 2013. Het gaat hier om Certificaten met de AEX en alle destijds daarin opgenomen individuele aandelen als onderliggende waarde. Die exercitie leidde tot een schokkende en pijnlijke conclusie.

Al na een paar uur ging het eerste Rendement Certificaat (op TomTom) door de 'rendementgrens' waardoor de koers een flinke duik

ADVIES



door Sheila Sitalsing

In de geldwereld was onafhankelijk advies veelal zoets als de tandenfee: er zijn tekenen die wijzen op haar bestaan, sommigen zeggen dat ze haar hebben gezien, maar zelf ben je haar nog nooit tegengekomen. Aan alles wat ik me in de loop der tijd heb laten aansmeren – spaarverzekeringen, hypotheek, beleggingsfondsen, woekerdingen en andere loterijen zonder nieten – heb ik het knagende vermoeden overgehouden dat één partij er in elk geval goed van heeft gegeten: het gezin van de aansmerende adviseur. Al wist ik nooit precies hoe goed.

Hoe goed de adviseur ervan eet, is sinds begin dit jaar inzichtelijker: adviseurs in 'complexe financiële producten' als levensverzekeringen en hypotheek mogen zich niet langer door de aanbieder laten betalen met provisie; hij dient zijn inkomsten voortaan rechtstreeks te betrekken bij de klant, middels een ouderwetse nota. Bevorderlijk voor de inzichtelijkheid, de transparantie en scherpe concurrentie op prijs, hoopt de wetgever. Vanaf 2014 wordt het provisieverbod uitgebreid met beleggingsadvies en vermogensbeheer, zo maakte Jeroen Dijsselbloem begin april bekend. Mits het voorstel het wetgevingstraject in Tweede en Eerste Kamer overleeft – dat moet je er tegenwoordig altijd bij zeggen, want een vanzelfsprekendheid is dat allang niet meer.

Het hing al tijden in de lucht dat vermogensadviseurs in de toekomst geen vergoedingen meer mogen ontvangen van fondshuizen voor het aanbieden en distribueren van beleggingsfondsen, maar nu het echt werkelijkheid lijkt te worden, is de wereld van het vermogensbeheer in rep en roer. Een slagveld dreigt! Kleine huizen zullen massaal omvallen, zo valt allerwegen te horen. Want zolang je de kosten voor advies versleutelt in de kosten van het product, betalen consumenten in hun onwetendheid blijmoedig te hoofdprijs. Maar destilleer je de kosten eruit en presenteer je ze apart aan de klant, blijkt die zich een hoedje te schrikken. Wat? Geld betalen voor het uitzoeken van een wereldwijd beleggen aandelenfondsje? Nee dank u.

Het voorland is het Verenigd Koninkrijk, dat sinds vorig jaar een verbod op distributievergoedingen kent. Veel kleinere beleggers laten sindsdien de adviseur links liggen en zijn doe-het-zelvers geworden. De AFM verwacht dat ook in Nederland vooral kleinere vermogenskantoren de deuren zullen moeten sluiten.

Is dat erg? Nee. Kantoren die zonder de provisiejacht niet kunnen overleven, omdat ze onvoldoende duidelijk kunnen maken wat hun meerwaarde is, hebben geen bestaansrecht. De toekomst is aan de volledig onafhankelijke, betrouwbare, dienstbare adviseur, met maar één belang voor ogen: dat van de klant. Daar betaal ik blijmoedig voor.

maakte. Kan gebeuren, zou je wellicht zeggen, maar dat uiteindelijk maar liefst 64 procent van de Rendement Certificaten op enig moment door het ijs zakke, had BNP Paribas zelf misschien ook niet gedacht. En het was niet eens zo'n extreme periode waarover we meten, want de AEX steeg tussen 5 april 2012 en 15 maart 2013 licht zonder dat er tussentijds een enorme crash plaatsvond. Dat leek het perfecte koersverloop voor de Rendement Certificaten.

Op 5 april begon de AEX op een stand van 314 punten. Na een bodem op 281 punten (min 11 procent) en een top op 356 (plus 13 procent) werd afgesloten op bijna 354 punten: 12 procent boven de beginstand. Hierdoor werden twee van drie Certificaten op de AEX 'uitgetikt'. Hetzelfde beeld was er bij de individuele aandelen, waardoor zoals gezegd 64 procent (32 van de 50) van de Certificaten geen 'vast rendement' meer boden. Het 'vast rendement' was niet langer vast, men kreeg gewoon de beurskoers. Maar het 'vast rendement gold nog wel als maximum. Helaas voor de

Certificaten op de aandelen die weer zo sterk herstelden dat zij boven deze grens uitstegen, wat in vier gevallen gebeurde.

Zat men dan wel goed met de achttien niet aan de onderkant uitgetikte Certificaten? Nee. Van deze achttien steeg in maar liefst twaalf gevallen de koers van de onderliggende waarde tot boven de maximale uitbetaling, het 'vast rendement'. En ook dan kun je beter de aandelen hebben. De onderliggende waarde van deze twaalf Certificaten waren met name de aandelen die het in het afgelopen jaar zeer goed hebben gedaan, zoals alle drie de Certificaten op Philips en beide Certificaten op ASML en op Unilever. Uiteindelijk bleven er maar zes van de vijftig Certificaten over die het beter deden dan hun onderliggende waarde.

Van die zes deden er drie het ook maar een fractie beter dan hun onderliggende waarde. Uiteindelijk zijn het dus slechts drie Certificaten (twee op TomTom en eentje op ArcelorMittal) die het duidelijk beter deden dan hun onderliggende waarde.

Gemiddeld behaalden de eerste 50 BNP Paribas Rendement Certificaten tussen 5 april en 15 maart een rendement van 4,6 procent. De AEX steeg zonder dividend met 12,4 procent en het gemiddelde rendement op de onderliggende waarden van 50 Certificaten bedroeg (inclusief dividend) 14,8 procent. De 50 Certificaten bleven gemiddeld dus 10,2 procent achter bij de rechtstreekse belegging in hun onderliggende waarden. 'Een alternatief voor een rechtstreekse belegging in aandelen!', zo kopte de brochure die BNP Paribas verstrekte. Niet dus.

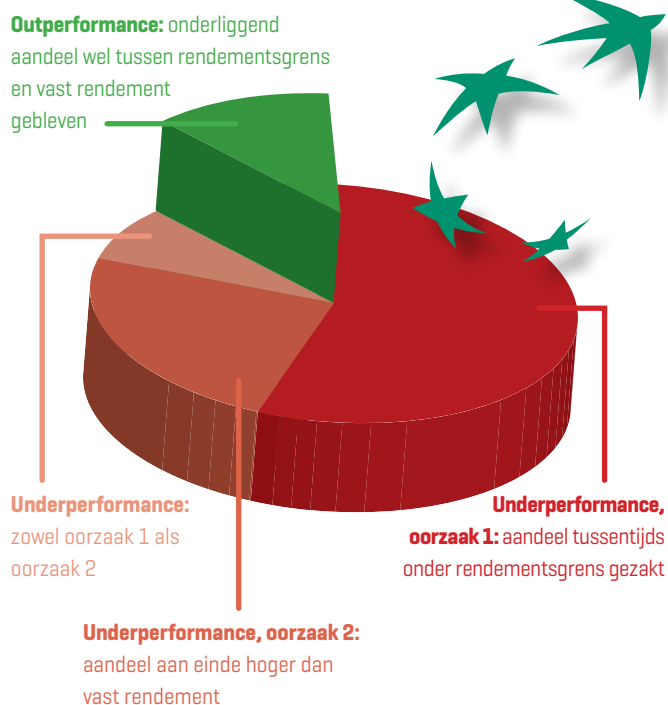
WAT MOETEN WE HIERVAN DENKEN?

De BNP Paribas Rendement Certificaten zijn pijnlijk door de mand gevallen. Een belegger wordt met de Rendement Certificaten alleen beloond met een extra rendement als

FEITEN

- Ondanks gemiddeld gematigde koersstijgingen (AEX +12,2%) doet 88 procent van de eerste 50 Rendement Certificaten het slechter dan onderliggende waarde
- Rendement aan einde looptijd van de eerste 50 Rendement Certificaten is gemiddeld maar liefst 10,2 procent slechter dan dat van de onderliggende waarden
- 64 procent van de eerste 50 Certificaten ging tussentijds door de ondergrens, in 32 procent van de gevallen sloot de onderliggende waarde boven de bovengrens. 8 procent doorbreekt zelfs beide grenzen

DE EERSTE 50 RENDEMENT CERTIFICATEN: 88 PROCENT PRESTEERT ONDER DE MAAT



RENDEMENT CERTIFICATEN BLIJKEN ABSOLUUT GEEN GOED ALTERNATIEF VOOR EEN RECHTSTREEKSE BELEGGING IN AANDELEN



zijn visie precies correct is. Het was een idee waarin wij bij de introductie van deze instrumenten nog wel enigszins mee konden gaan. Maar markten zijn veel te grillig voor dit soort producten en er zijn twee zaken die voor underperformance kunnen zorgen: het aandeel kan (even) door de ondergrens zakken en het aandeel kan boven het vaste rendement uit stijgen. In de praktijk blijkt dat deze grenzen veel vaker worden overschreden dan een

belegger gevoelsmatig misschien zou denken. Het advies blijft dus: koop gewoon de aandelen, dan behoud je het volledige opwaarts potentieel en loop je gewoon minder risico. Doe maar gewoon dus, dat is gek genoeg.

In Effect 5 van vorig jaar gaven wij het nieuwe Rendement Certificaat met het cijfer 5 nog het voordeel van de twijfel. Het punt voor de originaliteit mag er nu ook af zodra we op een 4 komen. Dik onvoldoende dus.

VRAAG HET DE VEB

Wat is de stand van zaken in de VEB-actie SNS Reaal? En waarin verschilt een claimemissie van een gewone emissie? De VEB Beleggersservice behandelt iedere Effect een aantal veelgestelde vragen. Meer antwoorden via veb.net/vraaghetdeveb.

1 Wat is de stand van zaken in de VEB-actie SNS Reaal?

De VEB strijdt op meerdere fronten voor de belangen van gedupeerde beleggers.

1 Schadeloosstellingsprocedure

De minister dient, nadat hij tot onteigening is overgegaan, de onteigende beleggers een aanbod tot schadeloosstelling te doen. Het voorstel van de minister bedraagt nihil. De VEB kan zich hier niet in vinden en meent dat de waarde hoger is dan de minister doet voorkomen. De VEB heeft daarom op 3 april namens gedupeerde beleggers een verweerschrift ingediend. Ook tijdens de mondelinge behandeling op 22 en 23 april aanstaande zal de VEB verweer voeren.

2 Enquêteprocedure De VEB is er veel aan gelegen om de onderste steen boven te krijgen in dit dossier. Een enquêteprocedure is de aangewezen route om openheid te verkrijgen. Door de onteigening van aandelen is het niet (meer) mogelijk voor beleggers om dit verzoek te doen. De VEB onderzoekt momenteel alle overige opties om tot een enquête te komen.

3 En dan nog Daarnaast onderzoekt de VEB de rol van DNB en de mogelijkheden om naar de Europese rechter te stappen, teneinde het juridische proces te laten toetsen aan internationale verdragen en te bezien of het voldoet aan de minimumeisen van rechtspleging.

2 Bedrijven als SBM Offshore, KPN en Imtech kondigden recent een claimemissie aan. Wat is het verschil met een gewone emissie?

Als een bedrijf nieuwe aandelen uitgeeft heet dat een emissie. Het geld dat wordt opgehaald met deze uitgifte wordt gebruikt om het eigen vermogen te versterken. Zo kan een bedrijf weer investeren. Een claimemissie is een bijzondere vorm van aandelenuitgifte, waarbij de bestaande aandeelhouders het recht krijgen de nieuwe aandelen met een korting te kopen. Zij krijgen dan voor ieder aandeel een claimrecht en een bepaald aantal claimrechten geeft later het recht om (met bijbetalen) een nieuw aandeel te kopen. Hiermee wordt voorkomen dat het aandeelhouderschap van de zittende aandeelhouders verwater: als de aandeelhouder aan de claimemissie meedoet, blijft zijn belang in de onderneming procentueel hetzelfde. De aandeelhouder hoeft echter niet mee te doen, hij kan de claims ook verkopen. De claims geven het recht de nieuwe aandelen tegen een koers te kopen die lager is dan de huidige koers, daardoor hebben zij een waarde. Deze waarde kun je vergelijken met de waarde van een calloptie.

3 Waar moeten beleggers op letten bij een claimemissie?

Een aandeelhouder die te maken krijgt met een claimemissie heeft drie

opties: inschrijven, de claimrechten verkopen of niets doen. Verschillende banken brengen voor eenzelfde handeling andere kosten in rekening. Zo brengt internetbroker Lynx minimaal zes euro kosten in rekening aan een belegger die wil inschrijven op de aandelen, terwijl dit bij bijvoorbeeld Binck of Rabobank kosteloos is. Voor beleggers die hun claimrechten willen verkopen, rekenen de meeste banken de gebruikelijke transactiekosten die gelden voor de handel in aandelen.

Beleggers die niet inschrijven of verkopen moeten opletten. Bij Lynx en Interactive Broker worden de rechten waardeloos als een belegger niet heeft aangekondigd hier geen gebruik van te willen maken. Bij grote portefeuilles kan zo enkele honderden euro's verloren gaan. De overige banken verkopen vlak voor de deadline alle claimrechten waar beleggers geen gebruik van hebben gemaakt, maar brengen hiervoor een speciaal tarief in rekening. Hoewel de rechten, door sterke verkoopdruk vlak voor de deadline, vaak in waarde dalen komt het contante geld zo nog wel netjes in handen van de rechtmatige eigenaars.

4 Minister Dijsselbloem gaat het verbod op provisies uitbreiden. Wat betekent dat voor beleggers?

Het uitgebreide provisieverbod heeft ook betrekking op het gebruik van distributievergoedingen en retourprovisies. Distributievergoedingen worden door fondshuizen betaald aan partijen als banken, vermogensbeheerders en adviseurs als zij fondsen aan hun klanten verkopen of in de portefeuille opnemen. De retourprovisie is een provisie die partijen ontvangen van een depotbank voor het plaatsen van een order.

Het verbod zal ingaan vanaf 1 januari 2014. De versleutelde provisies zullen dan verdwijnen. Of de kosten daardoor ook omlaag gaan, is moeilijk in te schatten. Veel partijen zijn voor een groot deel van hun inkomsten afhankelijk van distributievergoedingen en retourprovisies. Zij zullen daarom een alternatief verdienmodel introduceren. Vanaf 2014 zal de rekening die beleggers krijgen van hun beheerder of adviseur fors hoger zijn dan ze gewend waren. Kosten worden in ieder geval transparanter, zodat een betere vergelijking van producten en diensten mogelijk is. Beleggers weten volgend jaar eindelijk hoeveel ze waarvoor aan wie betalen.

Vragen of klachten over een fonds, bank of vermogensbeheerder?

Dan zit een team van deskundigen klaar om u van dienst te zijn. Voor VEB-leden is de Beleggersservice telefonisch bereikbaar op maandag en donderdag van 10.00 uur tot 13.00 uur via telefoonnummer 070-3130000. Mailen kan ook naar beleggersservice@veb.net

Vastgoedaandelen

UITVERKOOP OF NIET?

Een aandeel NSI was nooit goedkoper dan in de laatste weken. Alleen tegen 50 procent korting zijn beleggers bereid om te investeren in de vastgoedonderneming. Wat zijn de oorzaken voor die lage waardering?

Een kwartje betalen voor iets dat een euro waard is. Het maakte Warren Buffett een van de rijkste mensen ter wereld. Hoe zou de superbelegger tegen het aandeel Nieuwe Steen (NSI) aankijken? Het aandeel schommelt door een fikse koersdaling van bijna 30 procent in de laatste drie maanden rond de 5 euro, een historisch dieptepunt.

Ook de beurskoers ten opzichte van de intrinsieke waarde (de waarde van het vastgoed die in de boeken staat) was nooit lager. Op dit moment zijn beleggers alleen bereid een aandeel te kopen tegen een korting van bijna 50 procent op de boekwaarde.

NSI is niet het enige vastgoedfonds dat tegen een korting wordt verhandeld op de beurs. Ook voor Vastned en Wereldhave zijn beleg-

gers niet bereid het volle pond te betalen. Maar nergens is de korting zo groot als bij NSI. Anders gezegd: als de 35 procent-kortingssticker bij Albert Heijn al voldoende is om de kipkluijfs in het boodschappenmandje te leggen, waarom is de beurskorting van 50 procent van NSI dan niet voldoende om het aandeel te kopen?

Op het eerste gezicht is het aandeel NSI dus goedkoop. De vraag is waarom beleggers, altijd alert op koopjes, niet toeslaan. Welke risico's kleven aan NSI? Een verklaring in drie delen.



RISICO 1: STROPERIGE WAARDERING

Van alle vastgoedfond-

sen op het Damrak heeft NSI de beroerdste portefeuille. Het grootste deel van het vastgoed, bijna 50 procent, bestaat uit kantoren. Dat is mede te danken aan de ongelukkig getimede overname van concurrent Vastned Offices in 2011. NSI kreeg daarmee veel meer kantoren in bezit en juist die categorie panden zou nog flink in waarde dalen. NSI kampt bovendien met veel leegstand. De veelal oude en kleinere objecten op matige locaties blijken moeilijk te verhuren. Zo'n 25 procent van alle kantoorruimte staat leeg, buitensporig veel in vergelijking met andere vastgoedfondsen.

Het is de vraag of alle tegenvallers al verwerkt zijn in de boekhouding van NSI. De portefeuille van vastgoedfondsen wordt een aantal keer

per jaar gewaardeerd door externe taxateurs. Die gaan meestal voorzichtig te werk. Met al te rigoureuze waardeverminderingen maken ze zich niet populair, daarom presenteren ze de pijn vaak in stapjes. Bij NSI hebben al die stapjes afgelopen jaren behoorlijk effect gehad. De boekwaarde per aandeel NSI is vanaf het hoogtepunt in 2007 gedaald van 18,26 euro tot 9,79 euro.

Het afgelopen jaar boekte NSI ieder kwartaal meer af op haar vastgoed. In het laatste kwartaal ging het om een kleine 50 miljoen euro. Topman Johan Buijs verwacht ook dit jaar verdere afboekingen.



RISICO 2: SCHULD- HEFBOOM KLAPT TERUG



Behalve afwaarderingen heeft NSI ook te maken met hoge schulden. In de gouden jaren, tussen 2004 en 2007, maakten die schulden NSI juist populair. Het fonds kocht panden met veel geleend geld. De winsten waren daardoor hoog ten opzichte van het 'eigen' geld dat NSI had ingebracht. Het verleide beleggers om een premie van tientallen procenten te betalen voor NSI. Nu slaat de schuldhefboom terug.

NSI's buffer van 800 miljoen is door afboekingen verschrompeld ten opzichte van de vastgoedportefeuille van 2,1 miljard euro eind 2012. Door de uit het lood geslagen verhouding vreet een nog vrij beperkte afboeking van bijvoorbeeld tien procent op het vastgoed (2,1 miljard euro x 10 procent) al een kwart van de buffers op.

Het concern doet er alles aan om de hefboom van schuld te verkleinen. Het verkoopt vastgoed, let op de kosten en heeft de regels voor het uitkeren van dividend aangepast. De uitkering is afhankelijk gemaakt van de solvabiliteit van het bedrijf. Gezien de huidige buffers lijkt het onwaarschijnlijk dat NSI in de komende jaren een volledig cashdividend zal uitkeren. Pijnlijk, want dividend is vaak de belangrijkste reden voor beleggers om in vastgoed te investeren.



RISICO 3: ONZEKERHEID RONDOM GROOTAAN- DEELHOUDER

Er is maar één ding minder leuk dan geen cashdividend ontvangen: geld bijleggen. Topman Johan Buijs probeert met man en macht te voorkomen dat er nieuw geld opgehaald moet worden bij aandeelhouders. Toch gaf hij bij de presentatie van de jaarcijfers midden februari aan dat hij een kapitaalversterking niet uitsluit.

Mocht dat gebeuren, dan is er een complicatie. Habas HZ, het Israëlisch investeringsfonds van Hertzal Habas dat een vijfde van de aandelen NSI bezit, kampt naar verluidt met acute liquiditeitsproblemen.

De problemen van Habas komen ook door schulden. In 2007 kocht de Israëliër een 20,5 procentbelang in NSI van de familie Zeeman voor 22,24 euro per aandeel. Op de huidige koers van 5 euro is hier minder dan een kwart van over. Habas financierde de aankoop destijds met behulp van een lening van 55 miljoen euro, onder andere verschaft door de Rabobank. Met de bank is afgesproken dat de aandelen in NSI minimaal 100 miljoen waard moeten zijn, maar nu zijn ze slechts 70 miljoen euro waard. De bank wil een bij-

VASTGOEDBELEGGEN IN ÉÉN MINUUT

■ **VASTGOEDFONDSEN** zijn fondsen die investeren in onroerende goederen zoals woningen, kantoren en winkels. De fondsen bieden beleggers de mogelijkheid om in vastgoed te investeren terwijl het risico beter gespreid is dan bij aankoop van één enkel pand.

■ **DE KOERS** van een beursgenoteerd vastgoedfonds wordt voor een belangrijk deel bepaald door de intrinsieke waarde, ook wel boekwaarde, per aandeel. Dat is de waarde van de vastgoedportefeuille in

de boeken minus de schulden gedeeld door het aantal uitstaande aandelen.

■ **DE INTRINSIEKE WAARDE** lijkt een stevig houvast voor beleggers, maar dat valt tegen. Een vastgoedportefeuille wordt over het algemeen tweemaal tot viermaal per jaar gewaardeerd door externe taxateurs, maar een waardering is net zo goed als de onderliggende aannames. En daar schort het nog weleens aan. Zo zijn aannames over toekomstige huurinkomsten niet altijd even duidelijk.

storting zien. Veel problemen en banken die geld willen zien: duidelijk is dat Habas er niet op zit te wachten om extra geld te steken in NSI. En toch zal dat nodig zijn als het bedrijf zijn aandeelhouders om nieuw geld vraagt. Onzekerheid hierover drukt de koers.

OVERDRUVEN BELEGGER?

Het zijn zware tijden in de vastgoedsector en ook voor veel beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Geven de lage beurskoersen de situatie goed weer of overdrijven beleggers? In de gouden jaren 2004 tot en met 2007 betaalden beleggers op de beurs een stevige premie boven de waarde die vastgoedfondsen volgens de eigen boeken vertegenwoordigden. Ach-



teraf valt gemakkelijk te concluderen dat beleggers een premie betaalden voor iets dat in de boeken overgewaardeerd was.

Nu is de situatie omgekeerd. Ondanks dat er al stevig is afgeboekt op vastgoed, zijn beleggers in de Nederlandse vastgoedfondsen NSI, Vastned en Wereldhave alleen bereid tegen een fikse korting in te stappen. Beleggers eisen ditmaal een korting omdat zij bang zijn voor verdere afboekingen. Overdrijven beleggers nu niet precies de andere kant op?

Septici zullen wijzen op extreme overcapaciteit in de markt en structureel minder vraag naar vastgoed, vooral in de kantorenmarkt. Optimisten kunnen deze problemen moeilijk ontkennen, maar zullen erop wijzen dat dit al ruimschoots in de koersen is verwerkt. Wie het weet mag het zeggen.

Er is één uitzondering op het Damrak. Als één van de weinige vastgoedfondsen verhandelt het aandeel van Unibail Rodamco tegen een flinke premie op de beurs. De winkelcentra van het Franse vastgoedfonds kennen nauwelijks leegstand. Ook wist het bedrijf vorig jaar de huurinkomsten op te krikken, waardoor de boekwaarde van het vastgoed met een kleine 5 procent kon stijgen tot 29,3 miljard euro.

Unibail Rodamco is absoluut een kwaliteitsbedrijf, maar de vraag rijst of beleggers hier langzaam-

aan niet te veel voor betalen. De huidige premie van meer dan 20 procent op de boekwaarde is niet alleen ten opzichte van de vastgoedcollega's enorm, maar ook in historisch perspectief ten opzichte van Unibail Rodamco zelf.

KOERS-BOEKWAARDE IN ROOD EN GROEN

De marktwaarde van een vastgoedfonds, oftewel de koers maal het aantal uitstaande aandelen, kan sterk afwijken van de waarde die in de boeken staat.

Als het crescendo gaat in vastgoedland zijn beleggers over het algemeen bereid op de beurs meer te betalen voor een vastgoedfonds dan in de boeken staat. Zo betaalden beleggers in de periode 2004-2006 een premie voor veel vastgoedfondsen. In de grafieken hiernaast torent de flat dan uit boven de 100.

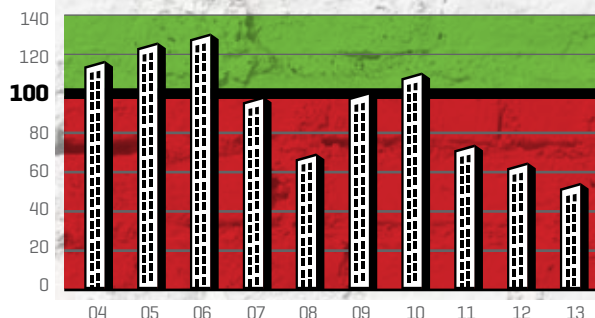
Tegenwoordig zijn beleggers somberder. Ze stappen beleggers alleen in tegen een korting op de boekwaarde. Dat de flat van NSI in de infographic in 2013 tot ongeveer 50 komt betekent dat beleggers momenteel op de beurs slechts de helft van de boekwaarde van het vastgoed willen betalen.

**Om de boekwaarde van 2013 te berekenen is de koers van het aandeel op 26 maart gedeeld door de boekwaarde van het aandeel ultimo 2012*

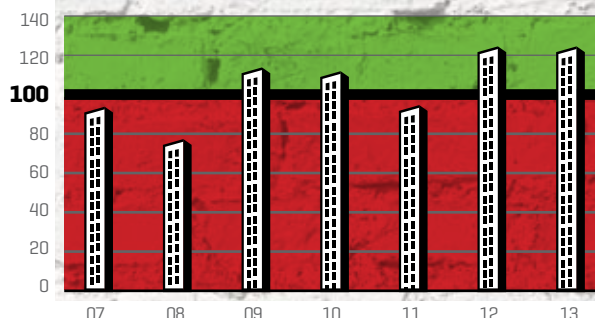
VASTGOEDFONDSEN TE KOOP

Drie keer met korting en één keer premie

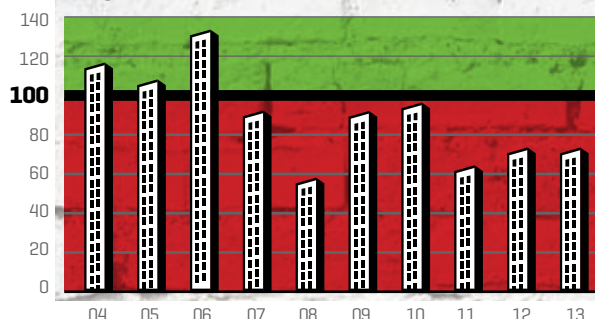
NSI



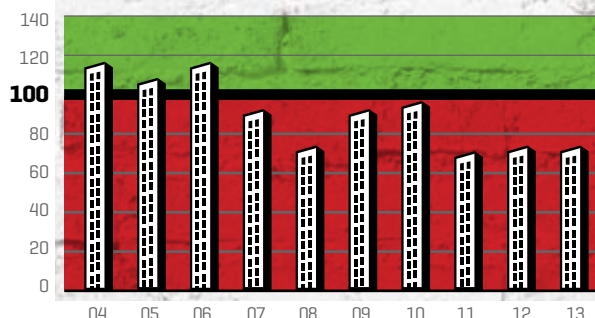
UNIBAIL RODAMCO



VASTNED RETAIL



WERELDHAVE





Reconstructie

ÉÉN MISLUKTE OVERNAME KOSTTE DOCKWISE DE KOP



Ruim twee jaar loerde Boskalis-topman Berdowski naar Dockwise. Toen de zeetransporteur zich verslikte in een overname hapte hij toe.

Donderdag 11 april beleefde Dockwise zijn laatste handelsdag aan de Amsterdamse beurs. Met de overgang van het bedrijf naar Boskalis is de eerste overname van een Nederlands beursfonds dit jaar een feit.

Achteraf laat Boskalis-topman Peter Berdowski weten al meer dan twee jaar bezig te zijn geweest met inlijving van Dockwise. Maar daarvan weet de buitenwereld dan nog niets.

Of Dockwise-topman André Goedée exact weet hoe de hazen lopen als hij in het voorjaar van 2012 een ontmoeting heeft met zijn collega van Boskalis, is niet helemaal duidelijk. De twee heren

praten bij een kop koffie over de markt en hun beider strategie. Tijdens dit gesprek besluiten ze intensiever te gaan samenwerken.

Die samenwerking moet voor groei zorgen bij Dockwise dat een paar moeilijke jaren achter de rug heeft. Daarnaast wil het bedrijf groeien door een overname. Begin 2012 krijgt topman Goedée signalen dat aandeelhouders van branchegenoot Fairstar er wel iets voor voelen om hun stukken te verkopen. Goedée nu: "Wij hebben in de markt contact met veel partijen en spreken diverse aandeelhouders op regelmatige basis. Daaruit is ons gebleken dat aan-

deelhouders tegen de juiste prijs wel van hun stukken af wilden. Toen zijn we er wat dieper in gedoken en hebben we gekeken hoe de krachtenverhoudingen lagen."

VIJANDIG BOD

Dockwise begint aandelen Fairstar te kopen en krijgt voorwaardelijke toezeggingen van aandeelhouders dat die hun stukken willen aanbieden. Gezamenlijk vertegenwoordigen deze een belang van meer dan 50 procent. In april brengt het bedrijf deze situatie naar buiten en kondigt een openbaar bod op de rest van de aandelen Fairstar aan. Het bestuur van Fairstar voelt er weinig voor om ingelijfd te worden door concurrent Dockwise. Vooral bestuursvoorzitter Philip Adkins verzet zich fel. Hij bestempelt de overnamepoging als vijandig en

**DE OVERNAME
VAN DOCKWISE
DOOR BOSKALIS
IS DE EERSTE VAN
EEN NEDERLANDS
BEURSFONDS
DIT JAAR**

weigert de boeken van Fairstar te openen voor Dockwise.

Dockwise zet desalniettemin door en dat komt het bedrijf duur te staan. Als de overnameprooi in juli is binnengehaald, blijkt er een onaangename verrassing in die boeken te zitten. In 2011 heeft Fairstar voor 110 miljoen dollar een nieuw schip besteld bij een werf in China. Die order kan niet zomaar ongedaan gemaakt worden. Dockwise-topman Goedée moet even slikken "Dat was een verrassing omdat het in de jaarstukken 2011 niet was gemeld en er ook geen persberichten over waren uitgevaardigd. Er was wel mee geschermd aan tafel, in de gesprekken, maar dat hebben we afgedaan als een beetje bluf van meneer Adkins. Maar uiteindelijk bleek het de realiteit."

Dockwise maakt van de nood een deugd. Het besluit de ombouw van een van de eigen schepen niet uit te voeren. Met de werf worden afspraken gemaakt over de bouw van een ander type schip dan Fairstar heeft besteld. Desondanks leidt dit tot een onvoorziene verhoging van de kapitaaluitgaven.

Los van deze onverwachte investering, krijgt Dockwise met Fairstar ook een aanzienlijke hoeveelheid extra schuld op de balans. Dit zijn voor een deel leningen die op korte termijn moeten worden terugbetaald. In het derde kwartaal neemt de omvang van het bedrag

dat binnen zes maanden moet worden afgelost toe van 78 naar 276 miljoen dollar.

KRAP BIJ KAS

Het bedrijf kondigt in het najaar aan, de schulden te gaan herfinancieren. De looptijd van een pakket preferente aandelen uitgegeven aan investeringsmaatschappij HAL wordt verlengd. Volgens Goedée is de primaire reden voor deze stappen het scheppen van meer duidelijkheid over de schuldpositie richting de buitenwereld. Daarnaast speelt mee dat de bankconvenanten knellen. Dit zijn financiële eisen waaraan het bedrijf moet voldoen.

Goedée: "Je ziet dan dat het kapitaalbeslag dat gemoeid was met dat vijfde schip beperkingen gaat opleveren. Het stukje reserve voor toekomstige investeringen wordt je min of meer ontnomen waardoor plannen verder weg komen te liggen. Dan moet je feitelijk denken aan een periode van een of twee jaar waarin je het nodige vet op de botten moet krijgen om de volgende investeringsstappen te kunnen maken. Daar is de wens uit gekomen om de financiële verplichtingen te herstructureren en naar herfinanciering te kijken."

Volgens analist Edwin de Jong van SNS Securities was de onvoorziene order echter niet het enige lijf dat na de overname uit de kast kwam vallen bij Fairstar. Adkins en

zijn medebestuurder Willem Out bleken samen recht te hebben op meer dan 10 miljoen dollar aan afkoopsommen. Ook zouden werknemers van Fairstar niet gelukkig zijn met de overgang. "Dat schip bleek besteld te zijn, die afkoopsommen waren vreselijk en er liepen ook wat mensen weg. Dat was toch wel veel."

Op de beurs hebben deze tegenvallers een impact. Het aandeel Dockwise glijdt omlaag en bereikt in november de laagste koers in een jaar tijd. Ten opzichte van het moment van aankondiging van de overname van Fairstar is er bijna

een kwart van de waarde afgegaan. Voor Boskalis blijken de problemen bij Dockwise uiteindelijk de perfecte opening om toe te slaan. Boskalis kijkt dan al met tevredenheid naar de samenwerking met Dockwise. De twee bedrijven trekken samen op bij een project in Australië. Dat was de uitkomst van de kop koffie die Berdowski en Goedée hadden gedronken. "Het is eigenlijk zo positief verlopen dat ik denk dat het de ambitie van Boskalis om Dockwise in te lijven snel dichterbij gebracht heeft", zegt Goedée hierover.

BOSKALIS SLAAT SLAG

Boskalis besluit eind november zijn slag te slaan en biedt 17,20 euro per aandeel Dockwise. Een deel van de aandeelhouders reageert aanvankelijk gereserveerd. Maar twee kleine verhogingen naar uiteindelijk 18,50 euro trekken het overgrote deel van de aandeelhouders over de streep.

Het bestuur van Dockwise besluit om de overname te steunen. Dit bevrijdt Dockwise in één keer uit zijn knellende financiële positie. Goedée: "Je krijgt een totaal ander verhaal. In het totale pakket zit natuurlijk de hele aflossing van bestaande leningen van Dockwise,

"ER WAS WEL MEE GESCHERMD AAN TAFEL, UITEINDELIJK BLEEK HET DE REALITEIT."
DOCKWISE-TOPMAN GOEDÉE OVER DE VERRASSENDE BESTELLING VAN EEN SCHIP TER WAARDE VAN 110 MILJOEN DOLLAR



Topman André Goedée van Dockwise



Dockwise in vogelvlucht

Eind 2009

- Beleggers aan de Amsterdamse beurs krijgen Dockwise, een van oorsprong Nederlands bedrijf, eind 2009 voor het eerst in het vizier. Het concern krijgt dan een tweede beursnotering in Amsterdam naast de notering in Oslo die stamt uit 2007. Op 3 december 2009 maakt Dockwise zijn debuut op het Damrak.
- Dockwise verleent zeevervoerdiensten aan vooral de olie- en gasindustrie. De wereldwijde economie draait slecht, maar dit is een markt die het relatief goed doet. Desondanks laat het bedrijf vrijwel meteen na de beursgang in Amsterdam weten dat 2010 en 2011 moeilijke jaren worden. Het bedrijf voorziet vooral druk op de prijzen.

2010-2011

- Die voorspelling komt uit. Dockwise krijgt de eigen schepen maar moeilijk gevuld en komt eind 2011 zelfs in de

74%

De premie die Boskalis uiteindelijk voor Dockwise betaalde

rode cijfers terecht. De koers van het aandeel Dockwise zakt in de herfst van 2011 tot minder dan de helft van het niveau ten tijde van de beursgang in Amsterdam.

2012

- Maar herstel gloort. Begin 2012 ziet het er naar uit dat de tijd van oogsten niet lang meer op zich zal laten wachten. Het orderboek groeit stevig terwijl de marktomstandigheden verbeteren.
- Dan besluit Dockwise concurrent Fairstar over te nemen. Het concern neemt pakketten aandelen

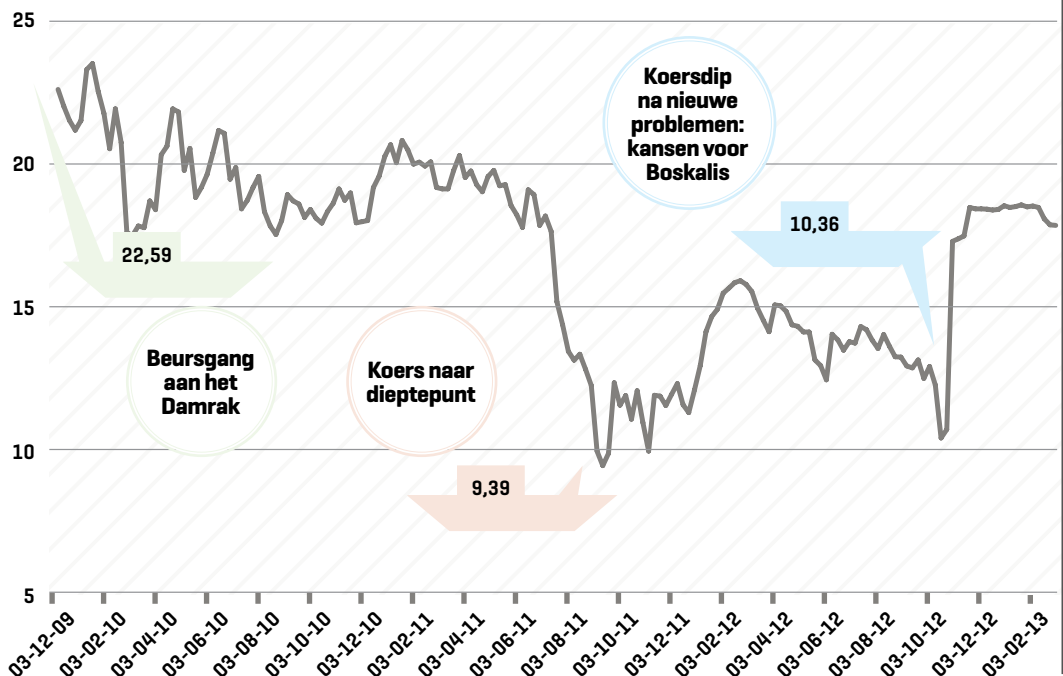
over en verwerft zo een meerderheidsbelang. Hierna besluit het een openbaar bod te doen.

- Om de overname te financieren geeft Dockwise nieuwe aandelen uit. Daarnaast verstrekt investeringsmaatschappij HAL een converteerbare lening.
- Als de overname een feit is, komen enkele onverwachte tegenvallers aan het licht. Fairstar blijkt onder meer een grote order voor een nieuw schip in China te hebben geplaatst. De koers van Dockwise zakt in de loop van 2012 weer. De daling versnelt na een reeks nieuwe tegenvallers die Dockwise moet melden bij de presentatie van de derde kwartaalcijfers, begin november 2012.
- Eind november ziet Boskalis zijn kans schoon. Het doet een bod op Dockwise dat flink boven de koers van dat moment ligt. Aanvankelijk reageren enkele aandeelhouders terughoudend. Als Boskalis zijn bod echter twee keer verhoogt, komen bijna alle aandeelhouders over de brug met hun stukken. Zo wordt de overname van Dockwise een feit.

en wat betreft toekomstige investeringen kijken we natuurlijk naar de hele groep en niet meer naar Dockwise op een zelfstandige basis."

Het belangrijkste is echter dat de combinatie een veel sterkere marktpositie krijgt. "Van bedrijven als Shell of Chevron die een veld gaan ontwikkelen in Australië kun je je voorstellen dat zij zo min mogelijk onderaannemers willen hebben. In combinatie kunnen Boskalis en Dockwise een groot deel van de opdracht doen. Je haalt zo wat risico weg bij de grote oliebedrijven en die kunnen er wat marge voor teruggeven", legt analist De Jong uit.

Vanuit bedrijfskundig perspectief is de fusie dus een goede zet. Maar voor de aandeelhouders van Dockwise is het geen feest. Het bedrijf gaat van de beurs tegen een prijs die onder het niveau ligt waar tegen het in 2009 een tweede notering kreeg in Amsterdam. En de perikelen rond Fairstar hebben daarbij zeker een rol gespeeld. De Jong: "Bij Fairstar zaten wat lijken in de kast. Daardoor is de koers gedaald en kwam deze kans voorbij. Ze hadden veel meer kunnen betalen, maar dat wilden ze niet. Voor Boskalis is het de gedroomde overname."



Obligaties uit snel groeiende economiën

OPKOMENDE SCHULD

Obligaties van opkomende landen als Brazilië, Rusland en Turkije zijn razendsnel populair geworden. Dat betekent niet dat de risico's verdwenen zijn. Wat zijn de mogelijkheden voor particuliere beleggers?

Een belegger die zijn klassiekers kent, bedenkt zich wel twee keer voordat hij zijn geld steekt in de schulden van opkomende landen. Tot een jaar of tien geleden was het iedere paar jaar raak: één of meer opkomende landen verkeerden in financiële crisis. In de jaren tachtig was er de Latijns-Amerikaanse schuldencrisis, die in 1982 begon in Mexico en uiteindelijk meerdere landen in Zuid-Amerika raakte. In 1994-'95 volgde de tequila crisis, waarna het in 1997 de beurt was aan Zuidoost-Azië, gevolgd door Rusland in 1998. In 2001 was Zuid-Amerika weer aan de beurt met een crisis in Argentinië.

HOOG RISICO, MAAR TOCH POPULAIR

Die opeenstapeling van ellende schrikt beleggers al lang niet meer af. Aandelenbeleggers steken al meer dan een decennia steeds meer geld in landen die zich ontworsteld hebben aan het predicaat ontwikkelingsland.

Ook obligatiebeleggers hebben de weg richting opkomende economieën inmiddels gevonden. Dat blijkt uit de toenemende hoeveelheid geld die stroomt richting de beleggingscategorie *emerging market debt* (zie kader 'product van een crisis').

Beleggers worden aangetrokken door de hoge rendementen die

OOK OBLIGATIEBELEGGER HEBBEN DE WEG RICH- TING OPKOMENDE ECONOMIEËN GEVONDEN

obligaties van opkomende landen bieden. Het hogere risico dat ze lopen op deze schulden ten opzichte van die van gevestigde, ontwikkelde landen, nemen ze daarbij voor lief. Bovendien lijken beleggers te geloven dat het hogere risico zal afnemen.

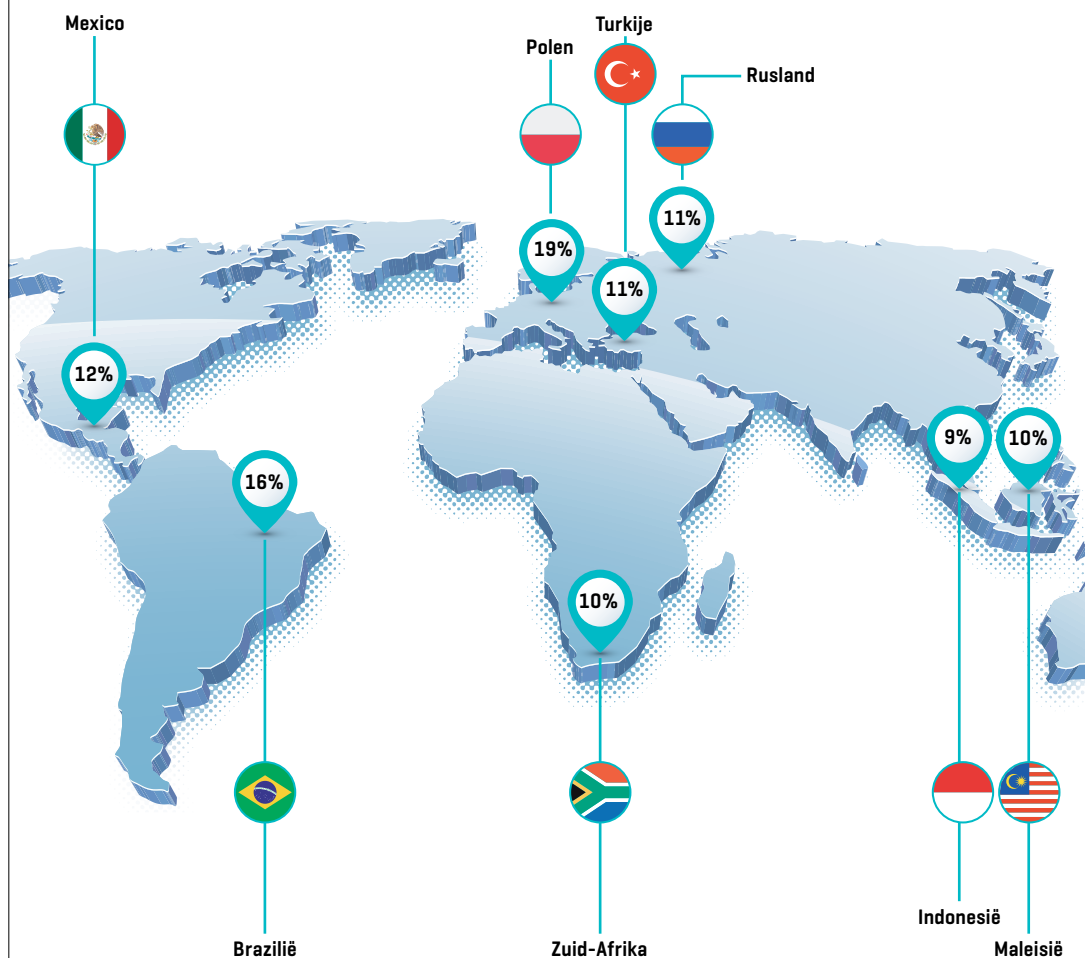
In ieder geval lijkt het verschil in risico op staatsobligaties uit westerse en opkomende economieën kleiner te worden. Door de malaise in Europa en de Verenigde Staten hebben veel landen hun kredietwaardigheid zien afbrokkelen. Zelfs de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hebben geen onomstreden AAA-rating meer, het hoogst mogelijke kredietoordeel.

Fondsnaam	ISIN-code	Sterren	TER	Omloopfactor	1 jaar	3 jaar	Volatiliteit	Max. verlies
BlackRock Global Funds - Local Emerging Markets Short Duration Bond Fund A2	LU0278470058	****	1,28	118,68	5,1	10,7	6,5	-9,3
Invesco Emerging Local Currencies Debt Fund-C	LU0275062593	***	1,35	-1,68	9,1	33,8	11,3	-14,9
Pictet-Emerging Local Currency Debt-P	LU0255798109	***	1,59	0,24	7,3	29,2	10,2	-14,5
MFS Meridian Funds - Emerging Markets Debt Local Currency Fund A1	LU0406715952	***	1,70	59,00	5,9	24,7	9,4	-14,1
BNP Paribas L1 Bond World Emerging Local Classic C	LU0251280011	**	1,77	0,00	3,6	33,3	11,9	-11,0

Alle cijfers zijn percentages

Waar sturen beleggingsfondsen hun geld heen?

Deel van het fondsvermogen dat de vijf geselecteerde 'lokale valuta'-fondsen in de afzonderlijke opkomende landen investeren.



Opkomende landen hebben de laatste crisis juist weten te ontwijken: landen als China, Brazilië en Indonesië hebben er zelden zo goed voorgestaan als de afgelopen jaren. Dat heeft de appetijt bij beleggers opgewekt.

AANDACHT BELEGGER DRUKT RENTE

Keerzijde van die populariteit is dat de te behalen rendementen op staatsobligaties uit opkomende landen drastisch zijn gedaald. Een land als Brazilië betaalde twee jaar geleden nog een rente van circa 5 procent op een tienjarige lening. Tegenwoordig ligt dat niveau net

onder de 3 procent. Ook landen als Mexico, Rusland en Turkije hebben de rentes zien dalen naar historisch lage niveaus.

Opvallend is het grote verschil in rentevergoedingen op leningen die een land uitgeeft in de eigen valuta ten opzichte van die in harde valuta als de dollar. Waar Brazilië 3 procent rente vergoedt op obligaties uitgegeven in dollars, ontvangen beleggers ruim 9 procent op een tienjarige lening als deze in Braziliaanse real luidt.

Daarmee is meteen duidelijk dat er nog steeds aanzienlijke risico's zitten aan beleggen in opkomende landen, en die gelden vooral voor

de obligaties in lokale valuta. De toegang tot de lokale kredietmarkten is niet altijd even gemakkelijk. Zo gelden er soms kapitaalbeperkingen voor buitenlandse beleggers die in- en uitstroom van kapitaal aan banden leggen. Bronbelastingen die door overheden worden geheven, kunnen voor een extra hinderis zorgen.

ZELF BELEGGEN

Voor particuliere beleggers is direct investeren in emerging market debt moeilijk. Het is vooral een zaak van institutionele beleggers, beleggingsfondsen, pensioenfondsen en banken en verzekeraars. Dat heeft

EMERGING MARKET DEBT

Product van een crisis

De term 'emerging market debt' verwijst naar obligaties die zijn uitgegeven door overheden of overheidsorganisaties van opkomende landen. Het is een relatief jonge markt: tot 1980 leenden minder ontwikkelde landen voor namelijk direct bij banken. Ironisch genoeg moest er een crisis aan te pas komen om de handel in overheidspapier aantrekkelijk te maken. In 1989 kwam de toenmalige Amerikaanse minister van Financiën Nicholas Brady met een plan om banken de mogelijkheid te geven leningen van opkomende landen uit Latijns-Amerika om te ruilen voor zogenoemde Brady Bonds. Dit waren schuldbewijzen die gekoppeld waren aan de leningen van opkomende landen, maar staatsleningen van de Verenigde Staten als onderpand hadden. Banken konden op deze wijze van hun slechte leningen af, omdat de nieuwe effecten verhandelbaar waren.

Door het succes van Brady Bonds gingen opkomende landen over tot uitgifte van nieuwe leningen onder hetzelfde concept. Ook de verdere ontwikkeling van het macro-economisch beleid van de opkomende landen, zoals de invoering van beter op elkaar afgestemd fiscaal en monetair beleid, zorgde voor meer vertrouwen van investeerders. In het begin van de jaren '90 begonnen opkomende landen leningen zonder onderpand uit te geven. De obligaties luiden nog wel in buitenlandse valuta's, vooral dollars, oftewel 'hard currency'. Door toenemend vertrouwen van beleggers zijn steeds meer landen overgegaan op de uitgifte van leningen in lokale valuta, de 'local currency'.

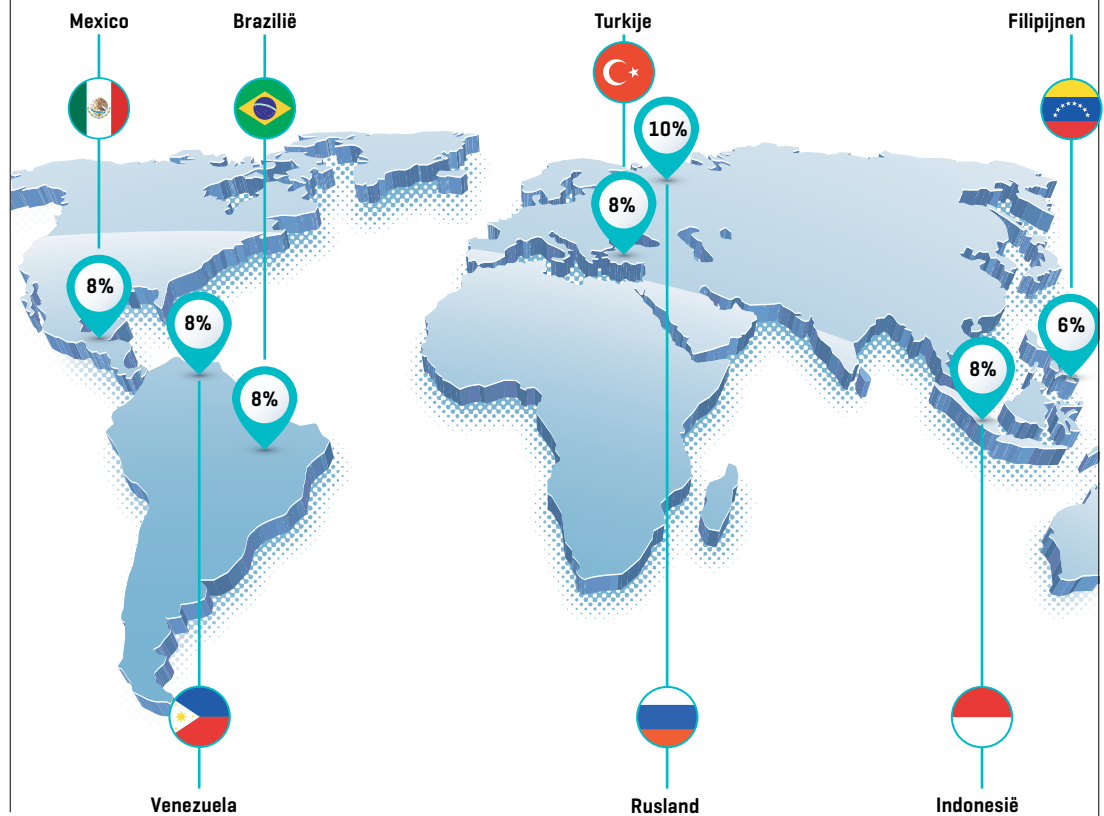
in eerste instantie te maken met de beperkte verhandelbaarheid. De handel is weinig liquide en vindt vooral onderhands plaats, dus niet via de beurs. Euronext biedt geen handel in dergelijke leningen, sommige buitenlandse beurzen wel, zij het beperkt.

Bovendien is beleggen in emerging market debt uiterst complex. Voor de gemiddelde nieuwsvolger is het haast onmogelijk om een goede inschatting te maken van het politieke risico van beleggen in een bepaald opkomend land. Particuliere beleggers zoeken daarom blootstelling aan emerging market debt via actief beheerde beleggingsfondsen en/of trackers.

Voor beleggers die in emerging market debt willen beleggen, zijn de obligaties in harde valuta's het minst risicovol. Alleen al het feit dat leningen in harde valuta worden uitgegeven onder regelgeving van de ontwikkelde landen waar de leningen noteren, biedt beleggers meer zekerheden. Dit in tegenstelling tot leningen in

Waar sturen beleggingsfondsen hun geld heen?

Deel van het fondsvermogen dat de vijf geselecteerde 'harde valuta'-fondsen in de afzonderlijke opkomende landen investeren.



Fondsnaam	ISIN-code	Sterren	TER	Omloopfactor	1 jaar	3 jaar*	Volatiliteit	Max. verlies
Dexia Bonds Emerging Markets C	LU0083568666	*****	1,27	0,00	13,0	45,8	6,9	-13,1
Invesco Emerging Markets Bond Fund-A	IE00B01VQ362	*****	1,08	0,00	12,4	44,0	8,0	-11,6
BlackRock Global Funds - Emerging Markets Bond Fund A1	LU0200680436	*****	1,47	150,16	6,8	24,7	7,5	-11,0
KBC Bonds Emerging Markets	LU0082283374	****	1,32	0,00	11,6	44,6	8,1	-14,0
Goldman Sachs Growth & Emerging Markets Debt Portfolio Base	LU0234573003	****	1,50	0,00	12,1	44,4	8,0	-13,3

Alle cijfers zijn percentages

ARGENTINIË EN VENEZUELA

Recent risico

Sterke economische groei heeft beleggen in schuld papier van opkomende landen populair gemaakt. Toch blijft het een risicovolle onderneming, want spoken uit het verleden zijn nog niet verdreven, zo bewijzen twee recente kwesties. Een van de landen die als notoire wanbetalers te boek staan is Argentinië. Het Zuid-Amerikaanse land werd de afgelopen jaren regelmatig getroffen door een

financiële crisis. De crisis van 2002 lijkt het land nu opnieuw richting faillissement te sturen. Argentinië kon in 2002 niet meer aan zijn schuldverplichtingen voldoen. In 2005 en 2010 volgden daarop een twee ronden van schuldhervormingen waarbij de uitstaande schuld tegen een korting werd ingekocht. Niet alle obligatiehouders gingen daarop in, waaronder een tweetal hedgefondsen: Aurelius Capital Management en Elliot Management.

Zij eisten eind vorig jaar bij een Amerikaanse rechtbank het volledige bedrag plus rente en werden in het gelijk gesteld. Argentinië weigert echter om het bedrag van in totaal 1,33 miljard dollar te betalen. De uitspraak stelt Argentinië voor een moeilijke keuze. Als het de twee hedgefondsen betaalt, zullen ook de andere partijen die niet hebben meegedaan aan de herstructurering betaald moeten worden. Het bedrag dat dan op tafel moet komen, is

het vijfvoudige van het bedrag dat de twee hedgefondsen opstrijken. Betalen ze niet, dan zal de markt dat beschouwen als wanbetaling, wat feitelijk een faillissement betekent. De markt houdt Argentinië, dat bovendien worstelt met hoge inflatie en een wankelende economie, nauwlettend in de gaten en de rentes liepen de afgelopen periode fors op. Veel marktvorsers voorspellen nog dit jaar een faillissement. Een risico van een geheel andere

OOK AL DOEN DE RENTES ANDERS VERMOEDEN, BELEGGEN IN EMERGING MARKET DEBT GAAT NOG ALTIJD GEPAARD MET HOGERE RISICO'S DAN BELEGGEN IN ONTWIKKELDE LANDEN

lokale valuta, die ook vallen onder de regelgeving van de uitgevende opkomende landen. De gedaalde rentes bieden wel een aanzienlijk minder aantrekkelijk rendement dan een paar jaar geleden. Voor een hoger rendement kiezen beleggers voor obligaties in lokale valuta's. Dan nemen ze het hogere risico wel voor lief. Ook al doen de gedaalde rentes anders vermoeden. Beleggen in emerging market debt gaat nog altijd gepaard met hogere en andere risico's dan beleggen in obligaties van ontwikkelde landen. De ontwikkelingen in Argentinië en Venezuela tonen dat opnieuw aan (zie het kader 'recent risico').

ONZE SELECTIE

Onder de duizenden fondsen in de VEB fondsendatabase bevinden zich 157 fondsen die (hoofdzakelijk) in emerging market debt beleggen.

Wij selecteerden tweemaal vijf fondsen. Eenmaal vijf fondsen die vooral in de hard currency debt beleggen en eenmaal vijf fondsen die

in local currency debt beleggen.

Verdere selectie werd gedaan op basis van de VEB fondsenrating, minimaal vijf of vier sterren is normaal gesproken een vereiste. Dit bleek voor fondsen in local currency debt niet haalbaar, waardoor ook fondsen met 3 en 2 sterren in het overzicht zijn opgenomen.

Opvallend genoeg komen alleen actief beheerde fondsen bovendien. Passief beheerde trackers die een emerging market debt index volgen zijn er wel, maar bestaan vaak korter dan drie jaar. Daarmee voldoen ze niet aan het minimaal vereiste track record van drie jaar voor de VEB Fondsenrating.

VERDER LEZEN

Informatie voor beleggers

Specifieke informatie over emerging market debt is moeilijk verkrijgbaar. Naast de sites van gespecialiseerde nieuwsorganisaties als Bloomberg, Reuters en Financial Times biedt de website www.emergingmarkets.org uitstekende informatie.

Via de VEB Fondselector is het aanbod voor Nederlandse beleggers in een paar minuten inzichtelijk. Ga naar veb.net/fondsselector en kies voor 'obligatiefondsen' en subcategorie 'opkomende landen'.

orde werd recent bevestigd door de plotselinge devaluatie van de nationale munt in Venezuela. De regering van toenmalig president Hugo Chavez paste in februari de omwisselverhouding van de bolivar aan van 4,3 bolivars per dollar naar 6,3, de vijfde devaluatie in tien jaar tijd. Voor houders van obligaties in de lokale valuta betekent dat een direct verlies, maar ook voor beleggers in obligaties in harde valuta kan een devaluatie gevolgen hebben.

Een land als Venezuela heeft nu bijvoorbeeld veel meer bolivars nodig om aan zijn schuldverplichtingen in dollars te voldoen. Veel opkomende landen hebben hun economieën en kapitaalmarkten de laatste jaren meer open gesteld dan Argentinië en Venezuela. Het is niet voor niets dat landen als Brazilië, Maleisië, Mexico, Rusland en Turkije voor een belangrijk deel de portefeuilles vormen van beleggingsfondsen in emerging market debt.



ONDERTUSSEN IN JAPAN...

door Wouter Weijand

Als het hier maar geen Japan wordt, verzuchtte menig econoom de afgelopen jaren. Natuurlijk kunnen we ons blind staren op onze zo dynamische vaderlandse AEX-index, maar sinds begin november is de Japanse beurs met ongeveer 50 procent gestegen. De Bank of Japan koopt alles op dat los en vast zit om de boel weer in beweging te krijgen. Laten we de rest van de wereld een beetje yennen door de munt flink onderuit te praten en jawel hoor, na een tijdje gelooft zowat iedereen je. Nou moet die economie toch wel in beweging komen, zou je denken. En het zou handig zijn als het gebeurt voordat het land failliet gaat, want met een schuldquote van 230 procent van het BNP zeilt het land scherp aan de wind. Beleggers geloven in elk geval sterk in deze QE reflatie-therapie. (Wij ook, Japan vormt 40 procent van ons verre oosten dividendfonds)

Maar wie is er eigenlijk in Japan belegd na een bear market van bijna 25 jaar? Ik vrees bijna niemand. De afgelopen tien jaar zijn er vooral veel Azie-ex-Japan-strategieën aangeboden: alles was goed in Azië, als er maar geen Japan in zat, want dat was onverkoopbaar. Menig pensioenfonds heeft Japan al jaren geleden doorgehaald van het lijstje landen, waarin belegd mag worden. En als al die afwezigen dan plots toch hun opwachting maken om hun onderwogen positie te neutraliseren, tja, dan kan het plots heel hard gaan.

Als een land of sector maar lang genoeg onderuit is gegaan, wil er vanzelf niemand meer in beleggen. Hebben we wellicht nog meer voorbeelden van desolate beleggingsgebieden, die door vrijwel iedereen worden gehaat? Rusland zou kunnen: het doet al jaren flink zijn best het vertrouwen van beleggers te beschamen: de corruptie is groot, de kapitaalvlucht navenant en de overheid lijkt volstrekt onbetrouwbaar. Samen zijn dat uitstekende ingrediënten voor een koers/winst verhouding van 4 à 5 voor de aandelenmarkt. How low can you go? Het blijft een moeilijke vraag. Maar net als in Japan zou een nieuwe regering voor een ommekeer kunnen zorgen. Helaas zijn de volgende verkiezingen nog jaren ver weg. Toch kan alleen al een vermindering van de kapitaalvlucht voor verrassingen op de binnenlandse kapitaalmarkt zorgen.

Zijn er ook sectoren, die lange tijd veel te gewild waren en straks voor negatieve verrassingen gaan zorgen? Jazeker, misschien is de grondstoffenboom aan zijn eind gekomen. De goudprijs toont tekenen van vermoeidheid. Daarbij ken ik nog massa's mensen, die 'long' goud zijn. Wie weet wacht hun zo'n lange, Japanse bear markt en zullen zij pas over 10-20 jaar echt een streep halen door deze beleggingscategorie.

RECORDJAGER MET ZITVLEES

ROGER PENSKE

Roger Penske (76) neemt nooit genoeg met de tweede plaats. Ooit was hij de snelste man ter wereld, nu is hij de langstzittende ceo, nog net voor Warren Buffett. Al 42 jaar staat de Amerikaan aan het hoofd van Penske Corporation, een conglomeraat van autodealers, -onderdelen en financiële dienstverlening, met 39.000 werknemers wereldwijd en een omzet van 19 miljard dollar.

In zijn jeugd zag het daar bepaald nog niet naar uit. De jonge Roger was een dromer, een flierefluitier die uiteindelijk door zijn vader, directeur van een metaalfabriek, geprikkeld moest worden om iets van zijn leven te maken. Penske junior gooide het roer om en stapte in de autosport. Hij werd de beste en de snelste. Halverwege de jaren zestig stopte hij als coureur. "Ik bedacht me dat ik wat langer zou leven als ik niet continu achter het stuur zou zitten", zo vertelde hij de verbaasde buitenwereld. Penske zette een eigen bedrijf op dat dieselmotoren ging verkopen voor General Motors. Het autoconglomeraat dat daaruit voort kwam maakte Penske miljardair. Op het racecircuit komt hij nog vaak. Om te kijken naar de prestaties van zijn eigen raceteam. En om zijn levensmotto bevestigd te zien: "Je mag nog zo goed voorbereid zijn in het leven, wat echt telt is hoe je omgaat met het onverwachte."





Fotografie Martin Schoeller

LONDENSE WALVIS WAS MINDER DWAAS DAN ZIJN BAZEN

Zakenbank JP Morgan staat in haar hemd met gepruts van handelaar 'de Londense Walvis'. Naar nu blijkt hebben leidinggevendenden van de bank dubieuze pogingen gedaan om de miljardenverliezen af te dekken.

"De walvis hangt aan de harpoen!" Als een onverschrokken walvisjager presenteert Jamie Dimon (57) zichzelf in juli vorig jaar aan een groep studenten die stage komt lopen bij de bank. De topman van JP Morgan zegt dat hij een probleem met een verlies van een beurshandelaar, bijgenaamd de Londense walvis, "uit de weg heeft geruimd". "De walvis is uitgedroogd. Gecremeerd. Ik ga haar as begraven als het allemaal voorbij is."

De zelfverzekerde woorden van Dimon vallen goed bij de studenten die hij te woord staat in een blinkende wolkenkrabber. Het pand op Madison Avenue heeft de bank in 2008 voor een spotprijs in handen gekregen door de overname van het in dat jaar omgedonderde Bear Stearns. De redding van de zakenbank maakt het straatschoufje uit Queens in geen tijd tot de meest populaire bankier in de VS. In het Witte Huis, op Wall Street en ver daarbuiten. 'De minst gehate bankier', aldus een meer nauwkeurige omschrijving van de *New York Times* uit die tijd.

Maar in werkelijkheid is Dimon geen voorbeeldige bankier of walvisjager die korte metten maakt met dwaze medewerkers. Uit een vorige maand verschenen onderzoek van de Senaat blijkt dat topmanagers en riskmanagers van de bank grote steken hebben laten vallen die uiteindelijk hebben geresulteerd in een miljardenverlies op derivatenposities.

Topbankiers blijken het probleem intern onder het tapijt geschoven te hebben. Toezichthouders zijn om de tuin geleid. En daarna, als de media de affaire aan het licht brengen, zijn beleggers en analisten op het verkeerde been gezet. Dat roept vragen op over de integriteit binnen de grootste bank van de VS. De reeks van misstanden wordt de bank zwaar aangerekend door de onderzoekscommissie van de Senaat die overtuigend, maar verontrustend werk heeft afgeleverd.

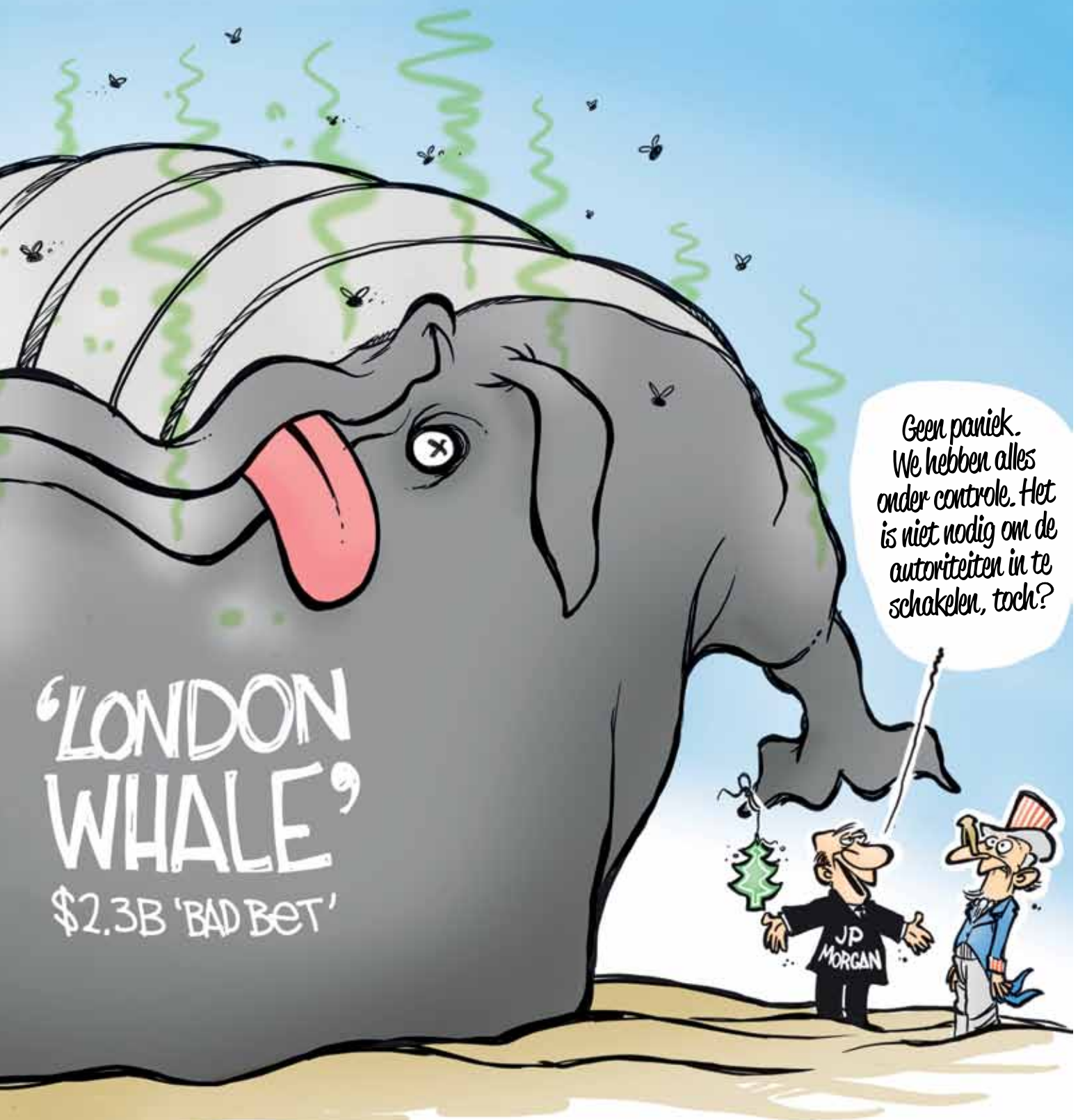
PANIEK IN LONDEN

Vier jaar lang is Bruno Iksil de gevierde man binnen de Londense vestiging van JP Morgan. Een paar keer

per week komt de Fransman per trein vanuit zijn woonplaats, even buiten Parijs, om geld te verdienen voor de bank en zichzelf. Iksil handelt in derivaten, vaak exotische afgeleide beleggingsproducten. Hij is de grootste speler op een markt van in totaal \$10 biljoen groot.

Al snel krijgen de activiteiten van Iksil mythische proporties. Zo wordt hij 'De Walvis' genoemd vanwege de golven die hij in gang zet met zijn enorme transacties. Ook wordt hij 'Voldemort' genoemd, de slechterik uit de Harry Potter-serie, vanwege zijn grote macht op de beurs. Niet lang daarvoor heet de jaarlijks met miljoenen beloonde handelaar nog 'De Grotbewoner'. Iksil werkt jarenlang onder de radar, komt af en toe zijn veilige heenkomen uit om een zeer risicovolle transactie te doen om vervolgens weer te schuilen. De transacties die uitlopen op een fiasco vinden plaats binnen de Chief Investment Office Londen, een afdeling van 425 man, die ironisch genoeg moet waken over het risicobeheer. Verspreid





over Londen en New York beheren de handelaren 350 miljard dollar aan beleggingen. Ze weten hier gigantische winsten uit te persen. In 2011 verdienen de risicobeheerders nog vijf miljard dollar.

Iksil draagt flink bij aan dat resultaat. De derivatenpositie die hij opbouwt levert de bank miljarden winst op, de handelaar en zijn collega's worden royaal beloond met bonussen.

Maar dan breekt 2012 aan. De bank verslikt zich in een positie die het houdt in *credit default swaps* (CDS). Met deze kredietverzekeringen dekt Iksil het risico af op bedrijfsleningen in de boeken van de bank. De positie lijkt op papier weinig risicovol. Maar in werkelijkheid is het een massavernietigingswapen. Om de verliezen goed te maken, verdubbelt de bank.

Maar dan ruikt de markt onraad. Hedgefondsen lokken Walvis Iksil naar de oppervlakte. Ze verdienen grof geld door posities in te nemen tegen JP Morgan. Simpel gezegd dekken de fondsen zich in tegen het in gebreke blijven van bedrijven via een positie in een kredietverzekeringindex. Iksil doet het omgekeerde. Hij verkoopt de bescherming juist omdat hij denkt dat de bedrijven niet in gebreke zullen blijven. Dat heeft desastreuze gevolgen. Vooral het bankroet van Eastman Kodak komt hard aan.

Voor Bruno Iksil komt die ramp niet onverwacht. Hij en andere handelaren slaan al veel langer alarm. Eind januari 2012 schrijft hij in een memo aan zijn baas dat ze "de pijn snel kunnen nemen". Nee is het antwoord, met daarbij de expliciete instructie om "te stoppen met het verliezen van geld". Riskmanager Peter Weiland moet ook niets weten van het afkappen van de posities en het nemen van een verlies. Weiland krijgt in februari een interne schatting onder ogen over de mogelijke schade, die kan oplopen tot 6,3 miljard dollar. Hij kan zijn ogen niet geloven, het papieren verlies is dan nog 'slechts' een miljard groot. Zijn

6

Het verlies van JP Morgan liep op tot zes miljard dollar

oordeel over de zes keer hogere berekening: 'afval', rijp voor de schroot.

TEN EINDE RAAD

In maart is 'Walvis' Iksil ten einde raad, zo blijkt uit het gedetailleerde 301 pagina's tellende rapport van de Senaatscommissie, die gebaseerd is op duizenden documenten, e-mails, telefoontranscripties en sms-berichten. Neem een telefoongesprek dat Iksil op 16 maart voert met een collega. "Ik kan hier niet mee doorgaan", zegt de trader. Over zijn Spaanse baas zegt hij: "Ik weet niet waar hij wil stoppen, maar het wordt idioot. Nu is het nog erger dan voorheen... Er is niets dat kan worden gedaan, absoluut niets dat kan worden gedaan, er is geen hoop. Het boek blijft groeien, meer en meer monsterlijk."

In een interne analyse die de bank op dat moment maakt van het probleem van Iksil staat dat de verliezen 'beheersbaar' zijn. De markt is niet meer dan 'tijdelijk ontwricht'. Kwestie van afwachten. De bank weigert de realiteit onder ogen te zien. Ze maken als belegger een beginnersfout. Ze la-

ten verliesgevende handelsposities uitgroeien tot monsterlijke proporties. En de top van de bank is daarvan op de hoogte.

Het Senaatsonderzoek toont aan dat de reflex ná het ontsporen van het verliezen bedenkelijker is dan het handelsverlies. De bank probeert de verliezen maandenlang onder het tapijt te schuiven. In plaats van de portefeuille aan te passen aan de werkelijkheid, proberen leidinggevendenden de werkelijkheid naar hun hand te zetten. Ina Drew, een van de ontslagen bazen van Iksil, vraagt aan een ondergeschikte of hij de waardering zodanig kan 'tweaken' dat deze laat zien "wat ze wil laten zien". Liefst met harde data ter onderbouwing.

Rapportages worden daadwerkelijk gemanipuleerd om verliezen minder ernstig te doen lijken. Bestaande waarderingsmodellen worden overboord gegooid, met toestemming van topman Dimon.

In een korte e-mail geeft hij groen licht: "Ik keur het goed." De bankier maakt zich weinig zorgen, zo blijkt uit interne correspondentie in het Senaatsrapport.

Van toezichthouders heeft hij op dat moment in ieder geval weinig te duchten. Het lijkt alsof de bank haar toezichthouders in de zak heeft. Terwijl de derivatenposities Iksil en collega's boven het hoofd groeien, krijgt de Amerikaanse toezichthouder – het 'Bureau van de Comptroller of the Currency' – te horen dat de bank de boel aan het afbouwen is.

DREIGENDE VERLIEZEN

Als de posities van Iksil ontsporen, stopt de bank eenvoudigweg vier

"ER IS ABSOLUUT NIETS DAT KAN WORDEN GEDAAN, ER IS GEEN HOOP. HET BOEK BLIJFT GROEIEN, MEER EN MEER MONSTERLIJK."



maanden met het aanleveren van data. De bank pakt het aanleveren van data aan toezichthouders pas weer op als de dreigende verliezen in april in de openbaarheid komen.

Leidinggevendenden bij de bank zeggen in een hoorzitting bij de Senaat geen idee gehad te hebben wat er gemeld moet worden aan externe toezichthouders en wie dat moest doen. Ina Drew, de vrouw die de waardering had laten 'tweaken', zegt in de Senaathoorzitting dat ze te goeder trouw handelde en een poging heeft gedaan de verliezen werkelijk te dempen. "Maar het ging vreselijk mis, zoals we allemaal weten."

Het is uiteindelijk de financiële pers die het (rook)gordijn wegtrekt, niet de bank zelf of toezichthouders. Topman Jamie Dimon krijgt op 5 april 2012 een onaangenaam berichtje van Drew, een vertrouweling die al dertig jaar werkt voor de bank. Ze zegt dat de *Wall Street Journal* en Bloomberg van plan zijn om verhalen te publiceren over de handel door het weinig bekende Chief Investment Office van de bank met de ontspoorde synthe-



DE NEW YORK TIMES OMSCHREEF JP MORGAN-BAAS JAMIE DIMON EERDER ALS DE MINST GEHATE BANKIER OP WALL STREET

tische kredietportefeuille. Dimon weet dat daarmee het nodige is misgegaan. Maar ook na de publiciteit gaat het verdraaien van de werkelijkheid door.

Tegen analisten uit de buitenwereld zegt Dimon op 13 april in een *conference call* rond de kwartaalcijfers heel brutaal: "Het is een complete storm in een glas water", een opmerking die Dimon tot de dag van vandaag achtervolgt, ook al heeft hij zijn 'spijt' betuigd. Zijn financiële rechterhand Douglas Braunstein probeert ook de onrust te sussen. "De bank voelt zich zeer op zijn gemak met de posities." Hij beweert dat alles in detail bekend is bij de risk managers van het concern en toezichthouders. Braunstein zegt dat de afdeling niet speculeert maar heel goed voorbereide lange-termijnbeleggingen doet.

Uit het Senaatsonderzoek blijkt dat allemaal bezijden de waarheid. Het rapport haalt een interne presentatie aan van een maand eerder waarin vooral het kortetermijnkarakter van de synthetische kredietderivaten wordt onderstreept. Over

Braunsteins beschrijving zegt het rapport: Die waren "op zijn best onjuist en in het slechtste geval bedrieglijk". Tragisch genoeg loopt het verlies bij JP Morgan daarna alleen maar verder op. Van 2 miljard dollar naar 3 miljard dollar naar 6 miljard dollar.

JP Morgan laat haar woordvoerders onderstrepen dat het management altijd te goeder trouw heeft gehandeld. Als dat waar zou zijn, is de vraag gerechtvaardigd of de bank zelf wel voldoende kan doorgronden welke risico's ze neemt.

BEWUSTE MANIPULATIE

De bank zegt belangrijke stappen gezet te hebben om problemen in de toekomst te voorkomen. Dat moet de buitenwereld maar geloven. De bank heeft de affaire consequent en bewust gebagatelliseerd, toont het Senaatsonderzoek aan. Het blijkt nog altijd gemakkelijk te zijn om te manipuleren met de waardering van kredietderivaten. Maandenlang verbergt de bank honderden miljoenen dollars aan

verliezen zonder dat het boven water komt in interne en externe controles.

Het moet een alarmbel zijn voor de grotere beleggers in Amerikaanse banken zoals Nederlandse pensioenfondsen als het ABP en PGGM. JP Morgan is vandaag de dag de machtigste instelling uit een sector die vier jaar geleden de wereldeconomie op de rand van de afgrond bracht en met belastinggeld gered moest worden. Het lijkt alsof de bank weinig geleerd heeft van de fouten die hebben geleid tot de crisis.

Tegenover de studenten (en

later ook het Congres) schroomt de handige Dimon niet om zijn deemoedige kant te laten zien. "Tuurlijk, we maken fouten, zoals met dat Walvis-ding", zegt hij tegen de studenten. "Bedrijven maken fouten. We moeten de boel opschonen. We kunnen ervan leren en er beter van worden." Dat het dwaas is geweest, durft Dimon – wetende dat alles toch nu naar buiten komt – hardop te zeggen. "Het was het domste wat ik ooit heb gezien", zegt Dimon in een interview met *New York Magazine*. "Het was zo complex, zo groot, zo illiquide, zo stom."

Door het een inschattingfout te noemen, probeert Dimon de aantijgingen van bewuste misleiding te pareren. Wel moet hij als sanctie van zijn commissarissen de helft van zijn bonus over 2012 inleveren. Daardoor is hij even niet meer de best betaalde bankier van Wall Street maar komt dit jaar nog altijd uit op een riant 10 miljoen dollar. De bankier kan het niet nalaten te onderstrepen dat de bank de verliezen van 'De Walvis' makkelijk kan behappen. De bank heeft een waaier aan activiteiten en is de grootste derivatenhandelaar in de wereld en de grootste partij op de (nog altijd ongereguleerde en ondoorzichtige) markt voor kredietderivaten. Het staat buiten twiifel dat JP Morgan er op papier sterker voor staat dan ooit. Dimon onderstreept dat de winsten zelden zo groot waren. Het is alsof de bankier weer in Queens op het schoolplein staat.

CONCLUSIE SENAAT

Volgens de Senaat laat de zaak zien hoe synthetische kredietderivaten zijn uitgegroeid tot een 'multimiljardenrisico' binnen het Amerikaanse banksysteem. Het rapport toont aan dat handelaren ontoereikende waarderingsmethodieken gebruikten om aanzienlijke verliezen voor maanden verborgen te houden. Volgens het

rapport heeft de bank risicoli-mieten routinematig gebroken. Modellen om risico's te meten, werden gemanipuleerd. Toezicht werd te gemakkelijk ontweken of gehinderd. Financiële resultaten zijn verkeerd aan beleggers, toezichthouders, beleidsmakers, en de belastingbetalers voorgespiegeld.



SUNTECH

EEN CHINEES GROEI-ONGELUK

China wil groeien en China moet groeien. Maar te veel aandacht voor ongebreidelde economische groei leidt tot ongelukken. Dat bewijst de teloorgang van het ooit veelbelovende concern Suntech.

Fotografie AFP / Peter Parks

Nog maar een paar jaar geleden waren Suntech en oprichter Shi Zhengrong grote uitgangsborden van de Chinese droom om een groene economie te bouwen. De Chinese overheid investeert hiervoor miljarden in alternatieve vormen van energie. 'Peking' hoopt met zijn energiebeleid twee vliegen in één klap te slaan: schoner worden en wereldwijd koploper

worden in hoogwaardige energietechnologie. Suntech was als meest vooraanstaande bedrijf in de sector de pionier en hét grote voorbeeld.

De beursgang in 2005 was de eerste van een Chinees zonne-energiebedrijf en sindsdien is het concern, gefinancierd door lokale en internationale crediteuren en aandeelhouders, uitgegroeid tot een multinational met 20.000 werknemers. In 2011 was het bedrijf 's werelds grootste fabrikant van zon-

nepanelen. Maar nog sneller dan het bedrijf opkwam is Suntech, dat ooit een marktwaarde van 16 miljard dollar had, in verval geraakt.

VERTIENVOUDIGD

Het overheidsbeleid om alternatieve energie te stimuleren, heeft de afgelopen jaren in China geleid tot een enorme investeringsgolf in productiecapaciteit. Er zijn zoveel fabrieken en productielijnen gebouwd dat de totale productie-

**NOG SNELLER DAN
SUNTECH OPKWAM
IS HET CHINESE
ZONNE-ENERGIE-
BEDRIJF IN VERVAL
GERAAKT**



capaciteit tussen 2008 en 2012 is vertienvoudigd. In dezelfde periode is de vraag naar zonnepanelen onder druk gekomen. In Europa gingen de subsidies op aanschaf van panelen omlaag, terwijl de Verenigde Staten de gasproductie flink uitbreidden.

Bovendien voerden de VS importheffingen in op Chinese zonnepanelen, waardoor de prijzen verder onder druk kwamen. De prijs van zonnepanelen kelderde

afgelopen jaren met ongeveer 75 procent waardoor winstmarges bij Suntech wegsmolten. En Suntech was niet de enige. Ook een auto-onderdelenfabrikant als Robert Bosch kondigde onlangs aan zich terug te trekken uit de zonne-energieproductiesector omdat het geen vooruitzichten ziet om er winst te behalen. Het bedrijf had afgelopen jaren 2,5 miljard dollar in zonne-energie geïnvesteerd.

SCHULDENLAST

Suntech bezweek in maart onder zijn torenhoge schuldenlast. De vraag is wat er nu gaat gebeuren met het bedrijf en of internationale kredietverstrekkers iets gaan terugzien van hun verstrekte krediet. Complicerende factor is dat Suntech op de Kaaiman-eilanden staat geregistreerd en de entiteit die failliet is verklaard niet het in New York beursgenoteerde holding-bedrijf Suntech Power is, maar dochterbedrijf Wuxi Suntech in China, waar bijna alle activa en productie-activiteiten in zijn ondergebracht.

Bijna al deze activa staan in China, wat het waarschijnlijker maakt voor Chinese kredietverleners om iets van hun verstrekte leningen terug te zien. Voor buitenlandse investeerders die converteerbare obligaties hebben gekocht van het beursgenoteerde Suntech Power, wordt het een stuk lastiger hun geld terug te krijgen.



Shi Zhengrong, oud-topman van Suntech

1

Suntech is volgens Bloomberg het eerste bedrijf uit China dat zijn obligaties niet kan terugbetalen

Los van de financiële afhandeling, is het nog maar zeer de vraag of het faillissement van Suntech leidt tot het sluiten van de fabriek in Wuxi. Voor de door overcapaciteit geplaagde sector zou dat goed nieuws zijn, maar veel experts in China twijfelen of dat ook echt zal gebeuren. "Het zou gezond zijn voor de markt als de capaciteit uit de markt wordt gehaald, maar dat gaat waarschijnlijk niet gebeuren", zei Henning Wicht, een analist, tegen Bloomberg.

In Suntech's fabriek in Wuxi werken namelijk 10.000 Chinezen en de lokale overheid is er uit angst voor sociale onrust veel aan gelegen om die mensen aan het werk te houden, winst of geen winst. Grote fabriekssluitingen komen om die reden in China dan ook weinig voor. Meestal schiet de overheid te hulp.

LOKALE HULP

Dat lijkt nu ook bij Suntech te gebeuren. Persbureau Reuters bericht dat de lokale investeringsmaatschappij Wuxi Guolian van plan zou zijn om Suntech over te nemen, te herstructureren en in bedrijf te houden. "De productie moet door blijven gaan", aldus een bron in Wuxi tegen Reuters. "De lokale overheid onderzoekt de mogelijkheid om Suntech in een of andere vorm over te nemen. Ze wil het be-

drijf niet laten omvallen, want als dat gebeurt, is dat schadelijk voor haar reputatie."

Eerder schoten lokale overheden in China ook al andere in moeilijkheden geraakte zonne-energiebedrijven te hulp. Mocht ook Suntech inderdaad overeind worden gehouden, dan illustreert dat de moeizame weg voor de Chinese leiders om de enorme overcapaciteit in de economie aan te pakken. "Als de drang van de overheid om te investeren niet kan worden bedwongen, dan zal de overcapaciteit niet kunnen worden opgelost en zal het alleen maar verergeren en negatief zijn voor economische groei en de winsten van bedrijven", zegt Shen Jianguang, hoofdeconoom bij Mizuho Securities.

Suntech's faillissement laat ook zien dat de Chinese overheid veel te veel gericht is op ongebreidelde groei en te weinig aan de markt overlaat. "Het faillissement was bijna voorspelbaar. De scherpe daling van de marktvraag is de directe aanleiding, maar de excessieve productiecapaciteit en de snelle uitbreiding zijn de fundamentele oorzaken", aldus een vlammend commentaar in staatskrant *China Daily*. "De Chinese overheid moet lessen trekken uit het faillissement van Wuxi Suntech en haar rol in de markt opnieuw bekijken. Burgers zouden niet moeten hoeven betalen voor de kortzichtigheid en miscomputaties van de overheid."

IN HET KORT

- China wil het inkomen van zijn bevolking in zeven jaar verdubbelen. Daarvoor is forse economische groei nodig.
- De overheid jaagt die groei zelf aan en laat maar weinig over aan de markt.
- De teloorgang van Suntech laat zien waar dat toe kan leiden.
- Ooit was de fabrikant van zonnepanelen 16 miljard dollar waard, nu is Suntech failliet.

RUMOER OP DE WERELDWIJDE VALUTAMARKT

Geld bijdrukken om de eigen munt zwakker te maken. Tot voor kort was dat een teken van economisch verval, maar nu wordt het ingezet als middel om economische groei te bereiken. Een riskante tactiek.



Het was een opvallend besluit dat de leiders van de twintig grootste economieën, de G20, onlangs namen tijdens een bijeenkomst in Moskou. Ze besloten dat het geen oorlog was, geen valuta-oorlog wel te verstaan.

Daarmee moest een einde komen aan een lange reeks van beschuldigingen over en weer. Drie jaar geleden opende Brazilië de controverse door de Verenigde Staten te verwijten dat ze hun dollar met opzet zwakker maakten om er zelf sterker van te worden, ten koste van andere landen waarvan de munt ineens een stuk duurder bleek. Eind vorig jaar trad ook Japan toe tot de monetaire krachtmeting. De nieuwe premier, Shinzo Abe, wist het in korte tijd voor elkaar te krijgen de Japanse munt flink in waarde te laten dalen. Op papier is dat een koud kunstje. Landen met een eigen centrale bank hoeven alleen de geldpers aan te zetten om de waarde van de munt te drukken ten opzichte van andere valuta's. Volgens de G20 is dat dus geen begin van een wedloop 'waarde-uthollen', maar een methode om de eigen economie aan te zwengelen. Dat is in het verleden inderdaad vaak de intentie gebleken. Als een land in moeilijke tijden verkeert, kan een groeiende export een steuntje in de rug betekenen. Een zwakke munt helpt dan om de concurrentiepositie te verbeteren.

GEEN DOEL OP ZICH

Ook de Japanse greep naar de bankbiljettenpers lijkt ingegeven door de gedachte om definitief af te rekenen met jarenlange economische malaise. Ze kozen een weg die al vaker is bewandeld. Sinds de crisisjaren hebben overheden massaal ingegrepen om de vraaguitval vanuit de private sector op te van-

VOOR BRAZILIË WAS HET ZELFS EEN REDEN OM DIRECT IN TE GRIJPEN OP DE VALUTAMARKTEN.

gen. En daarbij konden ze rekenen op de steun van centrale bankiers. Monetaire autoriteiten hebben de korte rente richting nulpunt geduwd en flinke hoeveelheden geld en krediet in omloop gebracht om ook de lange rente te drukken. Met goedkoop geld kan de groeiende schuldenberg betaalbaar blijven. Obligatiebeleggers hebben het met tevredenheid aangezien. Door de daling van de rente op nieuw uit te geven staatsleningen stegen de koersen van de obligaties in hun portefeuille. De vraag naar deze effecten met hogere rentevergoedingen nam immers toe. Ook aandelenmarkten en bedrijfsobligaties kregen een impuls, omdat bedrijven hebben kunnen profiteren van de lage rente en stimuleringspakketten.

BELEGGEN IN TIJDEN VAN GELD-VERRUIMING

Achter het goede nieuws schuilt een belangrijk nadeel. De grootschalige interventies hebben een kunstmatig karakter. Er komt een moment dat de bodem is bereikt: overheden kunnen de economie niet blijven stimuleren, en ook aan de waardedaling van een munt zitten grenzen.

Dat is ook het moment om de balans op te maken. Wegen de voordelen van stimuleringsmaatregelen op tegen negatieve gevolgen als inflatie, oplopende staatsschulden en zuinige economische groei? Niet iedere belegger beantwoordt die vraag met 'ja'.

De vermaarde obligatiebelegger Bill Gross is een van de sceptici. In een recente maandelijkse nieuwsbrief laat de 69-jarige miljardair zich somber uit over de uitwerking van alle maatregelen. Hij ziet een afnemende impact van iedere dollar op economische groei. Gross verwacht dat de vloedgolf aan krediet op termijn meer inflatie dan groei zal genereren. Hij adviseert beleggers om hun geld te steken in kortlopende obligaties, grondstoffen, obligaties met ingebouwde inflatiebescherming en aandelen met stabiele kasstromen.

UITWIJKMOGELIJKHEID

Gross, oprichter van 's werelds grootste obligatiebelegger Pimco, heeft nog meer tips in petto voor beleggers. Hij wijst nadrukkelijk naar andere valuta's en financiële markten met minder schuld en kleinere kredietsystemen. Als kandidaten noemt hij Australië, Mexico, Canada en Brazilië, landen die al langer populair zijn bij beleggers die vluchten voor een lage rente en eroderende muntwaarde.

Maar voor de landen in kwestie heeft de vloedgolf van geld een schaduwkant. Geldstromen kunnen leiden tot zeepbellen op de financiële markten en een ongewenste waardestijging van de munt. Normaal gesproken weerspiegelt een nationale munt de concurrentiekracht van een land. Een sterke munt is dan een resultante van een concurrerende eco-

nomie. Zo kende de Nederlandse gulden door de geschiedenis heen een relatief sterk bestaan ten opzichte van andere valuta's.

Dat gaat niet langer op wanneer centrale bankiers de geldhoeveelheid vergroten. Belangrijkste gevolg van dit beleid is een dalende muntwaarde. In combinatie met een vlucht van geld uit eigen land naar andere valuta's leidt dat tot een verstoring van de internationale economische verhoudingen.

Voor Brazilië was het zelfs een reden om de opwaartse druk op de munt een halt toe te roepen. Dat betekende wel direct ingrijpen op de valutamarkten. De Braziliaanse regering, en zij niet alleen, dreigde met maatregelen om de eigen economie te beschermen, valuta-oorlog of niet.

Dat is een zorgwekkende ontwikkeling die op termijn kan terugslaan op de landen die de geldpers gebruiken om pijnlijke maatregelen vooruit te schuiven in de hoop op betere tijden. Voor centrale bankiers is het oppassen geblazen. Zo kan de focus om de binnenlandse economie te stimuleren, verschuiven naar de strijd om de zwakste munt. Dat is een uitzichtloze weg, waarbij het doel niet langer de middelen heiligt.

IN HET KORT

- Landen met een eigen centrale bank kunnen de waarde van de eigen munt relatief zwakker maken
- Een goedkopere munt zorgt voor een sterkere concurrentiepositie
- Dat heeft ook nadelen, zoals prominent belegger Bill Gross onlangs herhaalde

ADIDAS VS NIKE

STRIJD BINNEN EN BUITEN HET VELD

De sportwereld is niet alleen een competitie tussen atleten, maar ook een strijdperk voor sportmerken. Adidas en Nike zijn de twee grote rivalen die hengelen naar de gunst van sporters én hun kooplustige fans. Welk aandeel moeten aandeelhouders opnemen in de selectie? Adidas versus Nike.

IN PERSPECTIEF

Het Duitse **Adidas** is de nummer twee sportkledingfabrikant met een omzet van 15 miljard euro.

Met 20 miljard euro aan inkomsten is het Amerikaanse **Nike** 's werelds grootste sportimperium.

BUSINESS

Adidas verkoopt schoenen, kleding en accessoires via de merken Adidas, Reebok en TaylorMade.

Nike biedt soortgelijke producten onder andere merknamen: Nike, Converse, Hurley en Jordan.



GESCHIEDENIS

Ruzie zorgde ervoor dat Adolf Dassler in 1949 **Adidas** startte en zijn broer Rudolf Puma. Iconen als Mohammed Ali en Franz Beckenbauer droegen het merk.

In 1964 opgericht als Blue Ribbon Sports, nu al 35 jaar **Nike**. Onder meer Michael Jordan, Romario en Tiger Woods werden gesponsord door het sportmerk.

SLOGAN

Adidas is all-in.

Nike Just do it.



MARGES

Na aftrek van de kosten had **Adidas** in 2012 een brutomarge van bijna 50 procent. Onder de streep bleef uiteindelijk 4 procent winst over.

Nike-beleggers konden eind maart juichen: voor het eerst in negen kwartalen steeg de marge (jaar op jaar). Van de 44,2 procent brutomarge blijft uiteindelijk 10 procent over onder de streep.



FINANCIEEL

Adidas heeft meer cash dan schuld. Toch is de balans nog kwetsbaar door de overname van Reebok in 2006.

Nike heeft nog meer geld in kas dan schuld op de balans dan Adidas, waardoor er nog meer ruimte is voor aandeelhoudersvriendelijk beleid.

KRACHT

China brengt **Adidas** groei. Gemeten in euro's groeide China vorig jaar met een kwart naar 1,5 miljard euro - 10 procent van de concernomzet.

In de Verenigde Staten, de grootste sportmarkt van de wereld, gaat het **Nike** voor de wind. Vorig jaar pakte Nike nog een hele grote klant af van Adidas: de NFL (National Football League).

ACHILLESHIEL

Reebok is de zwakke schakel. Moederconcern **Adidas** schakelde Reebok's doelstelling van 3 miljard euro omzet in 2015 al terug naar 2 miljard en schreef honderden miljoenen af op de prooi uit 2006.

Nike krijgt kopzorgen van China. Bergen voorraden probeert het concern weg te werken tegen dumprijzen: het laatste kwartaal werd eindelijk meer verkocht, maar door kortingen daalt de omzet toch.



DOUCEURTJES

Analisten hebben vertrouwen in het dividend, zij voorspellen de komende drie jaar een stijging van 19 procent per jaar naar 2,28 euro (3 procent). **Adidas** genereert voldoende kasgeld voor zulke uitkeringen.

Bij **Nike** stijgt het dividend naar verwachting van de markt met 14 procent per jaar naar 1,17 dollar (2,2 procent) in 2015. Nike heeft wel al beloofd de komende vier jaar voor acht miljard dollar aan eigen aandelen in te kopen.



WAARDERING

Adidas-beleggers betalen achttien keer de dit jaar verwachte winst per aandeel en 12,6 keer de winstverwachting voor 2015.

Nike is een stuk duurder. 22 keer de dit jaar verwachte winst per aandeel betalen beleggers tegen 17 over twee jaar.

CONCLUSIE

Op het eerste gezicht is **Nike** het meer solide bedrijf. De winstgevendheid is een stuk hoger dan die van **Adidas**. Dat laatste heeft daarnaast zijn specifieke problemen. Zo moest Adidas al 200 miljoen afschrijven op dochter Reebok, dat kampt met fraude en weglappende klanten (naar Nike, inderdaad). Het verschil in prestaties is op de beurs zichtbaar: beleggers betalen een premie voor het aandeel Nike. Door de hoge verwachte winstgroei moeten beleggers het Duitse aandeel toch niet zomaar links laten liggen.



Aandeel te koop op de Duitse beurs



Aandeel te koop op de beurs van New York

Putopties kunnen bescherming bieden bij onzekere situaties rond een aandeel. Dat kan wel een prijs hebben.



BESCHERMD BELEGGEN IN AANDELEN ING

Onzekeerheid rond de redding van Cyprus zorgde vorige maand voor flinke schommelingen in de koersen van aandelen van banken en verzekeraars. De Europese bankenindex verloor na een onhandige uitspraak van Jeroen Dijsselbloem zomaar 3 procent, en de koersen van banken in Italië en Frankrijk gingen zelfs met meer dan 5 procent omlaag. De eurocrisis is nog niet voorbij.

Rond het aandeel ING heerst extra onzekerheid. De bankverzekeringsgroep moet volledig worden ontmanteld. Verschillende dochter-

bedrijven zijn al verkocht en ING zal als bank verdergaan. Wat dat voor de aandeelhouders betekent, is nog niet helemaal duidelijk. De verzekeringsbedrijven die nu nog in het concern zitten, kunnen worden verkocht, maar kunnen ook door een soort gedeeltelijke spin-off bij de aandeelhouders terechtkomen. Er kan waarde vrijkomen, maar het kan ook tegenvallen.

EIGEN GARANTIEPRODUCT

De optiestrategie Beschermd Beleggen kan een uitkomst zijn in dit soort situaties. U, als belegger, bouwt dan eigenlijk een garantieproduct op maat. Door de aankoop van putop-

ties kan het eventuele verlies worden beperkt.

Een putoptie is een recht tot verkoop tegen een vaste prijs en stijgt dus in waarde als het onderliggende product in waarde daalt. Putopties kunnen dus als bescherming van het aandelenbezit dienen. De kosten voor de beschermende putoptie zou u kunnen zien als een soort verzekeringspremie. Stijgt het aandeel in prijs, dan profiteert u daar wel van, en verliest u hooguit de voor de putoptie betaalde prijs. De putoptie zal waardeloos aflopen als het aandeel hoger blijft koersen dan de uitoefenprijs.

Bij het kopen van een bescher-

mende putoptie is het van belang vast te stellen welk risico u maximaal wilt lopen. Hoe hoger de uitoefenprijs, hoe duurder de putoptie.

Stel u heeft of koopt 100 aandelen ING voor € 5,70. U kunt uw belegging met allerlei putopties beschermen tegen een koersdaling. Voor opties met looptijd tot en met de derde vrijdag van december 2014 kost dat één euro voor de put 5,60 en 1,20 euro voor de put 6,00. Logisch: het recht om iets op 6 euro te mogen verkopen is meer waard dan het recht om op 5,60 te mogen verkopen.

De zwaardere bescherming lijkt aantrekkelijker, maar heeft ook



als nadeel dat het aandeel ING meer moet stijgen om de beschermingskosten goed te maken. De keuze voor de beschermingsfactor is altijd een afweging tussen het maximale risico dat de belegger wenst aan te gaan en de optiekosten die de 'verzekering' met zich brengt. Als men zich met de put 5,60 beschermt is de investering 6,70 euro per aandeel (5,70 voor het aandeel, 1 voor de optie). Omdat de opbrengst altijd 5,60 zal zijn is het maximale verlies 1,10 euro, dat is 16,4 procent van de inleg.

De vuistregel met opties blijft: lang kopen, kort schrijven. Koop beschermende putopties daarom altijd met een lange looptijd. Het steeds vernieuwen van de bescherming is namelijk een kostbare zaak.

CLICKFONDS

Als het aandeel ING een flinke koerswinst laat zien, heeft u een verlies op de beschermende putoptie. U kunt dit verlies nemen en een nieuwe putoptie kopen met een hogere uitoefenprijs, en (eventueel) een langere looptijd. Op deze manier wordt een deel van de winst op ING op een hoger niveau beschermd ('vastgeclickt') en wordt het garantiefonds zelfs een clickfonds.

Op de lange duur kan beschermd beleggen een dure zaak zijn omdat de optiepremies nu eenmaal langzaam verdampen. Om dit tegen te gaan, kan het verstandig zijn om actief kortlopende callopties te gaan schrijven op de aandelen ING. Dat kan bij ING zelfs tot heel kort, want

op ING worden ook weekopties verhandeld. Deze brengen per stuk weinig op, maar doorgerekend naar langere periodes kan dit heel lucratief zijn. Het is daarbij wel belangrijk dat gehandeld wordt tegen lage kosten, want het aantal transacties is groot. Voor de wat minder actieve belegger is het verstandig om de beschermende putopties te kopen met een looptijd van meer dan een jaar en callopties te schrijven met looptijden van een of twee maanden.

We doen afhankelijk van uw budget een veelvoud van de volgende drie transacties[*]:

1 Koop 100 aandelen ING voor 5,70 euro per stuk. Kosten 570 euro

2 Koop 1 putoptie ING dec 2014 5,60 a 1,00 euro. Kosten per contract 100 euro

3 Verkoop (schrijf) 1 calloptie ING jun 2013 6,00 a 0,30 euro. Opbrengst per contract 30 euro. Bij voorkeur schrijft u iedere maand of twee maanden een nieuwe calloptie

De initiële kosten van deze optieconstructie zijn dus 640 euro per 100 aandelen. Dat komt dus neer op 6,40 euro per aandeel. Door structureel

kortlopende callopties te schrijven moet deze prijs verder worden verlaagd.

** In dit voorbeeld is afgezien van transactiekosten. Koersen begin april 2013, ga na wat de actuele koersen zijn en pas de strategie daar eventueel op aan.*

DRIE SCENARIO'S

Bovenstaande optieconstructie is aangegaan bij een koers voor ING van 5,70 euro en kan op de derde vrijdag in juni 2013, de dag dat de eerste calloptie afloopt, op drie manieren eindigen:

1 ING staat onder 5,60 euro. Op de aandelen is er verlies, maar de calloptie loopt waardeloos af, de putoptie heeft een koers die vermoedelijk groter is dan de aankoopprijs. Afhankelijk van de visie kan een nieuwe calloptie worden geschreven.

2 ING staat tussen 5,60 en 6 euro. De calloptie loopt waardeloos af, de putoptie heeft een koers niet veel zal afwijken van de aankoopprijs. Er kan een nieuwe calloptie worden geschreven met uitoefenprijs 6 euro of iets hoger.

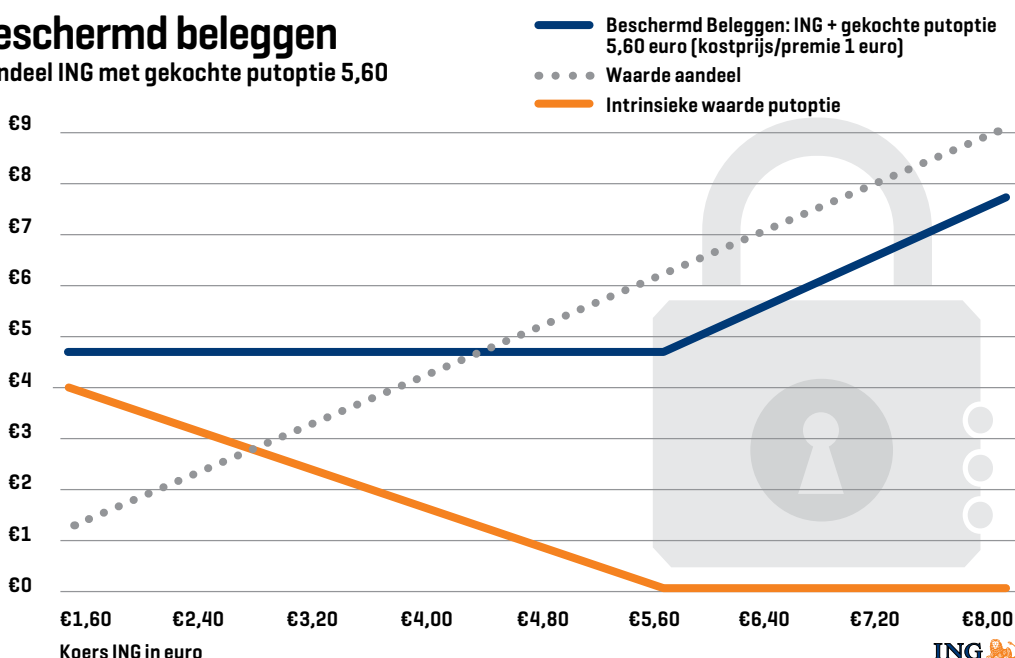
3 ING staat boven 6 euro. De calloptie kan worden uitgeoefend door de koper ervan. Afhankelijk van de visie kan het daarom verstandig zijn deze opties voor de expiratedatum door te rollen naar callopties met een langere looptijd en (lieft) een hogere uitoefenprijs.

OPVOLGING CONSTRUCTIE

Elke optieconstructie moet, eenmaal aangegaan, goed bewaakt worden. Het belangrijkste risico aan deze constructie is de geschreven calloptie, omdat deze kan worden uitgeoefend door de tegenpartij waardoor u uw aandelen kwijt bent op 6 euro. Om genoeg opwaarts potentieel te houden moet deze call op tijd worden teruggekocht. Met het schrijven van een nieuwe call kan dan ook even worden gewacht als het beurs-sentiment positief is.

Beschermd beleggen

Aandeel ING met gekochte putoptie 5,60





Stijgende grondstofprijzen kunnen grootgebruikers als AkzoNobel en Unilever flink raken. Via allerlei beleggingen dekken ze zich hier tegen in.

BELEGGEN TEGEN STIJGENDE GRONDSTOFFPRIJZEN

Grondstofprijzen zijn de afgelopen jaren een stuk weerbarstiger geworden. Van sommige producten bewegen de prijzen nu dagelijks even veel als 25 jaar geleden in een heel jaar.

Grootgebruikers van grondstoffen hebben die ontwikkeling niet lijdzaam afgewacht. Ze zijn zich actief gaan indekken tegen de risico's van hogere prijzen. Hoe doen prominente Nederlandse beursfondsen als AkzoNobel en Unilever dat?

Unilever: groot in palmolie

Vorig jaar boekte Unilever voor het eerst meer dan 50 miljard euro aan omzet. Ook de winstgevendheid ging omhoog en dat, zo benadrukt topman Paul Polman in het jaarverslag, ondanks een stijging van de grondstofkosten van meer dan 1,5 miljard euro.

Aan de rekening voor palmolie kan dat niet liggen, die daalde voor het tweede jaar op rij. Unilever is grootverbruiker van deze grondstof, die u aantreft in margarine, koekjes

en chips, maar ook in zeep, lippenstift en schoonmaakmiddelen. Afgelopen jaar gebruikte het concern meer dan 1,3 miljoen ton palmolie, ongeveer 3 procent van de mondiale productie.

Er bestaan meer dan 300 verschillende soorten palmolie, maar de referentienotering voor termijncontracten is die op de Bursa Malaysia Derivatives Exchange. Vorig jaar daalde deze referentieprij met 23 procent nadat deze ook al in 2011 11 procent in prijs had ingeleverd. Dat Unilever zich niet bij voorbaat

rijk hoeft te rekenen met een nieuwe prijsdaling van palmolie heeft vooral te maken met de opgelopen prijzen van sojaolie, die voor de meeste toepassingen concurreert met palmolie.

Daardoor is het prijsverschil tussen palmolie en sojaolie nu nu drie keer zo hoog als in dezelfde periode vorig jaar. India, de grootste afnemer van plantaardige oliën, zal daarom dit jaar meer palmolie invoeren, wat de prijs zal opdrijven. Daarnaast wordt ook steeds meer palmolie verwerkt tot biobrandstof.



SCHOMMELINGEN OPVANGEN

Mocht de prijs van palmolie oplopen dan kan Unilever die niet meteen doorvoeren in zijn producten en dus aan de consument. En dat drukt de winstgevendheid. Om

mogelijke tegenwind enigszins voor te zijn, hanteert Unilever hedging- of beschermingsstrategieën die de impact van de prijschommelingen op de grondstoffenmarkten beperkt.

Unilever gebruikt derivaten om schommelingen in de grondstoffenprijzen af te dekken, zo vertelt het jaarverslag. Er wordt niet gespecificeerd welke derivaten dit zijn en op welke grondstoffen deze betrekking hebben. De waarde van deze hedge was op 31 december 2012 504 miljoen euro tegenover 368 miljoen euro een jaar eerder.

Unilever geeft een indicatie voor de prijsgevoeligheid van deze grondstoffenderivaten: een stijging van de grondstoffenprijzen van 10 procent leidt tot een waardevermeerdering van de derivaten met 49 miljoen euro. Een prijsdaling heeft het omgekeerde effect.

AkzoNobel: de helft aan grondstoffen

Bij AkzoNobel, de grootste verfproducent wereldwijd, zijn energie en grondstoffen goed voor de helft van de totale kosten bij de productie van verven, coatings en chemicaliën. Akzo maakt net als Unilever gebruik van een hedgingstrategie om zich in te dekken tegen prijschommelingen. Op basis van



verschillende parameters werden modellen ontwikkeld die het gedrag van de grondstoffenprijzen moeten voorspellen. Die modellen gebruikt Akzo om derivatenposities in te nemen.

Energie is veruit de belangrijkste kostenpost voor Akzo. Deze omvat de kosten van elektriciteit en gas maar ook uitstootrechten. Een van Akzo's grootste divisies 'Specialty Chemicals', dat chemicaliën produceert voor gebruik in plastic en papier maar ook ijs, soep en zeep, is energie-intensief. Een groot deel van de activiteiten van deze divisie speelt in Europa. Daardoor heeft AkzoNobel een nadeel ten opzichte van concurrenten in de Verenigde Staten. Gas is in Europa immers een stuk duurder dan in de Verenigde Staten.

Op het gebied van emissierechten (co₂-uitstoot) heeft Akzo te maken met strengere regels dan concurrenten in bijvoorbeeld China. De verfproducent probeert dit nadeel te beperken door zuinig te produceren en te investeren in energie op basis van biomassa.

Uit het jaarverslag valt af te leiden dat de groep actief in termijncontracten op elektriciteit handelt om zich in te dekken tegen verwachte prijswijzigingen. Voor de Specialty Chemicals-activiteiten in Zweden en Finland gaat het bijvoorbeeld om termijncontracten op de gespecialiseerde Nord Pool

VOORUITZICHTEN

AkzoNobel

Akzo Nobel verwacht na een somber 2012 weinig beterschap voor het lopende boekjaar. De nieuwe topman Ton Büchner wil eerst de organisatie eenvoudiger maken. De overnames van afgelopen jaren hebben het concern naar zijn mening "complex" gemaakt. AkzoNobel hoeft voorlopig niet meer zo nodig groter te worden, maar wel winstgeverder. Flink snijden in de kosten moet daarbij helpen.

Spot-derivatenbeurs voor energiecontracten.

Akzo staat ook bloot aan de prijschommelingen van andere grondstoffen. Het gaat onder andere om diverse chemicaliën, harsen, additieven, titaniumdioxide en solventen. Een deel van de hogere grondstoffenkosten kan worden doorgerekend aan de eindklanten maar dit is sterk afhankelijk van de marktomstandigheden.

VOORUITZICHTEN UNILEVER

Unilever kan op een erg goed 2012 terugkijken. De omzet steeg met meer dan 10 procent tot 51,3 miljard euro, deels te danken aan overnames en wisselkoerseffecten. Er was ook een indrukwekkende volumegroei van bijna 5 procent. In Europa is de rek er al een tijd uit, maar in de opkomende markten presteert Unilever uitstekend. Het belang van deze markten in de groepsomzet klom vorig



jaar naar 55 procent. Daarmee houdt Unilever concurrenten als Procter&Gamble, de grootste producent van consumptiegoederen ter wereld, en Danone ver achter zich. Over de toekomst zegt het bedrijf niet veel. Er zijn nog altijd de 'uitdagende markten', door felle concurrentie, het zwakke consumentenvertrouwen in Europa en de onzekerheid over de grondstofprijzen. Het concern zegt "waakzaam" te blijven voor beweeglijkheid in grondstofprijzen.

OVER DE AUTEUR

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

De koers-boekwaarderatio **BELEGGER VERSUS BOEKHOUDER**

Een op de drie Nederlandse bedrijven is op papier meer waard dan op de beurs. Zijn beleggers de weg kwijt?

Beleppen is niets anders dan goedkope van dure aandelen onderscheiden. Maar wat is duur en wat is goedkoop? Een beproefde manier om dat te bepalen, is de beurskoers van een aandeel afzetten tegen de waarde die in de boeken staat. Zo ontstaat de zogeheten koers-boekwaarderatio.

De boekwaarde per aandeel is het verschil tussen alle opgetelde bezittingen en de schulden die hier tegenover staan gedeeld door het aantal uitstaande aandelen. Als de ratio één is, verhandelen aandelen op de beurs precies tegen het bedrag waarvoor ze in de boeken staan. Betaalt een belegger minder dan de boekwaarde, de ratio ligt onder de één, dan zegt de theorie dat het misschien wel een koopje is. Omgekeerd wijst een koers-boekwaarderatio van meer dan één erop dat het aandeel mogelijk aan de prijs is.

ONDER WATER

Wij berekenden de koers-boekwaarde-

ratio's van de 75 grootste ondernemingen op de Amsterdamse beurs. Conclusie: een op de drie ondernemingen heeft een ratio van minder dan één. Maakt dat deze aandelen daarmee koopwaardig? Dat hoeft niet.

Neem metaalgiganten Arcelor-Mittal en Aperam. Deze bedrijven noteren tegen een koers-boekwaarderatio van ongeveer 0,4. Die waarde zegt veel over de verwachtingen van beleggers. De korting op de beurs is een signaal voor hun twijfels over de vraag hoeveel winst de staalgiganten weten te halen in de toekomst. Die winstgevendheid staat onder druk omdat er wereldwijd minder vraag is naar staal en aluminium terwijl het aanbod hoog blijft.

De fabrieken van ArcelorMittal en Aperam draaien op halve kracht, waardoor de winstgevendheid sterk onder druk staat. In de boeken van die concerns is de waarde van die fabrieken nog voor het volle pond meegenomen in de hoop dat de vraag naar staal weer aantrekt (of concurrenten de strijd staken).

EÉN OP DE DRIE NEDERLANDSE ONDERNEMINGEN HEEFT EEN KOERS-BOEKWAARDE-RATIO LAGER DAN 1. DAT MAAKT DE AANDELEN NIET ZONDER MEER KOOPWAARDIG

Beleggers zijn blijkbaar pessimistischer over de toekomst dan de boekhouder.

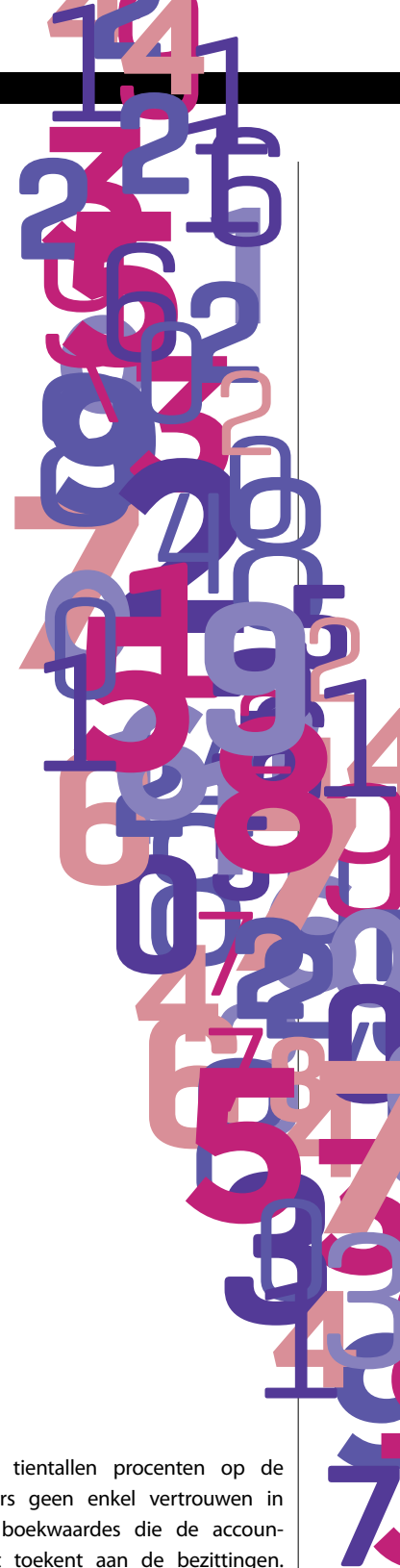
Dit is ook het geval in andere sectoren die kampen met tegenwind. Zo geven beleggers met een koers-boekwaarderatio van 0,25 voor drukkerijgroep Roto Smeets aan dat zij de drukpersen stukken minder waard vinden dan de boeken vertellen.

Vastgoedfondsen, bouwbedrijven en financiële bedrijven: beleggers hebben gezien de kortingen

van tientallen procenten op de beurs geen enkel vertrouwen in de boekwaardes die de accountant toekent aan de bezittingen. Daarmee verliest de verhouding koers-boekwaarde een deel van zijn waarde.

IMMATERIEEL

Er kleeft nog een nadeel aan de ratio. Sommige 'bezittingen' van bedrijven zijn moeilijk op waarde te schatten. Het is al lastig om een prijskaartje te plakken op een druk-



pers van Roto Smeets, maar het wordt nog moeilijker om de digitale kaarten van TomTom te waarderen of de technologische kennis die ASML gebruikt om een chipmachine te fabriceren.

Tegelijkertijd beslaan deze zogeheten zachte activa als merken, patenten en goodwill (na overnames) een fors deel van de meeste bedrijfsbalansen.

De legendarische Amerikaanse econoom en belegger, Benjamin Graham, waarschuwde al in de jaren dertig voor zachte activa bij het berekenen van de koers-boekwaarde-ratio. "Het is gebruikelijk om immateriële activa niet mee te tellen (...) Doorgaans staan ze in de boeken tegen arbitraire en zinloze bedragen."

Er lijkt weinig veranderd in de afgelopen tachtig jaar. Onderzoek laat zien dat topmannen in de meeste gevallen te diep in de buidel tasten bij overnames. Maar omdat het lastig is dit toe te geven, en dus af te waarderen op goodwill, zit er vaak (tijdelijk) lucht in deze balanspost.

Beleggers voelen dit prima aan. De geschiedenis leert dat een lage koers-boekwaarde-ratio vaak een voorteken is voor een snel nade-

DE BOEKWAARDE BEPALEN BLIJFT EEN ARBITRAIRE EXERCITIE. HOEVEEL ACCOUNTANTS EEN BEDRIJF OOK INVLIET

rende afboeking op goodwill. Je zag dit onder meer bij TomTom, Grontmij en CSM in de laatste jaren.

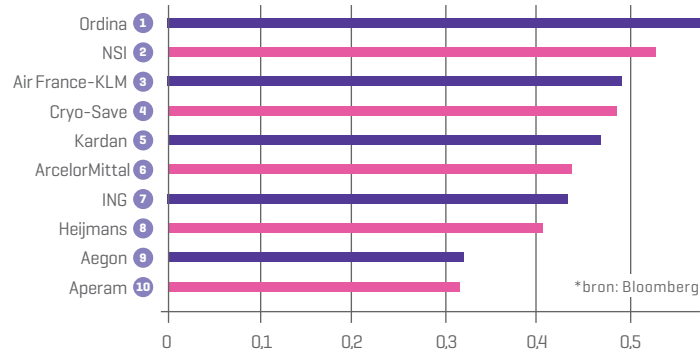
Het is dan niet de stijgende koers die de koers-boekwaarde-ratio dicht bij één brengt, maar een afwaardering op de boekwaarde van de bezittingen. Een belegger die het aandeel heeft gekocht, schiet hier weinig mee op.

APPLE

Toch is het voor servicebedrijven oneerlijk, zoals Graham in de jaren dertig deed, om de hele post immateriële activa niet mee te nemen in het verhoudingsgetal. Maar zijn punt dat boekwaardes afhankelijk zijn van vaak kromme boekhoudregels en vrij arbitraire aannames van een boekhouder, blijft overeind.

Het Amerikaanse Apple, waar beleggers ruim drie keer de boekwaarde voor neerleggen, laat zien dat de boeken de echte waarde niet altijd overschatten, maar ook geregeld onderschatten. De regels eisen dat een bedrijf alleen een merk op

Tien Nederlandse bedrijven met de laagste koers-boekwaarde*



de balans mag zetten als dit uit een overname is verkregen, maar niet als het merk 'intern ontwikkeld' is.

Apple heeft zodoende een immateriële-activapost van vier miljard dollar. Een marginaal bedrag ten opzichte van de waarde van bijna 77 miljard dollar, die het merkenbureau Interbrand onlangs toekende aan het merk Apple. Het maakt de koers-boekwaarde-ratio eigenlijk een vrij onzinnige waarderingsmaatstaf.

Om allerlei redenen reflecteert de boekhoudkundige waarde van de (zachte) bezittingen van een bedrijf niet de werkelijke waarde. Ondernemingen als ASML (5,5), Unilever (5,8) en Reed Elsevier (6) noteren fors boven hun boekwaarde, maar dit maakt de ondernemingen niet per se duur.

De boekwaarde van het eigen vermogen erkent eenvoudigweg niet de know-how, patenten of merken van de onderneming die in het verleden en naar verwachting in de

toekomst voor hoge winsten zullen zorgen.

WAARDE=TOEKOMST

Beleggers kunnen een koers-boekwaarde-ratio als startpunt zien in een zoektocht naar verborgen (boek)waarde. Interpreteer het alleen niet als een door god gegeven getal.

Hoeveel accountants een bedrijf ook invliegt, het vaststellen van de boekwaarde van het eigen vermogen blijft een arbitraire exercitie. Aangezien deze waardes ook nog eens maar één keer per kwartaal worden opgesteld, is het niet vreemd dat beleggers zelden koers-boekwaarde-ratio's tegenkomen van precies één.

Echte waarde zit hem niet in het prijskaartje dat de accountant plakt op de bezittingen. Het gaat erom of een onderneming erin slaagt bezittingen winstgevend aan te wenden. De beurs geeft hier bijna op secondebasis een cijfer voor.

BAS HARING IN DE ECONOMIE

Hij is wel eens de Jamie Oliver onder de filosofen genoemd. Bas Haring (44) presenteert de filosofie smakelijk, met de nodige relativisering en met kennis van zaken. Sinds een jaar verdiept hij zich in de economie.

Zelf vindt hij de term 'volksfilosoof' wel een mooie geuzennaam. Bij Bas Haring geen academische cursussen maar de zaken via boeken, columns, lezingen uitleggen in gewone mensentaal.

Een jaar geleden besloot de bijzonder hoogleraar 'publiek begrip van de wetenschap' om zich te verdiepen in de economie. Sindsdien volgt hij regelmatig colleges en beschrijft nieuwe inzichten in een wekelijkse column in de Volkskrant. Eindresultaat moet een boek over economie worden, later dit jaar. Maar wat was nu de directe aanleiding om economie te gaan studeren? "Uit onbegrip", zegt Haring. "Als ik naar de radio luister en ik hoor mensen praten over economie, wat een groot deel van de tijd het geval is, dan weet ik niet waar ze het over hebben. Volgens mij hebben meer mensen dat, want zo dom ben ik niet. Over economie schrijven is daarbij essentieel voor mij. Ik kan zaken pas echt doorgronden als ik er ook over kan schrijven."

Inmiddels ben je een jaar studie en tientallen columns verder. Heeft het geholpen?

"Ja, ik begrijp er wel meer van. Als ik radio luister en ik hoor Kees de Kort die de beleggers altijd uitfoertert dan begrijp ik wat hij bedoelt. Ook discussies over extra bezuinigen of juist investeren om de economie te helpen kan ik nu beter doorgronden dan de black box die het eerst voor me was."

In een recente column illustreer je dat de economie geen erg exacte wetenschap is. Heeft je dat verbaasd?

Ik moest er in het begin erg aan wennen. Het eerste vak dat ik deed, nu een jaar geleden, was een soort micro-economie. Dat was een vrij wiskundig vak, de gebruikte modellen zagen er behoorlijk exact uit. Tot ik tot de ontdekking kwam dat die modellen en formules iets heel anders betekenen dan laat ik zeggen in de natuurkunde. Daar zijn die modellen ook bedoeld om

ALS IK RADIO
LUISTER EN IK
HOOR KEES DE
KORT DIE DE
BELEGGER ALTIJD
UITFOETERT DAN
BEGRIJP IK WAT
HIJ BEDOELT

exact te zijn. Maar in de economie, zeker de economie van individuen en bedrijven, zijn modellen bedoeld om zorgvuldig over de onderwerpen te kunnen praten. Het ziet er wel exact uit, maar is het niet.

Je merkte ook dat in de economische wetenschap persoonlijke voorkeuren een grote rol spelen. Is dat een bezwaar?

"Het is in ieder geval apart dat het kan. Illustratief is een optreden van Nobelprijswinnaar Milton Fried-

man in een documentaire. Daarin bezoekt deze voorvechter van de vrije markt een sweatshop in New York. Hij vertelt dat dergelijke werkplaatsen misschien afschuwelijk mogen lijken maar ook gewoon een onderdeel van vrije markt zijn, waarvan het eigenlijk heel goed is dat ze bestaan. Dan vertelt hij over zijn moeder die ook in zo'n sweatshop werkte toen ze als immigrant in de Verenigde Staten arriveerde. Van daaruit heeft ze zich kunnen opwerken.

De overtuiging van Milton Friedman dat de vrije markt de oplossing is voor alles blijkt dus deels gestoeld op de geschiedenis van zijn moeder. Dat is een bijzondere eigenschap van de economische wetenschap, in de civiele techniek bijvoorbeeld heb je dat niet.

Is dat een lacune in de economie? Nee, het is gewoon een eigenschap van dat vakgebied die bekend moet zijn. Je moet weten of en wanneer er sprake is van een mening, een speculatie of een feit.

En dan is er de vraag die in tijden van crisis misschien wel actueler is dan ooit: is economische groei noodzakelijk?

"Ik was daar eerst heel sceptisch over. Ik dacht, zoals veel mensen: eeuwigdurende groei, wat een onzin. Maar als je er secuur over nadenkt zit er wel wat in. Kwaliteitsverbetering is iets wat je altijd wil. Neem bijvoorbeeld een tent die ik twintig jaar geleden kocht en die ik nu nog steeds heb voor vakanties. Als ik die vergelijk met de tenten die je tegenwoordig kan kopen, dan zijn die laatste beter op alle criteria die je kunt verzinnen. Ze zijn van een lichter en duurzamer materiaal gemaakt, ze zijn goedkoper en de productie heeft minder energie en manuren gekost.

"Maar hoe kun je groei vaststellen? Je kunt moeilijk voor alle producten gaan bepalen of ze beter en goedkoper zijn geworden. Dat hoeft gelukkig ook niet. Je kunt producten gewoon tellen. Moderne tenten zijn goedkoper geworden, dus kunnen er meer van worden gekocht. Of consumenten kopen gewoon één tent net als vroeger en bijvoorbeeld een nieuwe fiets. Om groei te bepalen hoeven we dus alleen maar te tellen hoeveel spullen we met zijn allen kopen." Groei is geen monetair gegeven, het is een productiegegeven, waarin alle neveneffecten zijn meegenomen.

Heeft je interesse in de economie je interesse voor beleggen aangewakkerd?

Beleggen deed ik al langer, als je het mij vraagt op de slimste manier die er is. Ik heb een deel van mijn geld uitbesteed aan een beheerder die dat passief voor mij belegt tegen minimale kosten. Die beleggingen volgen ontwikkelingen in wereldwijde markten. Want alleen kijken naar zoiets als de AEX vind ik belachelijk. Hoe kun je je nu verlaten op een handjevol Nederlandse bedrijven?



PASPOORT

BAS HARING (44)

Filosoof, hoogleraar, presentator en auteur. Voor Bas Haring is het een vanzelfsprekende combinatie.

Haring studeerde aan de Universiteit Utrecht waar hij in 1992 zijn doctoraalexamen Cognitieve Kunstmatige Intelligentie behaalde. Haring promoveerde in 1997 tot doctor in de Informatica en is nu werkzaam als docent mediatechnologie bij de Universiteit Leiden. Sinds 2006 is hij hier bijzonder hoogleraar "Publiek begrip van wetenschap".

AEX 08-04-13

NAAM BEDRIJF	slotkoers	mut. 1 mnd	hoog 12 mnd	laag 12 mnd	d.o. 1 mnd**	div. 12	div. 13*	div. 14*	wpa12*	wpa13*	wpa14*	pay-out12	PEG-ratio	AANBEVELINGEN		
SECTOR	beursw.**	mut. 12 mnd	datum hoog	datum laag	d.o. 6 mnd**	div. r.12	div. r.13	div. r.14	k/w12	k/w13	k/w14	koersdoel	volatiliteit	BUY	HOLD	SELL
TOPMAN																
AEX																
	€ 340,91	-3,3%	€ 358,92	€ 281,00	106.804	€ 15,80	€ 11,12	€ 12,97	€ 27,67	€ 29,99	€ 33,63	37,1%	-			
	€ 364,8	8,3%	30-01-13	4-06-12	92.412	4,6%	3,3%	3,8%	12,3	11,4	10,1	€ 381,25	15,7%	na	na	na
Aegon																
Financiële instelling	€ 4,56	-5,8%	€ 5,26	€ 3,12	9.354	€ 0,21	€ 0,23	€ 0,24	€ 0,69	€ 0,63	€ 0,66	30,4%	1,9			
A.R. Wynaendts	€ 9,0	16,4%	15-02-13	4-06-12	7.731	4,6%	5,0%	5,3%	6,6	7,3	6,9	€ 5,47	35,9%	16	13	7
Ahold																
Detailhandel	€ 11,91	7,4%	€ 12,30	€ 9,01	3.941	€ 0,44	€ 0,47	€ 0,50	€ 0,80	€ 0,96	€ 1,04	55,0%	2,6			
D. Boer	€ 12,4	15,9%	3-04-13	8-06-12	3.129	3,7%	3,9%	4,2%	14,9	12,4	11,5	€ 12,44	17,7%	25	9	2
Air France-KLM																
Luchtvaart	€ 6,57	-20,1%	€ 8,95	€ 3,01	3.972	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,02	-€ 4,03	-€ 0,05	€ 1,05	-	-			
J.C. Spinetta	€ 2,0	67,5%	25-01-13	14-06-12	4.082	0,0%	0,0%	0,3%	-	-	6,3	€ 8,36	48,7%	10	15	8
AkzoNobel																
Chemie	€ 46,67	-10,7%	€ 53,82	€ 34,85	936	€ 1,45	€ 1,51	€ 1,61	-€ 9,14	€ 3,59	€ 4,14	-	1,0			
T. Büchner	€ 11,2	10,4%	21-03-13	28-06-12	936	3,1%	3,2%	3,4%	-	13,0	11,3	€ 52,48	26,4%	12	14	7
Aperam																
Industrie	€ 9,51	-6,5%	€ 13,90	€ 8,65	805	€ 0,56	€ 0,12	€ 0,35	-€ 1,05	-€ 0,08	€ 0,58	-	-			
P. Darmayan	€ 0,8	-26,9%	14-09-12	1-06-12	767	6,2%	1,3%	3,6%	-	-	16,3	€ 13,30	45,4%	9	5	0
Arcelor Mittal																
Industrie	€ 9,30	-18,1%	€ 13,82	€ 9,08	11.987	€ 0,55	€ 0,17	€ 0,24	-€ 1,83	€ 0,53	€ 1,04	-	0,2			
L.N. Mittal	€ 15,9	-32,3%	13-04-12	5-04-13	9.037	5,9%	1,8%	2,6%	-	17,5	9,0	€ 13,67	39,6%	19	17	7
ASML																
Technologie	€ 50,70	-5,7%	€ 58,09	€ 34,71	1.401	€ 0,53	€ 0,54	€ 0,62	€ 2,70	€ 2,30	€ 3,55	19,6%	0,9			
E. Meurice	€ 21,1	37,5%	4-02-13	4-06-12	1.871	1,0%	1,1%	1,2%	18,8	22,1	14,3	€ 53,38	30,1%	15	15	6
Corio																
Onroerend goed	€ 34,80	-5,2%	€ 37,98	€ 31,57	414	€ 2,76	€ 2,36	€ 2,35	€ 0,17	€ 2,70	€ 2,71	1623,5%	-			
G.H.W. Groener	€ 3,3	-8,0%	10-04-12	9-11-12	339	7,9%	6,8%	6,8%	204,7	12,9	12,9	€ 37,59	24,6%	10	7	5
DE Master Blenders																
Voeding & Drank	€ 12,09	24,1%	€ 12,60	€ 7,75	3.037	€ 0,00	€ 0,11	€ 0,14	€ 0,20	€ 0,43	€ 0,51	0,0%	-			
J. Bennink	€ 7,2	-	28-03-13	12-06-12	1.467	0,0%	0,9%	1,2%	60,4	28,4	23,6	-	-	3	13	1
DSM																
Chemie	€ 46,27	1,6%	€ 47,42	€ 36,42	903	€ 1,50	€ 1,59	€ 1,69	€ 3,66	€ 3,52	€ 4,13	41,0%	1,7			
F. Sijbesma	€ 8,8	9,6%	25-01-13	27-06-12	836	3,2%	3,4%	3,7%	12,6	13,2	11,2	€ 51,69	21,8%	20	10	4
Fugro																
Olif	€ 44,24	3,9%	€ 57,88	€ 35,12	721	€ 2,00	€ 1,57	€ 1,65	€ 3,63	€ 3,94	€ 4,10	55,1%	-			
P. van Riel	€ 3,7	-17,6%	24-09-12	18-02-13	593	4,5%	3,6%	3,7%	12,2	11,2	10,8	€ 48,58	35,3%	10	5	2
Heineken																
Voeding & Drank	€ 57,48	0,3%	€ 60,20	€ 37,04	691	€ 0,89	€ 0,99	€ 1,11	€ 5,13	€ 3,24	€ 3,65	17,3%	1,6			
J.F. van Boxmeer	€ 32,9	39,7%	27-03-13	19-06-12	722	1,5%	1,7%	1,9%	11,2	17,7	15,7	€ 56,42	20,5%	11	18	8
Imtech																
Industrie	€ 8,35	-13,3%	€ 13,57	€ 8,10	2.979	€ 0,47	€ 0,49	€ 0,52	€ 0,90	€ 0,98	€ 1,06	51,9%	1,8			
G.J.A. van de Aast	€ 0,8	-63,2%	18-04-12	4-03-13	1.643	1,5%	5,2%	7,3%	5,4	5,2	4,6	€ 10,94	78,0%	3	8	2
ING																
Fin. Instellingen	€ 5,61	-14,1%	€ 7,91	€ 4,44	26.191	€ 0,00	€ 0,02	€ 0,19	€ 1,03	€ 1,00	€ 1,11	0,0%	0,2			
J.H.M. Hommen	€ 21,7	-3,5%	14-01-13	4-06-12	19.273	0,0%	0,3%	3,3%	5,4	5,6	5,1	€ 7,98	40,8%	16	12	2
KPN																
Telecom	€ 2,54	-10,3%	€ 8,00	€ 2,50	11.787	€ 0,12	€ 0,03	€ 0,04	€ 0,49	€ 0,46	€ 0,40	24,5%	-			
E. Blok	€ 3,7	-67,7%	15-06-12	1-03-13	12.953	4,7%	1,2%	1,6%	5,2	5,6	6,3	€ 3,26	47,1%	6	21	11
Philips																
Electronica	€ 22,39	-3,0%	€ 24,16	€ 13,57	3.618	€ 0,75	€ 0,78	€ 0,85	€ 0,25	€ 1,63	€ 1,90	300,0%	2,3			
F. v. Houten	€ 21,6	54,5%	20-03-13	7-05-12	3.046	3,3%	3,5%	3,8%	89,6	13,7	11,8	€ 24,70	24,8%	20	17	3
PostNL																
Logistiek	€ 1,62	-7,6%	€ 3,99	€ 1,46	7.103	€ 0,18	€ 0,05	€ 0,09	€ 1,54	€ 0,44	€ 0,48	11,8%	-			
H. Verhagen	€ 0,7	-59,2%	11-04-12	2-04-13	5.802	11,2%	3,0%	5,7%	1,0	3,7	3,4	€ 2,35	62,6%	7	12	5
Randstad																
Detachering	€ 30,49	-9,8%	€ 34,20	€ 20,53	680	€ 1,25	€ 1,10	€ 1,21	€ 0,17	€ 2,12	€ 2,50	735,3%	2,7			
B. Noteboom	€ 5,1	14,4%	8-03-13	1-06-12	586	4,1%	3,6%	4,0%	179,4	14,4	12,2	€ 34,28	31,0%	14	11	2
Reed Elsevier																
Media	€ 12,70	5,1%	€ 13,57	€ 8,10	2.979	€ 0,47	€ 0,49	€ 0,52	€ 0,90	€ 0,98	€ 1,06	51,9%	1,8			
E. Engstrom	€ 9,8	35,1%	2-04-13	1-06-12	2.218	3,7%	3,9%	4,1%	14,1	13,0	12,0	€ 12,91	18,3%	17	8	5
Royal Dutch Shell																
Olif	€ 24,42	-4,1%	€ 28,99	€ 24,30	4.644	€ 1,34	€ 1,40	€ 1,43	€ 3,30	€ 3,23	€ 3,26	40,6%	1,9			
P. Voser	€ 158,1	-7,4%	15-08-12	1-06-12	4.377	5,5%	5,7%	5,9%	7,4	7,6	7,5	€ 28,88	14,4%	14	14	6
SBM Offshore																
Olif	€ 12,29	17,9%	€ 14,86	€ 7,59	2.538	€ 0,00	€ 0,05	€ 0,50	-€ 0,36	€ 1,44	€ 1,79	-	0,4			
B. Chabas	€ 2,6	-19,1%	10-04-12	20-11-12	2.717	0,0%	0,4%	4,1%	-	8,5	6,9	€ 14,67	49,7%	12	7	2
TNT Express																
Logistiek	€ 5,75	-4,6%	€ 9,34	€ 4,05	2.676	€ 0,03	€ 0,10	€ 0,16	-€ 0,15	€ 0,25	€ 0,40	-	-			
B. Bot	€ 3,1	-37,8%	21-06-12	14-01-13	4.478	0,5%	1,7%	2,7%	-	22,6	14,2	€ 6,00	57,8%	8	12	4
Unibail-Rodamco																
Onroerend Goed	€ 183,85	-0,9%	€ 188,50	€ 130,50	367	€ 8,40	€ 8,83	€ 9,49	€ 9,60	€ 10,14	€ 11,02	87,5%	2,7			
G. Poitrinal	€ 17,4	27,7%	28-12-12	1-06-12	324	4,6%	4,8%	5,2%	19,2	18,1	16,7	€ 181,83	20,2%	11	17	3
Unilever																
Levensmiddelen	€ 31,47	0,7%	€ 32,85	€ 24,51	4.235	€ 0,97	€ 1,01	€ 1,08	€ 1,58	€ 1,69	€ 1,84	61,5%	1,9			
P. Polman	€ 95,1	23,7%	3-04-13	13-04-12	3.611	3,1%	3,2%	3,4%	19,9	18,6	17,1	€ 31,83	15,0%	18	21	6
Wolters Kluwer																
Media	€ 17,32	9,0%	€ 17,94	€ 11,39	1.133	€ 0,69	€ 0,72	€ 0,75	€ 1,08	€ 1,58	€ 1,66	63,9%	3,9			
N. McKinstry	€ 5,2	29,4%	3-04-13	4-06-12	954	4,0%	4,1%	4,3%	16,0	11,0	10,5	€ 16,46	20,3%	10	14	6

Legenda: mut. 1 mnd/12 mnd: mutatie 1 maand/12 maanden; d.o.: gemiddelde dagomzet; wpa: winst per aandeel; k/w: koers-winstverhouding; div.: bruto dividend; div. r.: dividendrendement.

Buy, Hold, Sell staat respectievelijk voor het aantal analisten dat een koop-, houd- of verkoopadvies heeft afgegeven. Gem. aanbev. gewogen gemiddelde waarbij aan de aanbevelingen punten zijn toegekend, oplopend van 1 punt voor 'sell' en 3 punten voor 'buy'; mutatie ten opzichte van een maand geleden. **beurswaarde: x 1 miljard; dagomzet: x 1000 *consensus taxaties. Bron: Bloomberg

AMX 08-04-13

NAM BEDRIJF	slotkoers	mut. 1 mnd	hoog 12 mnd	laag 12 mnd	d.o. 1 mnd**	div.12	div.13*	div.14*	wpa12	wpa13*	wpa14*	pay-out12	PEG-ratio	AANBEVELINGEN		
SECTOR	beursw.**	mut. 12 mnd	datum hoog	datum laag	d.o. 6 mnd**	div. r.12	div. r.13	div. r.14	k/w12	k/w13	k/w14	koersdoel	volatiiliteit	BUY	HOLD	SELL
AMX	€ 518,77 € 34.982	-4,2% -1,5%	€ 558,93 29-01-13	€ 464,58 18-05-12	10.707 11.344	€ 20,79 4,0%	€ 23,12 4,5%	€ 26,55 5,1%	-€ 13,84 -	€ 43,51 11,9	€ 48,74 10,6	53,1% € 582,64	- 18,6%	na	na	na
Aalberts Ind.	€ 16,79 € 1.852	-4,9% 12,2%	€ 17,75 8-03-13	€ 11,40 27-06-12	203 175	€ 0,35 2,1%	€ 0,37 2,2%	€ 0,40 2,4%	€ 1,24 13,5	€ 1,45 11,6	€ 1,56 10,7	28,2% € 18,50	2,1 28,7%	8	4	0
Industrie W. Pelsma														Gem. aanbev.	2,67	Mutatie -0,08
AMG	€ 6,29 € 176	-2,6% -20,9%	€ 8,15 18-04-12	€ 5,81 18-05-12	162 169	€ 0,00 0,0%	€ 0,00 0,0%	- -	-€ 0,13 -	€ 0,60 10,6	€ 0,83 7,6	- € 8,75	- 37,7%	5	0	0
H.C. Schimmelbusch														Gem. aanbev.	3,00	Mutatie 0,20
Arcadis	€ 21,25 € 1.571	-0,1% 39,8%	€ 21,95 3-04-13	€ 14,58 10-04-12	124 103	€ 0,52 2,4%	€ 0,63 2,9%	€ 0,71 3,3%	€ 1,26 16,9	€ 1,68 12,6	€ 1,88 11,3	41,3% € 21,35	0,8 24,8%	9	0	3
Bouw/Infrastructuur N. McArthur														Gem. aanbev.	2,50	Mutatie 0,00
ASMI	€ 24,26 € 1.544	-22,5% -17,0%	€ 32,98 19-07-12	€ 23,81 25-10-12	530 331	€ 0,50 2,1%	€ 0,46 1,9%	€ 0,49 2,0%	€ 0,13 186,6	€ 1,19 20,4	€ 2,20 11,1	384,6% € 31,79	0,9 31,4%	7	5	0
Technologie Ch.D. del Prado														Gem. aanbev.	2,58	Mutatie -0,07
BAM	€ 3,11 € 757	-7,1% -2,0%	€ 3,65 12-03-13	€ 1,91 14-06-12	1.033 1.165	€ 0,10 3,2%	€ 0,13 4,2%	€ 0,14 4,6%	-€ 0,79 -	€ 0,35 8,8	€ 0,38 8,1	- € 3,60	- 44,1%	5	4	4
Bouw/Infrastructuur N.J. de Vries														Gem. aanbev.	2,08	Mutatie -0,07
BinckBank	€ 7,35 € 552	-8,2% -4,6%	€ 8,30 20-02-13	€ 4,90 25-07-12	214 252	€ 0,45 6,1%	€ 0,38 5,2%	€ 0,42 5,7%	€ 0,32 23,0	€ 0,71 10,3	€ 0,82 9,0	140,6% € 7,97	- 33,6%	5	3	1
Financiële instelling K.N. Beentjes														Gem. aanbev.	2,44	Mutatie 0,00
Boskalis	€ 31,28 € 3.698	-5,6% 16,7%	3-02-00 2-01-13	23-01-00 18-05-12	409 317	€ 1,24 4,0%	€ 1,27 4,1%	€ 1,40 4,5%	€ 2,37 13,2	€ 2,52 12,4	€ 2,85 11,0	€ 0,52 € 36,13	523,1% 26,3%	8	5	2
Bouw/Infrastructuur P.A.M. Berdowski														Gem. aanbev.	2,40	Mutatie 0,04
Brunel	€ 33,24 € 805	3,4% 0,4%	€ 40,83 23-01-13	€ 28,57 1-03-13	147 70	€ 1,00 3,0%	€ 1,25 3,8%	€ 1,41 4,3%	€ 1,69 19,7	€ 2,43 13,7	€ 2,77 12,0	59,2% € 41,90	0,9 31,7%	10	2	0
Detachering J.A. van Barneveld														Gem. aanbev.	2,83	Mutatie 0,00
CSM	€ 16,05 € 1.215	-7,3% 23,6%	€ 17,94 15-03-13	€ 10,39 3-05-12	285 274	€ 0,70 4,4%	€ 0,61 3,8%	€ 0,48 3,0%	-€ 0,96 -	€ 0,55 29,2	€ 1,20 13,4	- € 20,03	- 34,2%	4	3	1
Voeding & Drank G. Hoetmer														Gem. aanbev.	2,38	Mutatie -0,13
Delta Lloyd	€ 13,10 € 2.518	-8,6% 5,3%	€ 14,82 30-01-13	€ 9,20 14-06-12	839 1.123	€ 1,03 7,9%	€ 1,06 8,1%	€ 1,09 8,3%	-€ 8,35 -	€ 2,67 4,9	€ 2,52 5,2	- € 16,01	8,3 35,9%	11	5	2
Financiële instelling N.W. Hoek														Gem. aanbev.	2,50	Mutatie 0,00
Eurocomm. Prop.	€ 28,21 € 1.180	-3,9% 4,6%	€ 31,44 7-01-13	€ 24,54 14-06-12	107 88	€ 1,92 6,8%	€ 1,94 6,9%	€ 1,98 7,0%	-€ 0,30 -	€ 1,95 14,4	€ 2,01 14,1	- € 31,86	4,6 23,2%	6	6	3
Onroerend Goed J.P. Lewis														Gem. aanbev.	2,20	Mutatie 0,07
Heijmans	€ 7,00 € 154	-1,4% -11,0%	€ 8,58 15-01-13	€ 5,25 4-06-12	67 66	€ 0,25 3,6%	€ 0,27 3,9%	€ 0,39 5,6%	-€ 5,19 -	€ 0,81 8,6	€ 1,11 6,3	- € 7,11	- 34,8%	1	4	4
Bouw/Infrastructuur B. van der Elst														Gem. aanbev.	1,67	Mutatie 0,00
Nieuwe Steen	€ 5,19 € 353	-1,2% -40,6%	€ 8,80 30-04-12	€ 4,81 20-03-13	258 144	€ 0,86 16,6%	€ 0,69 13,3%	€ 0,62 12,0%	-€ 1,60 -	€ 0,82 6,3	€ 0,76 6,8	- € 7,12	- 34,6%	4	1	1
Onroerend goed J. Buijs														Gem. aanbev.	2,50	Mutatie -0,33
Nutreco	€ 68,41 € 2.366	-6,8% 27,6%	€ 74,50 12-03-13	€ 49,62 14-06-12	139 120	€ 2,05 3,0%	€ 2,26 3,3%	€ 2,50 3,7%	€ 5,09 13,4	€ 5,36 12,8	€ 5,96 11,5	40,3% € 67,27	- 18,1%	2	10	0
Voeding & Drank K. Nesse														Gem. aanbev.	2,17	Mutatie 0,00
Pharming	€ 0,10 € 12	-28,6% -85,3%	0-01-00 12-04-12	0-01-00 9-04-13	3.195 2.593	€ 0,00 0,0%	€ 0,00 0,0%	- -	-€ 0,03 -	-€ 0,08 -	€ 0,00 -	- € 1,08	- 112,5%	2	1	2
Biotechnologie S. de Vries														Gem. aanbev.	2,00	Mutatie 0,00
Ten Cate	€ 17,85 € 475	-0,1% -29,2%	€ 24,95 10-04-12	€ 16,55 29-10-12	64 67	€ 0,50 2,8%	€ 0,67 3,8%	€ 0,82 4,6%	€ 0,86 20,8	€ 1,88 9,5	€ 2,23 8,0	58,1% € 23,88	- 30,4%	8	2	0
Industrie L. de Vries														Gem. aanbev.	2,80	Mutatie 0,00
TKH Group	€ 20,16 € 775	0,8% -0,8%	20-01-00 17-04-12	15-01-00 23-07-12	44 34	€ 0,65 3,2%	€ 0,77 3,8%	€ 0,90 4,5%	€ 0,77 26,2	€ 1,60 12,6	€ 1,84 11,0	€ 0,84 € 22,36	- 26,9%	5	2	1
Technologie J.M.A. van der Lof														Gem. aanbev.	2,50	Mutatie 0,00
TomTom	€ 3,16 € 710	-6,6% 1,0%	€ 4,40 22-01-13	€ 2,83 17-04-12	1.310 1.692	€ 0,00 0,0%	€ 0,01 0,4%	€ 0,02 0,6%	€ 0,58 5,5	€ 0,22 14,1	€ 0,25 12,6	0,0% € 3,44	- 49,0%	6	7	6
Technologie H. Goddijn														Gem. aanbev.	2,00	Mutatie -0,05
Unit 4	€ 25,01 € 743	0,0% 19,2%	€ 25,95 25-02-13	€ 18,00 16-08-12	56 48	€ 0,45 1,8%	€ 0,43 1,7%	€ 0,52 2,1%	€ 0,83 30,1	€ 1,77 14,1	€ 2,12 11,8	54,2% € 29,58	- 22,8%	9	1	1
Technologie C. Duwina														Gem. aanbev.	2,73	Mutatie 0,00
USG People	€ 6,41 € 517	-3,5% -8,5%	€ 7,45 2-05-12	€ 5,01 14-06-12	455 322	€ 0,12 1,9%	€ 0,19 3,0%	€ 0,26 4,1%	-€ 2,42 -	€ 0,60 10,7	€ 0,82 7,8	- € 7,06	- 39,7%	8	3	2
Detachering R. Zandbergen														Gem. aanbev.	2,46	Mutatie 0,00
VastNed Retail	€ 31,68 € 605	-2,5% -16,3%	€ 38,64 11-04-12	€ 28,15 26-06-12	49 48	€ 2,55 8,1%	€ 2,75 8,7%	€ 2,70 8,5%	-€ 2,17 -	€ 3,25 9,8	€ 3,37 9,4	- € 36,69	- 24,5%	4	6	0
Onroerend goed T. de Groot														Gem. aanbev.	2,40	Mutatie -0,05
Vopak	€ 47,37 € 6.080	-2,9% 5,8%	€ 58,07 29-11-12	€ 44,11 11-04-12	400 255	€ 0,88 1,9%	€ 0,95 2,0%	€ 1,07 2,3%	€ 2,52 18,8	€ 2,79 17,0	€ 3,11 15,2	34,9% € 52,08	1,2 24,2%	5	7	5
Logistiek E. Hoekstra														Gem. aanbev.	2,00	Mutatie 0,06
Wereldhave	€ 53,75 € 1.168	-1,3% -8,4%	€ 58,54 12-04-12	€ 40,03 24-08-12	112 118	€ 3,30 6,1%	€ 3,27 6,1%	€ 3,25 6,0%	-€ 4,54 -	€ 3,18 16,9	€ 3,61 14,9	- € 56,35	4,9 26,3%	7	5	4
Onroerend Goed D. Anbeek														Gem. aanbev.	2,19	Mutatie -0,25
Wessanen	€ 2,29 € 173	4,0% -7,1%	€ 2,62 19-04-12	€ 1,89 18-05-12	153 191	€ 0,05 2,2%	€ 0,08 3,4%	€ 0,09 4,0%	-€ 0,70 -	€ 0,17 13,4	€ 0,23 9,9	- € 2,44	- 31,9%	2	6	1
Voeding & Drank P.H. Merckens														Gem. aanbev.	2,11	Mutatie 0,11
Ziggo	€ 27,19 € 5.440	4,3% 19,3%	€ 28,82 3-04-13	€ 21,90 11-04-12	823 682	€ 1,45 5,3%	€ 1,92 7,1%	€ 2,89 10,6%	€ 0,96 28,3	€ 1,55 17,5	€ 1,66 16,3	151,0% -	1,7 28,5%	16	5	2
Telekom B. Dijkhuizen														Gem. aanbev.	2,61	Mutatie -0,02

Legenda: mut.1 mnd/12 mnd: mutatie 1 maand/12 maanden; d.o.: gemiddelde dagomzet; wpa: winst per aandeel; k/w: koers-winstverhouding; div.: bruto dividend; div. r.: dividendrendement.

Buy, Hold, Sell staat respectievelijk voor het aantal analisten dat een koop-, houd- of verkoopadvies heeft afgegeven. Gem. aanbev.: gewogen gemiddelde waarbij aan de aanbevelingen punten zijn toegekend, oplopend van 1 punt voor 'sell' en 3 punten voor 'buy'; mutatie ten opzichte van een maand geleden. **beurswaarde: x 1 miljoen; dagomzet: x 1000 *consensusstatistiek. Bron: Bloomberg

ASCX

NAAM BEDRIJF	slotkoers 08-04-13	mutatie		hoog		laag		div.	d.o
		1 mnd	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	6 mnd
ASCX	438,63	-1,4%	4,4%	447,39	15-03-13	452,32	23-07-12	3,8%	20.690.550
Accell	13,80	4,4%	-13,0%	18,00	25-04-12	16,50	16-11-12	5,4%	27.187
Acomo	15,52	-0,9%	24,7%	16,00	05-03-13	16,00	04-06-12	4,5%	18.355
AND	1,50	-8,0%	59,4%	1,90	14-11-12	1,90	06-08-12	0,0%	8.085
Arseus	20,00	-2,6%	64,2%	20,60	15-03-13	21,94	11-04-12	3,0%	41.516
Ballast Nedam	10,35	-10,2%	-21,8%	14,31	10-04-12	13,65	26-10-12	0,0%	5.370
Batenburg	12,64	-4,3%	-18,8%	17,00	13-04-12	17,00	24-07-12	1,6%	777
Besi	6,59	2,4%	12,8%	6,79	15-03-13	6,95	23-10-12	4,6%	59.627
Beter Bed	14,13	1,7%	-11,8%	17,98	19-04-12	17,37	31-12-12	3,3%	10.406
Brill	20,10	-2,4%	13,6%	21,25	02-04-13	21,50	21-05-12	5,4%	1.550
Crown v. Gelder	4,65	-2,1%	-7,0%	5,80	14-12-12	5,80	06-02-13	0,0%	4.385
Cryo-Save	1,18	-48,4%	-70,8%	4,47	15-06-12	4,18	05-04-13	0,0%	13.577
Docdata	14,19	9,2%	20,9%	14,00	05-04-13	14,36	17-05-12	3,9%	6.360
Grontmij	3,40	-0,6%	1,4%	3,58	20-02-13	3,58	01-06-12	0,0%	146.385
Holland Colours	21,70	-8,4%	27,6%	24,90	22-01-13	24,90	23-04-12	5,1%	968
ICT	3,07	-4,9%	8,7%	3,50	22-10-12	3,50	01-06-12	0,0%	10.156
Kardan	0,57	-29,9%	-51,9%	1,41	23-04-12	1,24	17-07-12	0,0%	188.399
Kas Bank	8,85	-3,3%	9,0%	9,40	01-03-13	9,40	13-06-12	7,2%	25.298
Kendrion	18,70	4,6%	-2,1%	19,95	17-04-12	19,54	22-08-12	3,1%	5.789
Nedap	33,25	5,6%	48,4%	32,20	09-04-13	33,66	04-06-12	4,5%	3.111
Ordina	1,18	0,6%	26,5%	1,32	15-03-13	1,33	18-05-12	0,0%	194.876
RoodMicrotec	0,16	-1,9%	-17,4%	0,24	02-05-12	0,20	01-06-12	0,0%	65.044
Sligro Food	24,75	-2,0%	3,0%	25,50	20-03-13	26,05	23-07-12	4,2%	26.097
Value8	28,00	-2,8%	13,1%	29,00	11-01-13	29,00	22-11-12	1,1%	1.501
Vivenda	0,09	-5,6%	-42,6%	0,19	12-12-12	0,19	23-11-12	0,0%	242.154
Xeikon	4,34	1,1%	43,8%	5,18	09-01-13	5,18	21-05-12	0,0%	19.999

LOKAAL

NAAM BEDRIJF	slotkoers 08-04-13	mutatie		hoog		laag		div.	d.o
		1 mnd	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	6 mnd
INOMij	0,19	46,2%	-42,4%	0,38	26-04-12	0,13	08-03-13	0,0%	450
Aarnigoo	1,05	-38,2%	-72,4%	4,07	03-05-12	1,05	03-04-13	0,0%	189
Accsys	0,15	-11,8%	-16,7%	0,20	04-07-12	0,11	20-11-12	0,0%	73.250
Ajax	6,76	1,7%	-5,5%	7,39	04-05-12	6,00	12-02-13	0,0%	4.465
Ageas	25,84	-3,7%	67,7%	27,48	14-03-13	12,17	04-06-12	4,6%	690.046
Antonov	0,01	0,0%	-50,0%	0,03	10-04-12	0,01	12-04-12	0,0%	72.681
Bever	1,36	-9,3%	-15,0%	1,75	08-10-12	1,28	11-06-12	0,0%	65
Ctac	1,01	-12,3%	6,2%	1,25	13-02-13	0,64	23-08-12	0,0%	11.232
Dico	1,60	-2,4%	-33,3%	2,40	20-06-12	1,50	21-03-13	0,0%	1.261
DPA	1,45	-3,3%	11,5%	1,58	30-01-13	1,13	23-05-12	0,0%	8.730
Eurocastle	0,05	-16,7%	-58,3%	0,12	10-04-12	0,03	09-11-12	0,0%	956.254
Exact	15,81	3,5%	-10,5%	18,81	30-04-12	14,65	28-02-13	6,3%	14.922
Fornix	0,31	-3,1%	-48,3%	1,00	19-09-12	0,28	14-11-12	0,0%	12.027
Galapagos	18,30	-4,9%	56,1%	20,70	06-03-13	10,15	10-05-12	0,0%	71.742
Groothandelsgeb.	37,40	4,9%	-4,1%	41,90	06-08-12	34,00	15-11-12	4,1%	98
Hal	99,99	3,0%	13,3%	101,97	03-04-13	81,10	01-06-12	3,9%	8.039
Heineken Holding	48,80	0,6%	39,9%	50,91	03-04-13	31,34	05-06-12	1,8%	167.965
Hes Beheer	43,40	3,3%	17,2%	44,50	31-12-12	34,15	16-05-12	3,4%	1.282
Homburg	0,02	-33,3%	-94,6%	0,41	16-10-12	0,02	21-02-13	0,0%	66.571
Hunter Douglas	30,55	-3,0%	-2,9%	35,90	11-06-12	27,40	15-10-12	4,1%	3.596
Hydratec	23,75	2,0%	3,3%	25,80	03-09-12	20,10	13-08-12	6,5%	188
Macintosh	8,60	1,2%	-16,5%	10,47	17-04-12	7,67	22-01-13	2,3%	5.484
MDxHealth	2,06	-10,4%	19,8%	2,77	25-02-13	1,30	11-07-12	0,0%	61.815
Nedsense	0,30	-10,2%	-25,0%	0,41	16-04-12	0,28	07-11-12	0,0%	8.924

LOKAAL

NAAM BEDRIJF	slotkoers 08-04-13	mutatie		hoog		laag		div.	d.o
		1 mnd	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	6 mnd
New Sources En.	0,16	6,7%	-77,1%	0,70	11-04-12	0,14	15-03-13	0,0%	5.231
Neways	4,20	2,8%	-27,0%	5,95	19-04-12	3,80	26-02-13	0,3%	1.840
OctoPlus	0,51	7,4%	9,2%	0,55	09-01-13	0,33	31-07-12	0,0%	119.950
Oranjewoud	4,60	1,5%	-12,2%	5,35	16-04-12	4,05	22-11-12	0,0%	2.663
Porceleyne Fles	7,39	-12,0%	-14,2%	9,12	04-12-12	6,40	15-03-13	0,0%	272
Qurius	0,01	-23,1%	-93,0%	0,14	10-04-12	0,01	23-11-12	0,0%	1.402.861
Reesink	72,35	-9,6%	-9,0%	82,83	18-01-13	73,55	30-10-12	0,0%	400
Roto Smeets	6,40	3,2%	-36,6%	11,20	13-04-12	5,00	18-03-13	0,0%	311
Simac Techniek	2,18	-5,8%	-20,7%	2,85	11-05-12	1,90	27-11-12	2,3%	2.507
Sopheon	0,06	-14,3%	-14,3%	0,09	06-12-12	0,05	16-04-12	0,0%	149.101
Spyker	1,31	-27,2%	-89,9%	18,00	02-05-12	1,26	28-03-13	0,0%	14.757
Stern	13,20	-2,2%	-30,5%	20,50	22-05-12	12,50	14-03-13	0,0%	656
Telegraaf	9,80	6,6%	4,1%	10,00	08-04-13	6,50	20-11-12	4,8%	12.474
Thunderbird Resorts	1,02	2,0%	-46,9%	1,96	10-04-12	0,89	22-01-13	0,0%	35.874
Tie	7,50	-15,7%	-16,7%	11,30	10-12-12	7,10	08-04-13	0,0%	723
Van Lanschot	12,85	-4,1%	-36,1%	20,10	10-04-12	12,56	28-11-12	0,0%	4.507
Witte Molen	5,32	31,4%	23,7%	5,99	27-03-13	3,50	22-11-12	0,0%	194

TOELICHTING KOERSPAGINA'S

We hebben het beursoverzicht AEX en AMX teruggebracht tot de belangrijkste actuele koersgegevens en taxaties, zoals deze door analisten op het moment van ter perse gaan worden voorspeld. Overzichten van de belangrijkste financiële jaarcijfers, zoals jaaromzet en eigen vermogen per aandeel, zijn te vinden op onze website www.veb.net. Overigens hebben we voor de AEX- en AMX-fondsen twee nieuwe gegevens toegevoegd: de PEG-ratio en de volatiliteit. PEG staat voor 'price/earnings to growth' en wordt hier berekend door de koers-winstverhouding [KW] te delen door het verwachte groeipercentage [g] van de winst. In formule: **PEG = KW : g**. Hier is voor g gebruikt de Bloomberg Long Term Growth. Dat is de verwachte winstgroei over de volgende bedrijfsjercyclus, meestal liggend tussen 3 en 5 jaar. Dus als een bedrijf een koers-winstverhouding heeft van 12 en Bloomberg een jaarlijkse winstgroei van 15 procent verwacht, is de **PEG-ratio 0,8 (= 12 : 15)**. Een aandeel is goed gewaardeerd als de koers-winstverhouding gelijk is aan het groeipercentage van de onderneming. De PEG-ratio is dan 1. Een PEG boven de 1 wordt in de praktijk vaak als duur beschouwd omdat dan het groeipercentage van het bedrijf kleiner is dan de prijs die de beleggers moeten betalen. Een PEG ruim onder de 1 kan erop duiden dat het aandeel een koopje is. De PEG-ratio zegt echter niet alles. Zeker het dividendrendement is cruciaal en wordt in de formule volledig buiten beschouwing gelaten. De formule is wel aan te scherpen door het dividendrendement bij de groeivoet op te tellen: **PEG = KW : (g + d.r.)**

Volatiliteit is een maatstaf voor de beweeglijkheid van de koers van een aandeel. Hier betreft het de historische volatiliteit over de afgelopen 260 handelsdagen (circa een beursjaar dus), uitgedrukt in procenten. Een hoog percentage duidt op een hoge volatiliteit en wil dus zeggen dat de koers van het betreffende aandeel sterk op en neer beweegt. Volatiliteit is mede een indicator voor het risico dat een belegger loopt met een bepaald fonds.

Datum	Bedrijf	Plaats/tijd
18 april	Corio	Utrecht-15.00 uur
18-apr	Neways Electronics	Eindhoven-14.00 uur
18 april	Ten Cate	Almelo-14.00 uur
18 april	Ziggo	Amsterdam-10.00 uur
19 april	Vastned Retail	Amsterdam-15.00 uur
22 april	BinckBank	Amsterdam-15.00 uur
22 april	Wereldhave	Den Haag-11.00 uur
23 april	TomTom	Amsterdam-10.00 uur
23 april	AND	Rotterdam-10.00 uur
24 april	ASML	Veldhoven-14.00 uur
24 april	Kas Bank	Amsterdam-11.30 uur
24 april	BAM Groep	Amsterdam-15.00 uur
24 april	Ageas	Brussel-11.30 uur
24 april	Wolters Kluwer	Amsterdam-11.00 uur
24 april	Reed Elsevier	Amsterdam-13.00 uur
24 april	Vopak	Rotterdam-10.00 uur
24 april	BESI	Duiven-14.00 uur
25 april	Beter Bed Holding	Amsterdam-14.00 uur
25 april	Heineken	Amsterdam-14.00 uur
25 april	Heineken Holding	Amsterdam-16.30 uur
25 april	Macintosh Retail Group	Urmond-14.00 uur
25 april	Aalberts Industries	Amsterdam-10.30 uur
25 april	Accell Group	Heerenveen-14.30 uur
25 april	DPA Group	Amsterdam-13.00 uur
25 april	Rood Microtec	Amsterdam-15.00 uur
25 april	Fornix Biosciences	Utrecht-10.30 uur
25 april	Telegraaf Media Groep	Amsterdam-10.30 uur
25 april	Unibail Rodamco	Parijs-10.30 uur
26 april	AkzoNobel	Amsterdam-14.00 uur
26 april	NSI	Hoorn-10.30 uur
26 april	Batenburg Techniek	Rotterdam-10.30 uur
30 april	Galapagos	Mechelen-10.00 uur
3 mei	Brunel	Amsterdam-14.30 uur
3 mei	Philips	Amsterdam-14.00 uur
3 mei	DSM	Heerlen-14.00 uur
3 mei	AMG	Amsterdam-13.00 uur
6 mei	CSM	Amsterdam-14.30 uur
7 mei	TKH Group	Haaksbergen-14.30 uur
7 mei	Acomo	Rotterdam-10.30 uur
7 mei	Arcadis	Amsterdam-14.00 uur
8 mei	ArcelorMittal	Luxemburg-11.00 uur
8 mei	Boskalis Westminster	Papendrecht-14.30 uur
8 mei	USG People	Almere-14.00 uur
8 mei	Fugro	Den Haag-14.00 uur
13 mei	Cryo-Save	nnb
13 mei	ING Groep	Amsterdam-14.00 uur
13 mei	Arseus	Waregem-15.00 uur
14 mei	HES Beheer	Rotterdam-14.30 uur
14 mei	Van Lanschot	's-Hertogenbosch-14.00 uur
14 mei	Docdata	Waalwijk-14.00 uur

Actueel overzicht via veb.net/avaagenda

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

Redactie

Patrick Beijersbergen,
Ronald van Genderen,
Koos Henning, Jasper Jansen,
Robert Rosenau, Joost Schmets,
David Tomic

Verder werkten aan dit nummer mee:

VEB: Jan Maarten Slagter

Extern: Bert van Dijk,
Paul Frentrop, Koen Lauwers,
Gerben van der Marel,
Djaja Ottenhof, Sheila Sitalsing,
Wouter Weijand

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep
(www.redactiepartners.nl)
Annemarie van Aken, Martijn Bennis, Marloes Cox, Mariska Schotman, Brad Kokke,
Maaik Vries, Eralda van Zurk,
beeldvormers/Hugo de Wolf
(coverontwerp)

Directie

mr. J.M. Slagter, directeur
ir. E. Keyner, adjunct-directeur

Raad van Toezicht

drs. P.C. van der Lugt, voorzitter
mevr. A. Gram MBA, vice-voorzitter
mr. P. Arlman
jhr. mr. G. Hooft Graafland
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,
09.00 – 17.00 uur

Bureau Amsterdam:

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

Beleggersservice

Telefonisch spreekuur:
070-3130000
Maandag 10.00-13.00 uur
Donderdag 10.00-13.00 uur

Advertentie-exploitatie

Sales Q
Contactpersoon:
Pim Hageman
p.hageman@salesq.nl
Telefoon: 023-7113200

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. 070-3130000, of via www.veb.net/lidworden. Het rekeningnummer hiervoor is 44 70 100. Deze rekening is alleen bestemd voor contributies. Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk vier weken voor de vervaldatum schriftelijk een opzegging is ontvangen. Voor uitgebreide informatie over het lidmaatschap en het doorgeven van adreswijzigingen en opzeggingen verwijzen wij u naar onze website, www.veb.net/lidmaatschap.

Disclaimer

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

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

Druk

Roularta, België
HO Effect
KEURMERK ISSN 0165-6341



GEWONNEN DANKZIJ SNS

Middelbare scholieren die en masse aan het beleggen slaan? Het kan. Via de website scholenstrijd.nl kunnen individuele individuele of groepjes leerlingen droogzwemmen op de beurs.

Iedereen begint met een virtuele portemonnee van 100.000 euro en wie na een paar weken het hoogste rendement heeft behaald is de winnaar. Robbert de Vries, leerling van de Berken-schutse uit Heeze, deed mee aan de editie van Scholenstrijd die afgelopen najaar werd gehouden. Iedere dag nam hij een uur de tijd om de beurs te volgen en koersgrafieken te analyseren. Dat bleek voldoende voor de overwinning met bijbehorende prijzen. Zo mocht hij onlangs de Amsterdamse beurs openen met een klap op de gong. Op beleggerssite IEX, een van de

organisatoren van de competitie, deed De Vries verslag van de winnende tactiek. Na een voortvarende start zakte hij begin december, in de laatste spelweek, terug van de derde naar de achtste plaats. Een eindsprint in de laatste twee dagen bracht hem alsnog de overwinning met minder dan een procent voorsprong op nummer twee. De meest opvallende motor achter die spurt was SNS Reaal. De koers van dat aandeel steeg in de finale dagen tot 1,15 euro aan de finish. Hoger zou het aandeel SNS Reaal nooit meer komen. Met timing zit het wel goed bij beginnend belegger Robbert de Vries.



TWEEDE LEVEN

Van het bestuurderspluche naar de beleggingswereld. Gepensioneerd topbestuurders Sir George Buckley (3M, Emerson Electric) is een eigen beleggingsfonds in Amsterdam gestart.

**VOLGEND
NUMMER**

2

“Uw vermogen laten beheren doet
u bij een vermogensbeheerder,
niet bij een bank”



KEIJSER
CAPITAL

INDIVIDUEEL VERMOGENSBEHEER



Neem vrijblijvend contact op:

020-531 2113 / Adriaan.vanderpeijl@keijsercapital.nl

Bekijk de performance van onze modelportefeuille op
www.keijsercapital.nl



Voor wie tussen de cijfers door wil **lezen**.



**Probeer het
nieuwe FD:
nu 4 weken
voor €12,50**

Stopt automatisch.
Meld u aan op fd.nl/nieuw
of bel 0888 - 800 888

fd.
het financieel dagblad

De oorsprong van de voorsprong.