

Effect

MAGAZINE VOOR BELEGERS

SEPTEMBER - 2015 - VEB.net - € 8,50

09

veb 



BELEGGEN IN TIJDEN VAN BEURSPANIEK

INTERVIEW GUY SPIER

Belegger en schrijver van
hét beleggersboek van 2014

OLIE-AANDELEN

Welke bedrijven profiteren
als de olieprijs stijgt?

ACTIVE SHARE

Zijn fondsmanagers
hun geld waard?

VS

Alliantie strijdt om meer
macht bij beursfondsen

12



COVERVERHAAL

VEB-ONDERZOEK: BELEGGEN IN TIJDEN VAN BEURSPANIEK

Het is maar weinig beleggers gegeven om stil te blijven zitten als beurzen crashen, ook al weten ze dat verkopen in paniek veel geld kost. Gelukkig is er een derde mogelijkheid die rust biedt en profijt brengt.

inhoud

GEGARANDEERD RENDEMENT

IDEËEL BELEGGEN MET DE HOOGSTE RISICOGRAAD

Aanbieders van beleggingen in windmolenparken schermen met het beste van twee werelden: goed doen en toch fraaie rendementen behalen. Over de risico's zijn aanbieders van dergelijke beleggingen duidelijk. Die zijn hoog.



8

DUEL

HEINEKEN WINT VAN CARLSBERG

De grootste bierbrouwers wisten de afgelopen jaren hun winsten op te schroeven door slimme overnames en uitbreiding naar opkomende markten. Het is de vraag of dat de komende jaren blijft lukken. Een duel tussen twee Europese grootmachten op de wereldbiermarkt: Heineken en Carlsberg.



16

CEO-INTERVIEW

21



MACINTOSH-TOPMAN KURT STAELENS

Rode cijfers moet retailconcern Macintosh nog steeds schrijven, maar de verliezen nemen snel af. Kurt Staelens, sinds juli vorig jaar ceo van het bedrijf, is vastbesloten om aan het einde van het jaar schuldevrij te zijn. Daarna is het tijd voor groei.

LIDMAATSCHAP

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

www.veb.net/lidmaatschap

72,50
euro per jaar



DRAMMENDE **BEDRIJFSHORZELS**

Sommige beleggers zijn een luis in de pels van grote Amerikaanse bedrijven. Eerst waren het vooral lastige individuen maar nu dient zich ook opeens een machtig pensioenfonds aan met eisen.

OPTIES

UNOX EN OMO **MET KORTING**

Aandelen kopen met korting, wie wil dat nou niet? Het schrijven van putopties is er de uitgelezen manier voor. Maar pas op: het opwaarts potentieel wordt grotendeels ingeleverd en de optieschrijver krijgt geen dividend.



EN VERDER...

Ten eerste	04
Onzekerheid voor beleggers in verzekeraars	10
Tips van topbeleggers: profiteren van stijgende olieprijs	18
ETF's: speciale mandjes	24
Active Share: zijn fondsmanagers hun geld waard?	27
Interview Guy Spier: schrijver van hét beleggersboek van 2014	30
Obligaties: waar moeten beleggers op letten?	33
Grondstoffen: richting zoeken na jarenlange malaise	42
Statistieken	44
Ledenvragen	50
Colofon & Next	51

COLUMNS

Paul Koster **05** Paul Frentrop **20** Marius Kerdel & Jolmer Schukken **26** Sheila Sitalsing **39**

HET IS DE SCHULD VAN **CHINA**



Ruim een derde van grote beursfondsen geeft **TE WEINIG INFORMATIE** **OVER BANKSCHULDEN**

Een flink aantal beursgenoteerde bedrijven geeft beleggers maar weinig inzicht in de afspraken die ze met hun financiers hebben gemaakt.

Liefst twaalf van de 33 bedrijven met schuldafspraken geven hier in hun jaarverslag onvoldoende informatie over. Het gaat dan bijvoorbeeld over welke afspraken precies zijn gemaakt of hoe de exacte financiële ratio's berekend worden.

Dat blijkt uit onderzoek van de VEB naar de openheid die beursfondsen in hun jaarverslagen geven over de schuldconvenanten.

Hoewel bedrijven wettelijk niet verplicht zijn om openheid te geven over hun bankconvenanten, zijn de gemaakte afspraken voor beleggers van groot belang. Bij schending van de afspraken kunnen banken van bedrijven maatregelen eisen, waaronder stopzetting van de dividendbetaling, een aandelenuitgifte of het verkopen van bedrijfsonderdelen.

NIET DUIDELIJK

Onder de AEX-fondsen behoren telecombedrijf Altice en uitgeefconcern Reed Elsevier tot de bedrijven die niet alle bankafspraken communiceren met de buitenwereld. Zij laten te weinig los over de exacte berekeningswijze van afgesproken financiële ratio's of volstaan met een selectieve opsomming van enkele convenanten.

Reed Elsevier houdt het bij de formulering dat voor haar bankfaciliteit "financiële convenanten

gelden die gebruikelijk zijn voor de omvang en de financiële sterkte van het bedrijf".

Baggeraar Boskalis geeft wel aan welke twee "voornaamste" financiële convenanten met de huisbanken zijn. Volledig lijkt deze informatie dus niet. Boskalis is voor zijn financiering ook afhankelijk van Amerikaanse schuldeleggers. Of er aanvullende afspraken zijn gemaakt met deze crediteuren wordt niet vermeld.

Ook retailer Ahold laat onduidelijkheid bestaan over de schuldafspraken. In het jaarverslag legt het concern wel uit hoe het zelf de schuldratio berekent. Wat ontbreekt is de rekenmethode van de banken om te bepalen wat de verhouding tussen nettoschuld en bedrijfsresultaat exact is. Ook ASML en Wolters Kluwer lichten niet toe hoe de berekening van de schuldratio door hun banken eruitziet.

GEEN CONVENANTEN

Bij meer dan de helft van de AEX-bedrijven zijn de schuldafspraken geen thema. Zij hebben in de meeste gevallen geen leningen afgesloten bij bankinstellingen. Tot die groep behoren bijvoorbeeld de financiële instellingen Delta Lloyd, NN Group, ING en Aegon. Zij financieren zichzelf hoofdzakelijk via onderhandse obligatieleningen ("no-

**RELATIEF
DUIDELIJK**
over schuldafspraken

AEX
Aalberts Industires
Randstad
Unibail Rodamco
Vopak

AMX
ASMI
Corbion
Fugro
SBM Offshore
Sligro
Wereldhave

**TE WEINIG
INFORMATIE**
over schuldafspraken

AEX

Ahold
Altice
ASML
Boskalis
Reed Elsevier
Wolters Kluwer

AMX

Air France KLM
Besi
Fagron
GrandVision
IMCD
TenCate
USG

Alleen AEX- en Midkap-fondsen met bankschulden zijn vermeld over schuldafspraken

VERRADERLIJKE VOLATILITEIT



door Paul Koster

De dramatische beursweek halverwege augustus heeft ons op een keiharde manier herinnerd aan twee belangrijke beleggingsregels. Blijkbaar zijn daar tumultueuze omstandigheden voor nodig. De beursreacties wereldwijd na de zoveelste zware beursval in China waren ongelooflijk heftig.

De Wall Street Journal publiceerde onlangs een pakkend overzicht van de onrust op de grootste en meest liquide beurs in de wereld, de New York Stock Exchange op maandag 24 augustus, inmiddels omgedoopt tot een "nieuwe zwarte maandag". De NYSE moest - zeer uitzonderlijk - de handel in futures onderbreken vanwege de vrije val in koersen. Daardoor verloren handelaren een belangrijk mechanisme om zich in te dekken tegen koersschommelingen, want daar gebruiken ze futures voor.

Bijzonder was ook dat de VIX-index, de bekende onrust-barometer, die dag pas om 10 uur zijn eerste notering kende, een half uur later dan normaal. Een serieus probleem ontstond toen vele etf's door de paniek ver onder hun intrinsieke waarde noteerden. Met andere woorden: de waarde van alle onderliggende aandelen in de etf was veel hoger dan de koers van de etf die werd afgegeven.

Daarmee werd nog maar eens duidelijk hoe belangrijk het is voor beleggers om bij aan- en verkooporders een prijslimiet op te geven. Etf-houders die een verkoopopdracht zonder limiet hadden ingeleid kregen een opbrengst die ver onder de echte waarde van de onderliggende aandelen in de ETF lag. De handelaren konden niet goed die onderliggende waarde berekenen door de enorme schommelingen en daarmee de ETF niet goed prijzen.

Een harde les was er ook voor beleggers met geleend geld. Door de dramatische koersschommelingen werden aandeelhouders die aandelen hadden gekocht met geleend geld gebeld door de bank met het verzoek geld bij te storten, de zogenaamde marginverplichting. toen de waarde van de aandelen sterk daalde. Als een aandeelhouder daar niet aan kan voldoen worden de aandelen zonder pardon door de bank verkocht met verliezen op die aandelen gerealiseerd.

In een chaotische markt is dat een zeer onfortuinlijke situatie. Zelfs grote aandelen als Walmart en General Electric opende drastisch lager (-20%) om na een paar uur weer te herstellen. Maar van dat herstel profiteerden beleggers niet wiens stukken gedwongen verkocht waren door de bank. De tweede belangrijke les is daarmee duidelijk: koop geen aandelen met geleend geld. Ook al verdien je meer als in goede tijden, de verliezen na de gedwongen verkoop zijn onomkeerbaar.

tes"). Hun jaarrapportages maken geen melding van financiële randvoorwaarden waaraan zij moeten voldoen om de financiering niet in gevaar te brengen. Ook Philips, DSM en KPN worden door hun financiers ogenschijnlijk niet erg dicht op de huid gezeten. Zo geeft fijnchemieconcern DSM aan dat "schuldconvenanten geen onderdeel uitmaken van de obligatieleeningen en financieringsarrangementen".

KPN heeft zichzelf wel financiële kaders opgelegd, om de kredietbeoordelaars te vriend te houden, maar voor haar schuldpapier en bankleningen zijn geen schuldafspraken gemaakt.

MIDKAP

Ook onder de midkapfondsen is niet ieder bedrijf even transparant over de bankafspraken. Zes bedrijven laten onduidelijkheid bestaan over de precieze inhoud van hun financieringsovereenkomst.

Dat zijn bijvoorbeeld de machinebouwer voor de chipindustrie Besi, medicijnmaker Fagron, textieltechnologiebedrijf TenCate en de onlangs door investeerder Hal naar de beurs gebrachte optieketen GrandVision. Van de AMX-bedrijven maken Galapagos, BinckBank en PostNL momenteel geen gebruik van bankleningen.

WAARBORGEN

Als bedrijven bij banken of via onderhands schuldpapier geld lenen, willen geldverstrekkers behalve een rentevergoeding ook waarborgen. Daarom bevatten convenanten ook de voorwaarden die banken aan ondernemingen opleggen bij de toekenning van een lening.

Die afspraken schrijven bijvoorbeeld voor dat de verhouding tussen nettoschuld (korte- en langetermijnleningen minus liquide middelen) en bedrijfsresultaat (ebitda) niet hoger mag zijn dan drie.

Ook is veelal opgenomen dat de rentelasten ten minste enkele malen moeten kunnen worden betaald uit het bedrijfsresultaat (rentedekking).

Voor vastgoedbedrijven als Wereldhave, NSI en Unibail Rodamco zijn bovendien de beleningsgraad (de schuld ten opzichte van de waarde van het vastgoed) of solvabiliteit (eigen vermogen ten opzichte van balanstotaal) gangbare criteria.

BANKIER OP BEZOEK

Wat er kan gebeuren als bedrijven hun bankafspraken niet kunnen nakomen, is recent pijnlijk duidelijk geworden bij Imtech. In korte tijd moest het bedrijf vijf keer een beroep doen op zijn financiers. Die vijfde keer bleek, na twee aandelenlenuitgiftes en de verkoop van een bedrijfsonderdeel, te veel. Onderneming en banken konden het niet eens worden met het faillissement als gevolg.

Vorige maand werden aandeelhouders

OOK MIDKAP-FONDSEN ZIJN NIET ALLEMAAL TRANSPARANT

ders Heijmans opgeschrikt door slecht nieuws. De nettoschuld was gedurende het tweede kwartaal zodanig opgelopen dat het bouwbedrijf de bankafspraken gevaarlijk dicht naderde. Het bouwconcern verloor daarop meer dan 40 procent van zijn beurswaarde. In het eerste kwartaal was Heijmans al in conclaaf gegaan met zijn kredietverschaffers na tegenvallende jaarcijfers. Daar stond toen een eenmalige boete én een opgeschroefd rentepercentage tegenover.

HET IS DE SCHULD VAN CHINA

Na de Griekse crisis en de halfjaarcijfers is er een nieuwe factor die de beurzen in de tang houdt: China. Een oude bekende speelt opnieuw de hoofdrol: een massieve schuldenberg.



Ondanks steunaankopen, extra liquiditeiten, aanpakken van shortselling en opschorten van beursgangen, deden beleggers Chinese aandelen massaal van de hand.

Twee maanden lang leek die verkoopdruk aan het Westen voorbij te gaan. De koersen in het Aziatische land waren immers sneller gestegen dan in andere landen, en centrale bankiers, waaronder de Europese Centrale Bank, stimuleren volop.

DEVALUATIE

Begin vorige maand kwam aan de relatieve kalmte op de westerse markten een eind. Zo heeft de Amsterdamse AEX-index van de top op 5 augustus tot aan de bodem op 24 augustus ruim 100 punten, ofwel 20 procent, ingeleverd.

Aanleiding voor het overslaan van de verkoopgolf vanuit China op de rest van de wereld was de beslissing om de Chinese munt, de yuan, te devalueren. In een tijd waarin valuta's ongekende schommelingen laten zien, is een waardevermindering van krap 2 procent op zichzelf geen factor van betekenis.

Toch staat de daling van de Chi-

nese muntwaarde voor meer. Als zelfs het land dat te boek staat als grootmacht in de exportwereld een lagere muntwaarde nodig heeft, is het menens, zo is de gedachte. Daarmee kunnen de koersdalingen op de beurzen een afspiegeling zijn van de lagere economische activiteit binnen de Chinese economie.

Cijfers over de Chinese huizenmarkt, industrie en detailhandel bevestigen dat beeld. Ook de grondstofprijzen staan al langere tijd onder druk. En met China als belangrijkste gebruiker van grondstoffen als staal en koper, kan de prijsdaling voor een deel toe te schrijven zijn aan de teruggevallen vraag uit het land met de meeste inwoners ter wereld.

Dat betekent slecht nieuws voor bedrijven die zakendoen in China, zoals AkzoNobel, DSM en Unilever. En voor bedrijven die zakendoen met het Aziatische land, zoals grondstofleveranciers.

DOELSTELLING

Ondanks sombere berichten over afkoeling van de Chinese economie, mikt premier Li Keqiang nog altijd op een groei van 7 procent, conform

de officiële doelstelling. Een scherpe groeivertraging kan leiden tot hogere werkloosheid en sociale onrust, het schrikbeeld van de Chinese machthebbers.

Hoewel sommigen vraagtekens zetten bij het officieel gepubliceerde groeicijfer, is er een manier om koste wat kost te proberen groei te forceren.

Zo lang de rente op leningen laag blijft, kan de overheid met meer schulden naar westers voorbeeld de economie, in ieder geval op korte termijn, stimuleren. Waar westerse economieën vooral inzetten op de vraagkant, gaat de focus van China van oudsher vooral uit

naar de aanbodkant, waar productie en investeringen centraal staan.

CHINEES GROEIWONDER

De focus op de aanbodkant van de economie heeft ervoor gezorgd dat China de fabriek van de wereld is geworden. Tijdens die industrialisatie hebben Chinezen op grote schaal de boerderij verruild voor een stadswoning. Het afnemende belang van de agrarische sector ten faveure van de verwerkende industrie creëerde een behoefte aan woningen, stedelijke voorzieningen en infrastructuur.

Inmiddels is de Chinese economie dankzij structureel hoge groeicijfers, uitgegroeid tot de grootste



Het financieel centrum van Sjanghai, China

ter wereld na de Verenigde Staten. Dat gebeurt weliswaar met meer inwoners, waardoor de welvaart per inwoner nog niet in de buurt komt van de standaarden van volwassen economieën, zoals de Verenigde Staten, Japan of Nederland, maar de geboekte progressie is indrukwekkend.

Die welvaartsvooruitgang is voor een belangrijk deel te danken aan Deng Xiaoping. Hij sloeg, na het Maoïstische tijdperk, in 1978 een nieuwe weg in. Hij introduceerde marktwerking, moedigde ondernemerschap aan en opende het land voor handel met andere landen. Hoewel machthebbers via staatsgeleide ondernemingen nog altijd dominant

zijn in de economie, is de rol van de private sector sterk toegenomen.

Lage lonen, massafabricage en goedkope grondstoffen zorgden ervoor dat onder meer Amerikaanse bedrijven productie uitbesteedden aan Chinese bedrijven om die producten vervolgens in eigen land af te zetten. In ruil hiervoor ontving China dollars, die vervolgens vooral zijn belegd in Amerikaanse staatsleningen.

CONSUMPTIE

Met de economische groei zijn ook de loonkosten in China gestegen, waardoor bedrijven langzaam aan China vervuilen voor andere landen. Dat kan zijn een land als Vietnam,

waar de lonen lager liggen, maar ook het thuisland. Zo heeft het Amerikaanse General Electric de productie van waterkokers en koelkasten uit China teruggehaald naar de VS.

Maar westerse bedrijven keren China niet direct de rug toe. De gestegen loonkosten in China hebben nog een consequentie: meer koopkracht. Met de dag groeit de behoefte aan verzorgingsproducten, elektronica, luxegoederen en diensten onder de Chinese consument. En wanneer sociale voorzieningen toenemen, vermindert de druk om te sparen. De consumentenmarkt is nog volop in beweging en biedt ruimte aan westerse bedrijven.

TRANSITIE

Het is aan de Chinese machthebbers om de transitie naar meer consumptie toe te staan. Logischerwijs vindt dan een herverdeling plaats binnen de economie. Daarbij kunnen bedrijven die zich richten op export en investeringen verdwijnen, terwijl meer ruimte komt voor bedrijven die zich richten op de consument.

Met de aantrekkelijke consumptie in landen die handel drijven met China, wordt het juist weer aantrekkelijker om het exportkanaal in te zetten. Het is de vraag of Chinese machthebbers die verleiding, juist nu de economische groei afneemt, kunnen weerstaan.

In dat geval zal de wal uiteindelijk het schip keren. De nadruk op investeringen en goedkoop geld heeft overcapaciteit in de industriële sector, zeepbellen op de huizenmarkt en aandelenbeurs en verontrustende milieuvervuiling gegenereerd.

Eerdere groeivertragingen zijn bestreden met schulden. Maar uit onderzoek van het McKinsey Global Institute blijkt dat de totale Chinese schuld in 2014 is toegenomen tot ongeveer 2,8 keer de omvang van de economie. Sinds 2007 is de totale schuld maar liefst verviervoudigd. Volgens de onderzoekers is het zorgwekkend dat de helft van de leningen gekoppeld is aan de huizenmarkt, en dat de schulden van veel lokale overheden waarschijnlijk onhoudbaar zijn.

Als de schulden nu al hoog zijn, kan de oplossing moeilijk liggen in nog meer schulden. Aan de ene kant wordt de economie kwetsbaarder, mocht de rente stijgen of wanbetalingen volgen. Aan de andere kant zijn de marginale opbrengsten afgenomen. Ofwel, het is steeds lastiger om met schulden economische groei te bewerkstelligen.

Daarmee neemt ook met het huidige economische model de kans toe dat het ondenkbare het onvermijdelijke wordt: sociale onrust. China is nog niet uitgespeeld. Wel is het de hoogste tijd om de spelregels te veranderen.

IDEËEL BELEGGEN MET DE HOOGSTE RISICOGRAAD

Aanbieders van beleggingen in windmolenparken schermen met het beste van twee werelden: goed doen en toch fraaie rendementen behalen. Over de risico's zijn aanbieders van dergelijke beleggingen duidelijk. Die zijn hoog.

Weinig aanbieders van beleggingen spelen zo in op het morele besef van een belegger als fondsen die in alternatieve energiebronnen investeren. "Wil je dat je kleinkinderen in de mijnen gaan werken, of met windmolens? Als je voor de toekomst kiest, kies je voor duurzaam", aldus beheerder Willem Smelik van het fonds Zeewind Nieuwe Parken op een informatiedag in mei in Eindhoven waarvan de beelden op de website van het fonds te zien zijn.

Beleggers in het fonds participeren in de bouw en exploitatie van een windmolenpark op zo'n 50 kilometer voor de Belgische kust. Het fonds spreekt niet alleen het hart van de belegger aan, maar ook de portemonnee: het streeft naar een rendement van 7 tot 10 procent per jaar. "Met dat rendement zit het wel goed", aldus de beheerder. Maar is dat ook zo?

HET PROJECT

De aanbieder van het fonds en de managers van het project waren de afgelopen vijf jaar betrokken bij de bouw van twee windturbineparken die inmiddels operationeel zijn. Het kapitaal dat nu wordt opgehaald, zal gebruikt worden om één van deze

parken uit te breiden. De managers van het project hebben de ambitie om ongeveer 50 windturbines te bouwen, die vanaf 2016 samen 165 megawatt groene energie gaan leveren, een hoeveelheid waarmee een stad als Utrecht van stroom voorzien kan worden. De nieuw te plaatsen windmolens zijn daarmee een stuk efficiënter dan het bestaande park volgens projectdirecteur Frank Coenen. "Tegen ongeveer dezelfde kosten en met dezelfde investeringsbedragen kunnen we nu een windpark neerzetten dat bijna 15 procent meer energie produceert dan het Belwind-park dat in 2010 is opgeleverd", zei hij onlangs tijdens de informatiesessie.

**ZEEWIND NIEUWE
PARKEN SPREEKT
NIET ALLEEN HET
HART VAN DE
BELEGGER AAN,
MAAR OOK DE
PORTEMONNEE:
HET STREEFT NAAR
EEN RENDEMENT
VAN 7 TOT 10
PROCENT PER
JAAR**

Over twintig jaar loopt de concessie om het park te exploiteren ten einde. Het park zal dan waarschijnlijk worden afgebroken, al meldt het prospectus dat "de concessie mogelijk met tien jaar kan worden verlengd". Er is een potje aangelegd voor de sloopkosten van het park.

DE INVESTERING

De totale kosten van het project bedragen 570 miljoen euro. Het grootste deel van dat bedrag wordt met bankleningen gefinancierd: 400 miljoen. De resterende 170 miljoen euro moet van beleggers komen.

Ongeveer 135 miljoen euro hiervan komt uit de zakken van een consortium van Belgische investeerders, waaronder de steenrijke supermarktfamilie Colruyt, en het Japanse familieconglomeraat Sumitomo. De rest, ongeveer een vijfde van het totale eigen vermogen (circa 34 miljoen euro), komt voor rekening van beleggers in Zeewind.

De website van de aanbieder laat weten dat er al 24 miljoen euro van dit bedrag binnen is. Wil het project doorgang vinden, dan moet het fonds dus nog 10 miljoen euro ophalen. In oktober is de zogeheten *financial close*; dit is het moment waarop wordt bepaald of het project definitief van start gaat.

KOSTEN

De aanbieder biedt participaties aan vanaf 1030 euro. De eerste 30 euro gaat op aan emissiekosten en wordt niet geïnvesteerd. Een eerste afslag van 3 procent dus.

Hier komt nog een waslijst aan kosten bij – waaronder kosten voor bewaring, administratie en de werkzaamheden van de accountant – waardoor de totale





ALTERNATIEF BELEGGEN

Glimmende folders, gelikte websites en flonkerende rendementen. De aanbieders van alternatieve beleggingen weten wat nodig is om beleggers voor hun zaak te winnen. Maar zijn de voorgespiegelde succesverhalen realistisch en hoe zit het met de risico's? Wij zoeken het maandelijks voor u uit. Deze maand: windmolenparken.

SUGGESTIES WELKOM

In deze rubriek lichten wij als lucratief aangeprezen beleggingen door op risico, rendement en duidelijkheid. Suggesties ontvangen wij graag via effect@veb.net

■ Voor eerdere afleveringen: veb.net/gegarandeerdrendement

lopende kosten zo'n 1,7 procent per jaar zullen bedragen. Als de belegger wil uitstappen, brengt de beheerder 25 euro in rekening, ongeacht het aantal participaties dat verkocht wordt.

Alles bij elkaar zijn de kosten zonder meer hoog te noemen ten opzichte van reguliere beleggingsfondsen, maar ze lopen niet uit de pas met andere niet-beursgenoteerde beleggingen.

HELEMAAL AFSCHRIJVEN

Het voorgeschotelde rendement van minimaal 7 procent is behoorlijk, maar de risico's zijn er ook naar. Het prospectus is daar duidelijk over: "Het risico van een belegging in Zeewind Nieuwe Parken is 100 procent. Het risico is groot omdat het beleggen betreft in achtergesteld vermogen of risicodragend kapitaal in de ontwikkeling, bouw en exploitatie van offshore windparken."

Voor alle duidelijkheid: participanten zijn aandeelhouders. Aangezien maar liefst 70 procent van het project met vreemd vermogen wordt gefinancierd, komen tegenvallers meteen voor hun rekening.

Waar aanbieders van niet-beursgenoteerde beleggingen vaak een vast percentage uitkeren, is de jaarlijkse uitkering van het windfonds variabel. Beleggers moeten zich realiseren dat de (intrinsieke) waarde van de belegging na twintig jaar nul is. Het park wordt immers afgebroken. Het rendement moet dus volledig komen uit cashuitkeringen in de komende twee decennia. Uit documenten op de website van de aanbieder blijkt dat het grootste deel van de kasstromen, en dus uitkeringen, in de tweede helft van de investeringsperiode valt. Het project is dan volledig opgestart en doordat schulden worden afgelost, zullen rentekosten naar verwachting dalen.

UITKERINGEN ONZEKER

Maar hoe zeker zijn de verwachte toekomstige kasstromen van het project? Een blik op de risicoparagraaf in het prospectus leert dat de risico's aanzienlijk zijn. De inkomsten van het project zijn voor een groot deel afhankelijk van Belgische subsidies. Het verleden leert dat overheden een onbetrouwbare partner zijn als het om groensubsidies gaat.

Het kan te zacht of juist te hard waaien, elektriciteitsprijzen kunnen dalen, de rente kan stijgen: het is een greep uit de factoren die toekomstige kasstromen kunnen aanvreten.

Zoals bij alle grote infrastructuurprojecten is er het risico op kostenoverschrijdingen. De bouw van het park vindt ver in de zee plaats onder omstandigheden die moeilijk te controleren te zijn. Het prospectus merkt op dat er "wereldwijd slechts enkele jaren ervaring is opgedaan met offshore windparken".

Wel profiteert het management van de ervaring die het heeft opgedaan bij de bouw van windparken in het verleden. De meerkosten bleven bij eerdere projecten met 2 procent binnen de perken.

ILLIQUIDE

Beleggers in participaties moeten zich realiseren dat het om een lange-termijnbelegging gaat. De beheerder geeft aan dat het één keer per kwartaal participaties tegen de zogeheten intrinsieke waarde zal inkopen. Aangezien deze waarde wordt vastgesteld door de verwachte toekomstige kasstromen naar vandaag terug te rekenen, kan deze sterk schommelen.

Hoewel het prospectus aangeeft dat de beheerder voldoende cash zal aanhouden om participatieinkopen te kunnen waarborgen, is de vraag of aan alle verplichtingen kan worden voldaan als er veel verkopers in de markt zijn. De historie leert dat uitstapgaranties weinig waard zijn bij illiquide beleggingen als beleggers dringen bij de uitgang.



Onzekerheid rondom nieuwe regels voor buffers van verzekeraars zet de aandelen van Delta Lloyd en Aegon tientallen procenten lager. Er moet snel meer duidelijkheid komen voor beleggers.

AANDEELHOUDERS VERZEKERAARS NOG MAANDEN IN ONZEKERHEID

An te weinig voorbereidings-tijd kan het niet liggen. De regelgever is al meer dan een decennium bezig met de zogeheten Solvency 2-regels die ervoor moeten zorgen dat verzekeraars te allen tijde voldoende buffers hebben om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen.

Maar vier maanden voordat de regels definitief worden ingevoerd, blijkt er grote onduidelijkheid of verzekeraars wel ruim genoeg in hun jasje zitten om de Solvency-test te doorstaan.

Toezichthouder De Nederlandsche Bank (DNB) vlooit nu door de de balansen van verzekeraars om alle risico's te begrijpen die samenhangen met de beleggingen en alle verplichtingen op polissen die ooit zijn verkocht. Tot eind dit jaar is onzeker of DNB de zogeheten "interne modellen" die verzekeraars gebruiken om bufferratio's te berekenen goed zal keuren.

Bij Delta Lloyd is het meest onzekerheid over de invoering van de nieuwe regels. Het aandeel halveerde nagenoeg in de weken nadat de cijfers werden gepubliceerd. In de kwartaalcijferpresentatie meldde ceo Hans van der Noordaa dat de Solvency 2-ratio 'slightly below the appetite range' was. Die bandbreedte is 140 tot 180 procent. Het percentage zal dus iets onder de 140 liggen. Voorheen ging Delta Lloyd uit van een percentage aan de bovenkant van de range. Zeg een ratio van tussen 170 en 180 procent.

De twaalf analisten die aanwezig waren bij de presentatie van de kwartaalcijfers hadden eigenlijk maar twee vragen: hoe kan de solvabiliteit in één kwartaal met 30 procentpunt dalen en wat gaat Delta Lloyd doen om de balans te verbeteren. Op beide vragen kwam geen antwoord.

Op de beleggersdag in december moet meer duidelijk worden, zo liet een bestuurder van het concern weten. Delta Lloyd kwam

ook niet met een plan hoe het de vermogenspositie wil verbeteren.

SPECULEREN

In de tussentijd speculeren beleggers over maatregelen die genomen zullen worden om de balans te repareren. De verkoop van risicovolle activiteiten is dan één mogelijkheid. De verzekeraar zou zijn belang van 30 procent in Van Lanschot kunnen verkopen of een deel van de BBB-obligatieportefeuille (leningen met een redelijke maar niet de hoogste kredietwaardigheid) kunnen liquideren. Gezien het risico van deze activiteiten, zal de verzekeraar hier nu relatief veel kapitaal voor moet aanhouden.

Ook zijn beleggers bang voor een dividendverlaging – Delta Lloyd heeft aangegeven het dividendbeleid te "herzien". Beleggers vrezen zelfs voor een verwaterende claimemissie. De schattingen door analisten van het extra kapitaal dat nodig is om de balans te versterken, lopen uiteen van nul euro tot 1,3 miljard euro. Deze enorme bandbreedte geeft aan dat ook de experts in het duister tasten.

Het is kwalijk dat het bestuur de zorgen over de zwakke balans niet kan wegnemen, maar het gebrek aan openheid is enigszins te begrijpen. Delta Lloyd zelf moet ook afwachten of toezichthouder DNB akkoord gaat met de intern gebruikte berekeningsmethodes en modellen. Ook blijkt uit bronnen van de zakenkrant *Financial Times* dat de toezichthouders verzekeraars verbieden te veel te vertellen over het goedkeuringsproces.

Alle verzekeraars kampen met onzekerheid, maar Delta Lloyd is er het ergst aan toe. Van concurrenten Achmea (ratio 208 procent) en ASR (190 procent) is de bufferratio waarschijnlijk hoog genoeg om aan de nieuwe eisen te voldoen. Maar Aegon zit ook in de gevarenzone.

AMERIKA HELPT AEGON

Aegon verloor in de drie weken na

DE MEESTE VERZEKERAARS ZULLEN PAS IN NOVEMBER EN DECEMBER OPENHEID VAN ZAKEN GEVEN. DAT IS EIGENLIJK ONAANVAARDBAAR

de cijferpresentatie een kleine 20 procent van zijn waarde. De Haagse verzekeraar verlaagde de bandbreedte waar de bufferratio zal uitkomen van 150 tot 200 procent (gemiddelde 175 procent) naar 140 tot 170 procent (gemiddelde 155 procent). Een daling van 20 procent punt dus.

Voor al in het Verenigd Koninkrijk – verandering van aanname in de spread die verdiend wordt op beleggingen – en Nederland – er dient meer kapitaal aangehouden te worden voor hypotheekbeleggingen – is de bandbreedte voor Solvency 2-percentages laag te noemen.

Maar de problemen van Aegon lijken aanzienlijk kleiner dan van Delta Lloyd, omdat eerstgenoemde veruit het grootste deel van de inkomsten uit de Verenigde Staten haalt. De nieuwe Europese verzekeraarsregels raken de Amerikaanse activiteiten van Aegon niet waardoor de stevige Amerikaanse cashflow de holding in kan blijven stromen.

Hierdoor kon het dividend zelfs worden verhoogd – van 11 cent naar 12 cent – en heeft Aegon zelfs de intentie om aandelen in te kopen zodra er meer duidelijkheid is over

de impact van Solvency 2. Alles bij elkaar lijken de nieuwe regels dus minder problematisch voor Aegon.

VERDIENMODEL AANGEVRETEN

De ellende op de koersborden maakt het opmerkelijk dat het in het tweede kwartaal operationeel helemaal niet zo slecht ging met Delta Lloyd en Aegon. De bedrijven verkochten veel verzekeringspolissen.

De vraag is wel in hoeverre maatregelen om Solvency 2 het hoofd te bieden beleggers pijn zullen doen. Bij een verwaterende emissie is dat direct duidelijk: toekomstige winsten moeten worden gedeeld met meer aandeelhouders.

De inkomsten van een verzekeraar bestaan uit het verschil tussen het rendement dat gemaakt wordt op beleggingen van ontvangen verzekeringspremies en de uitkeringen die gedaan worden. Als Delta Lloyd minder gaat beleggen in risicovolle obligaties, de aandelenportefeuille afbouwt of Van Lanschot de deur uit doet, zal dit de verdien capaciteit onder druk zetten.

Dit betekent mogelijk lagere winsten, minder dividend en een terugval in waardering. Hoewel de grootste vrees van beleggers in de zwakke balansen zit, speelt ook een mogelijk lagere verdien capaciteit mee als verklaring voor de lagere beurskoersen.

BELEGGEN IN HET DUISTER

Beleggers in verzekeraars, maar vooral in Delta Lloyd, investeren de komende maanden in aandelen waarvan ze de waarde niet goed kunnen inschatten. De meeste verzekeraars zullen pas in november en december openheid van zaken geven op geplande beleggersdagen. Dat is eigenlijk onaanvaardbaar. Verzekeraars en De Nederlandsche Bank zullen aandeelhouders meer duidelijkheid moeten geven over de scenario's waarmee zij rekening moeten houden als de nieuwe vermogensregels van kracht worden. Ruim drie maanden wachten op extra informatie is slecht, voor alle partijen.

VEB ONDERZOEK: BELEGGEN IN TIJDEN VAN BEURSPA

Het is maar weinig beleggers gegeven om stil te blijven zitten als beurzen crashen, ook al weten ze dat verkopen in paniek veel geld kost. Gelukkig is er een derde mogelijkheid die rust biedt en profijt brengt.

NMaandag 25 augustus was op het eerste gezicht een uitzonderlijke beursdag. Na een dag van heftige schommelingen en transactievolumes op recordniveau sloot de AEX ruim 5 procent lager, het verlies in jaren. Dat kan maar één ding betekenen: beleggers zochten weer allemaal op hetzelfde moment naar de uitgang. Die reactie komt niet als een verrassing; dat beleggers niet met risico om kunnen gaan, is al langer bekend.

De psychologen Daniel Kahneman

en Amos Tversky kregen de Nobelprijs voor onderzoek dat aantoonde dat de pijn van verliezen vele malen harder aankomt dan de geluksbeleving die volgt op winsten van dezelfde omvang. Beleggers die in paniek aandelen verkopen, proberen verdere verliezen op de korte termijn af te kappen. Maar zij vergeten dat er op de langere termijn een nieuw risico opduikt: het gevaar dat veel rendement wordt misgelopen als beurzen herstellen. Maar ook met die wetenschap blijft

NIEK



het ongelooflijk moeilijk om op de handen te blijven zitten op het moment dat de koersen hard naar beneden gaan. Gelukkig is er een manier om ook te anticiperen op beurspaniek zonder later op de blaren te hoeven zitten. Om duidelijk te maken hoe dat werkt, hebben we een kort onderzoek gedaan.

We berekenden de rendementen voor drie typen beleggers die in 2000 een ton aan belegd vermogen hadden. De momenten van paniek in het anderhalve decennium

dat volgde zijn bekend: de implosie van internetaandelen, de kredietcrisis in 2008 en een eurozone die bijna uit elkaar spatte.

DRIE BELEGERS

Belegger nummer één laat zich leiden door angst. Hij verkoopt zijn beleggingen als deze met meer dan 20 procent dalen, en koopt van de opbrengst veilige staatsobligaties. Een jaar later stapt deze "paniekbelegger" weer in.

De tweede belegger is het ja-

loersmakende type met ijswater in de aderen. Hij laat zich niet gek maken door een slagveld op beurzen, en blijft te allen tijde op zijn posities zitten. Dit is de buy-and-hold-belegger.

De derde belegger herweegt zijn portefeuille. Aan het eind van het jaar brengt hij de verhouding tussen beleggingscategorieën terug tot een vast streefpercentage. Stel dat hij streeft naar een verdeling van 70 procent aandelen en 30 procent obligaties. Na een jaar

dat obligaties beter presteren dan aandelen, zal het obligatiedeel een groter deel van de beleggingsmix beslaan dan de vooraf vastgestelde 30 procent. Om de uitgangspositie weer in ere te herstellen, moet hij een deel van de obligaties verkopen en de opbrengst in aandelen stoppen.

Herwegen is een strategie waarbij een belegger tegen de markt in handelt: beleggingen die in waarde zijn opgelopen worden immers geruild voor beleggingen

die waarde verloren. De jaarlijkse routine van herbalanceren kan een belegger een gevoel van rust geven als beurzen nerveus zijn. Beleggers hoeven zich niet druk te maken over de vaak sterk verschillende meningen van financieel experts over de richting van de markt, omdat zij toch maar één keer in het jaar posities aanpassen.

ZEER DURE PANIEK

In paniek handelen kost rendement. En niet zo'n beetje ook, blijkt uit onze exercitie. De paniek-portefeuille groeit in 15 jaar van een ton in euro's tot een kleine 145 duizend euro. De doe-niets-portefeuille groeit tot 183 duizend euro aan, terwijl de jaarlijks herwogen portefeuille in die jaren verdubbelt tot twee ton.

**IN PANIEK
HANDELEN KOST
RENDEMENT. EN
NIET ZO'N BEETJE
OOK, BLIJKT UIT
ONZE EXERCITIE**

Het grote verschil in rendement is eenvoudig uit te leggen: door in paniek uit te stappen, wordt herstelrendement misgelopen. Met het herstel van aandelen na de internetcrisis viel het wel mee, maar in het jaar na de kredietcrash, 2009, schoten alle beurzen wereldwijd met tientallen procenten de lucht in. Doordat paniekbeleggers dat jaar volledig in obligaties zaten, misten zij dit herstel.

De herwegingsportefeuille profiteert juist sterk door op het dieptepunt vol in aandelen te beleggen. Vanzelfsprekend profiteert ook de buy-and-hold-belegger van het herstel.

De eindwaarde van een beleggingsstrategie is belangrijk, maar de weg ernaartoe is voor veel beleggers minstens zo belangrijk. Het valt op dat het risico – gemeten naar standaarddeviatie, oftewel de bewegelijkheid van de jaarlijkse portefeuillerendementen – tussen de drie beleggingsstrategieën nauwelijks verschilt. De standaarddeviatie van de buy-and-hold-, de paniek- en de herweeg-portefeuille bedraagt respectievelijk 13,9 procent, 14,5 procent en 15,3 procent. Het verschil tussen de drie waarden is statistisch niet significant.

Waar een paniekbelegger pro-

beert risico te beperken door verliezen af te kappen, levert een strategie waarbij de belegger niets doet een vergelijkbare volatiliteit op. Als bonus is de eindwaarde van buy-and-hold-belegger ook nog een stuk hoger.

VERLIES

Het hogere risico valt ook terug te zien aan het zogeheten maximaalverlies-percentage, oftewel het jaar waarin procentueel het meeste verlies werd geleden. In 2008 verloor de paniekportefeuille circa 34

procent van zijn waarde tegenover circa 27 procent voor de andere twee portefeuilles.

In de jaren na het barsten van de ict-bubbel presteren aandelen sterk, waardoor de paniekbelegger begin 2008 – vlak voor de meest heftige dalingen van de beurs – voor bijna 80 procent in aandelen zit.

Bij de herweeg-portefeuille ligt dit percentage, per definitie, op 70. De buy-and-hold-belegger heeft een nog lager percentage belegd in aandelen, 65,4. Dit klinkt vreemd na al die jaren van stijgende koersen, maar het is goed te realiseren dat de buy-and-hold-belegger eerst een heftige rit naar beneden moest goedmaken. Zo was het percentage aandelen ten opzichte van de totale portefeuille eind 2004 slechts 54.

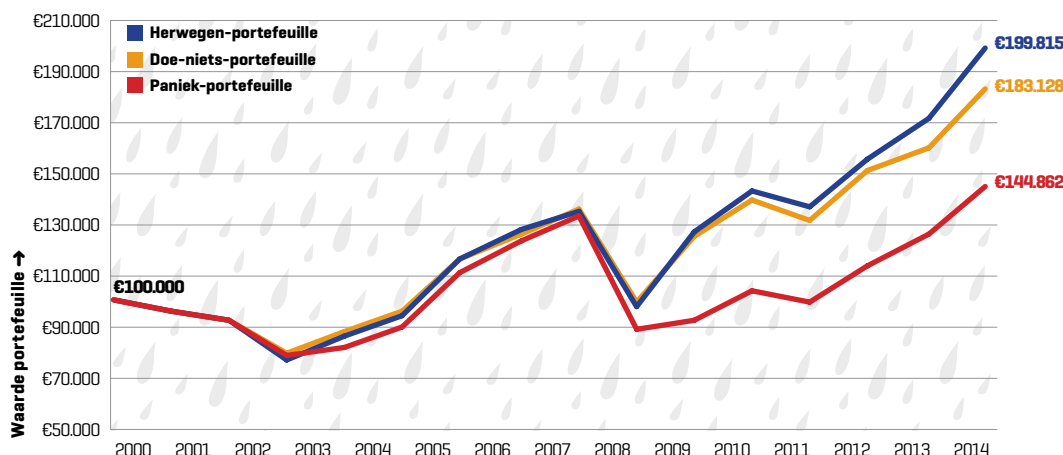
Door de hoge blootstelling aan aandelen wordt de paniekportefeuille het hardst geraakt in rampjaar 2008.

HERSTEL ESSENTIEEL

De analyse laat zien dat het onverstandig is voor een belegger om in paniek te raken. Hier past wel een kanttekening: het matige eindren-



IN PANIEK RAKEN KOST EEN BELEGGER TIENDUIZENDEN EURO'S





HERWEGEN IS EEN STRATEGIE WAARBIJ EEN BELEGGER TEGEN DE MARKT IN HANDELT

HET ONDERZOEK IN 2 MINUTEN

 Hoe moet een belegger handelen als de beurs crasht? Om die vraag te beantwoorden, berekenden we de rendementen van drie type beleggers: beleggers die niets doen ("buy and hold"), beleggers die hun portefeuille ieder jaar herbalanceren en beleggers die in paniek raken als de beurs fors daalt (meer dan 20 procent). De opbrengst stoppen zij op dat moment volledig in obligaties om een jaar later weer in de beleggingscategorie te stappen.

 Het startbedrag van de drie beleggers is een ton euro in 2000. Ook de startverdeling tussen beleggingscategorieën is hetzelfde: 70 procent aandelen en 30 procent defensieve Europese staatsobligaties. De categorie aandelen is weer onderverdeeld in de AEX-index (10 procent) de stxx 600-index (20 procent), de S&P 500-index (20 procent) en de

MSCI opkomende markten-index (20 procent).

 In paniek verkopen levert met afstand het beroerdste rendement op. De 'paniek-portefeuille' groeide van een ton euro in 2000 aan tot een kleine 145.000 euro eind vorig jaar [2,5 procent per jaar]. De doe-niets-portefeuille en de herweeg-portefeuille stegen tot respectievelijk 183 duizend euro [4,1 procent per jaar] en twee ton euro [4,7 procent per jaar]. Het verschil in risico tussen de drie strategieën is te klein om significant te noemen.

 In dit onderzoek zijn transactiekosten niet meegenomen. Door de sterk gedaalde handelsprovisies zullen rendementen niet significant veranderen. Desalniettemin zal de belegger die ieder jaar herweegt het meeste kwijt zijn aan provisies. Dit drukt het rendement iets.

dement wordt grotendeels veroorzaakt door slechts één jaar helemaal niet in aandelen te beleggen (hersteljaar 2009).

Als beurzen meerdere jaren achter elkaar flink dalen, zal de paniekportefeuille een superieure prestatie laten zien. Maar een analyse van de rendementen van de Amerikaanse S&P 500-index – die een langere koersgeschiedenis heeft dan de andere indices die we voor het onderzoek gebruikten – laat zien dat het niet vaak voorkomt dat beurzen meerdere jaren achter elkaar dalen. De S&P 500 daalde in de laatste eeuw slechts één keer vier jaar op rij – na de beurskrach van 1929 – twee keer drie jaar op rij – na recessie van 1939 en tijdens de internetbubbel – en één keer twee jaar op rij.

Bij alle andere correcties en crashes bleef de verliesperiode beperkt tot één jaar. Historisch gezien lopen beleggers die na een slecht jaar uitstappen dus een grote kans dat zij een snel herstel mislopen.

BUY-AND-HOLD

De buy-and-hold-portefeuille doet het aanzienlijk beter dan de paniek-portefeuille. Niets doen is dus beter dan verkopen. Buy-and-hold-beleggers komen het beste tot hun recht als beurzen onafgebroken doorstijgen. Als bijvoorbeeld aandelen sterk stijgen, neemt het gewicht in deze beleggingscategorie als vanzelf toe, waardoor volop geprofiteerd wordt als de koersen verder blijven stijgen. Het risico van de strategie is dat klappen hard aankomen als aandelen crashen.

Op de lange termijn levert de herweeg-strategie de beste rendementen op, zo leert deze analyse, en dit blijkt ook uit verschillende studies uit meerdere landen over verschillende tijdperiodes. Het aangename van de strategie is dat een belegger slechts één keer in het jaar tijd hoeft in te ruimen om de portefeuille te onderhouden. Een belegger maakt niet om wat er in de tussentijd gebeurt – euforie of paniek.

NU DOEN: TREF VOORBEREIDINGEN

Het hoofd koel houden tijdens een crash is het moeilijkste wat er is. Slechts een handjevol beleggers – waaronder grootheden als Warren Buffett, Peter Lynch, en John Templeton – hebben bewezen actief aandelen in te slaan als andere beleggers in paniek zijn.

John Templeton wist als geen ander dat het een psychologische kwelling is om het hoofd koel te houden als de wereld in de fik staat. Zijn nicht beschrijft in het boek *Investing the Templeton Way* hoe Templeton zich voorbereidde op panieksituaties. De prominente belegger had altijd een "wensenlijstje" van aandelen van bedrijven die goed gemanaged werden, maar waarvan hij de koersen [te] hoog vond. Templeton gaf zijn broker de opdracht om de aandelen op het wensenlijstje automatisch te kopen als de koers onder een bepaald koersniveau kwam. Vanzelfsprekend lag dit zogeheten stop loss-niveau ver onder de marktprijs bij het opstellen van het lijstje.

Door met een wensenlijst te werken, schakelde Templeton zijn emoties uit. Beleggers die jaarlijks herwegen, halen ook de emotie uit beleggingsproces. Zij worden door de regels gedwongen beleggingen die hard zijn opgelopen [duur] te ruilen voor aandelen die in waarde zijn gedaald [goedkoop]. In tegenstelling tot de paniekbelegger, die [impliciet] volgens een koop hoog, verkoop laag-principe belegt, houdt een belegger die herweegt vast aan het koop laag, verkoop hoog-principe.

De grootste bierbrouwers wisten de afgelopen jaren hun winsten op te schroeven door slimme overnames en uitbreiding naar opkomende markten. Het is de vraag of dat de komende jaren blijft lukken. Een duel tussen twee Europese grootmachten op de wereldbiermarkt: Heineken en Carlsberg.

HEINEKEN **vs.** CARLSBERG

HEINEKEN WINT VAN CARLSBERG

Omzettaaxatie '15
€20,3
MILJARD



Behalve concurrenten zijn Heineken en Carlsberg ook partners. De derde en vierde brouwer ter wereld – na Anheuser-Busch Inbev en SABMiller – namen in 2008 samen de Schotse brouwer Scottish & Newcastle over voor 7,8 miljard Britse pond. Heineken kreeg de activiteiten in het Verenigd Koninkrijk en India, terwijl Carlsberg het Russische deel van Scottish & Newcastle ontving.

Of de Denen nu nog gelukkig zijn met die verdeling valt te bezien. Door de overname werd de Rusland de grootste afzetmarkt voor Carlsberg na West-Europa. Het concern heeft 40 procent van de Russische

CARLSBERG HEEFT 40 PROCENT VAN DE RUSSISCHE BIERMARKT IN HANDEN



biermarkt in handen. Dat is met een de achilleshiel van Carlsberg: de biermarkt in West-Europa groeit nauwelijks en die in Rusland staat sterk onder druk doordat de dalende olieprijs de economie veel schade berokkent. Voor groei moeten brouwers echt in de opkomende markten zijn.

De Denen hebben sinds juni in Cees 't Hart een Nederlandse topman. Die begon met een winstwaarschuwing: de biermarkt in Rusland kromp in de eerste helft van dit jaar maar liefst met 9 procent, die in Oekraïne zelfs met 17 procent. En dan regende het ook nog eens in West-Europa. 't Hart grijpt hard in: er vallen ontslagen op het hoofdkantoor en bij de brouwerijen in alle regio's.

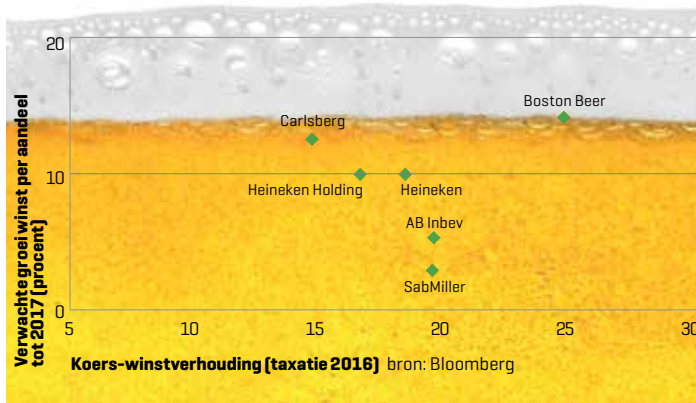
Wat meer zorgen baarde, was dat er nauwelijks positieve effecten waren van eerder doorgevoerde kostenbesparingen. Carlsberg verwacht voor heel 2015 een daling van de winst. Analisten verwachten een tamelijk sterke groei van de winst per aandeel bij Carlsberg, wat ook blijkt uit de positie van het aandeel in de puntenwolk op (deze) pagina. Waarschijnlijk gaat dit stipje de komende weken zakken, als de taxaties van deze professionele bedrijfsvolgers neerwaarts worden aangepast.

Het aandeel Carlsberg (genoteerd in Kopenhagen, fondscode CARLB) staat nu nog op 14,5 keer de gemiddeld verwachte winst voor het komende jaar en heeft een dividendrendement van 1,8 procent. Gezien de balans is het niet nodig dit bescheiden dividend nog verder te verlagen, maar een sterke groei zal er de komende tijd ook niet inzitten. Carlsberg is een aangeslagen aandeel dat beleggers misschien liever even laten 'uitzien'.

ONDERTUSSEN IN AMSTERDAM

Hoe anders is de stemming bij Heineken. Daar mocht de tap open toen onlangs bleek dat de Nederlandse

HOGE WAARDERINGEN VOOR BIERBROUWERS





brouwer in het eerste halfjaar meer bier verkocht en er bovendien meer aan verdiende. De nettowinst bedroeg 1,1 miljard euro, op een omzet van 9,9 miljard. De winst per aandeel ging met 19 procent omhoog.

Toch viel ook bij Heineken de verkoop in Europa wat tegen door de economische onzekerheid in Griekenland en Rusland. Heineken profiteerde sterk van gunstige wisselkoerseffecten, maar ook zonder dat effect zijn de resultaten goed. Voor de rest van 2015 verwacht Heineken meer bier te verkopen dan vorig jaar in dezelfde periode. De positieve valuta-effecten zwakken waarschijnlijk wel wat af, maar het is de verwachting dat de omzet en winst verder zullen groeien.

HEINEKEN'S KRACHT

Heineken doet het vooral goed in het premium-segment, met merken als Desperados, Affligem en Sol, en won marktaandeel in belangrijke markten als Nederland en de Verenigde Staten. Sterke groei was er in de opkomende markten in Azië, Afrika, het Midden-Oosten en Latijns-Amerika.

HEINEKEN DOET HET VOORAL GOED IN HET PREMIUM-SEGMENT EN WON AANDEEL IN BELANGRIJKE MARKTEN

In de opkomende markten van China, Brazilië en Vietnam groeit Heineken met dubbele cijfers. Alleen in Rusland gaat het ook voor Heineken moeizaam, hier daalde de omzet in de eerste helft van 2015 met 10 procent. Heineken wil nog groter worden in opkomende markten, onder meer door het belang in de Indiase joint venture United Breweries uit te breiden. Dat lijkt goed nieuws, hoewel ervoor gewaakt moet worden dat men te veel betaalt. In juli werd al wat bijgekocht, nu wordt naar verluidt gesproken over een belang van 32 procent dat in handen is van de zoon van de oprichter van de Indiase brouwer. Heineken heeft nu 43 procent van de aandelen. Het zou een goede uitbreiding zijn: de Indiase biermarkt groeit ook snel.

Behalve van de sterke dollar profiteert Heineken ook nadrukkelijk van de lage rente. De netto rentelasten kwamen in de eerste helft van dit jaar op 167 miljoen euro, tegen 209 miljoen vorig jaar. De gemiddelde rentevoet was 3,2 procent, tegen 4,0 procent in 2014. Met een totale schuldpositie van 11,5 miljard euro tikt een dalende rente lekker aan.

Het is duidelijk dat Heineken de recente overnames beter verteerd heeft dan Carlsberg. Beleggers waarderen dat door een vrij hoge koers-winstverhouding van ruim achttien. Maar gezien de groeikansen en de stabiele winstontwikkeling is dat terecht.

MOOI ALTERNATIEF

Het andere Heineken

Wie de aandelen Heineken duur vindt, kan kiezen voor de minder verhandelde aandelen Heineken Holding. De Holding vormt een beschermingsconstructie: Heineken Holding NV wordt gecontroleerd door de familie Heineken en heeft een belang van iets meer dan 50 procent in het Heineken uit de AEX. De Holding heeft verder geen activiteiten en ook geen schulden, zodat de winst per aandeel en het dividend gelijk zijn aan die van de gewone aandelen Heineken. Alleen de koers is lager, doordat er minder handel is. Het gewone Heineken zit in allerlei indices en is een actief optiefonds. Dat is de holding niet. Maar dat zijn zaken die een belegger met een langetermijnvisie weinig kunnen schelen. Momenteel ligt de koers van een aandeel Heineken Holding zo'n 12 procent onder die van het gewone aandeel. Dan is de koers-winstverhouding geen 18,2 maar 16,6 en het dividendrendement geen 1,6 maar 1,8 procent. Als Heineken interessant is, is Heineken Holding dat helemaal.

10-PUNTEN-CHECK

HEINEKEN		CARLSBERG
Niet spectaculair, verwachte groei is 2%	1 GROEIKANSEN	Omzetgroei is laag, vooral door Rusland
Goed, EBITDA-marge boven 20%, neemt toe	2 WINSTGEVENDHEID	EBITDA-marge ligt rond 20%, blijft stabiel
Solide: nettoschuld is 2,6 maal verwachte EBITDA	3 BALANS	Iets zwakker: nettoschuld is 3 maal verwachte EBITDA
SABMiller zou wel willen, maar dan moet de familie om	4 KANS OP OVERNAME	Niet uitgesloten
Heineken is al jaren een uiterst solide aandeel	5 RISICO'S	Carlsberg heeft als aandeel wat meer risico's
1,6 procent is geen vetpot	6 DIVIDENDRENDEMENT	1,8 procent, ook niet heel scheutig
18,2 keer de verwachte winst 2016	7 WAARDERING AANDEEL	14,5 keer de verwachte winst 2016
Neutraal: 13 kopen, 18 houden, 4 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Neutraal: 7 kopen, 12 houden, 15 verkopen
Positief, het aandeel loopt sinds 2009 gestaag op	9 TECHNISCH BEELD	Neutraal, maar het aandeel komt per saldo de laatste 5 jaar niet vooruit
Mooie halfjaarcijfers, verdere margeverbetering te verwachten	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Winstwaarschuwing en geplande reorganisatie schaden beleggersvertrouwen
Op dit moment lijkt Heineken aantrekkelijker	CONCLUSIE	Waardering is lager, want het is de vraag of de turnaround slaagt

DRIE KANSRIJKE AANDELEN

ALS DE OLIEPRIJS GAAT STIJGEN

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

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

Alle bedrijven in de energiesector zuchten onder de lage olieprijs. Maar sommige ondernemingen kunnen de malaise beter aan dan andere. Welke aandelen maken volgens enkele bekende beleggers kans om snel te profiteren van een eventuele opleving van de olieprijs?

Beleggers in oliebedrijven beleven zware tijden. Veel kleinere energiebedrijven hebben al noodgedwongen hun dividend geschrapt en zelfs oliemajors als Shell, Total en BP zullen moeite hebben voldoende kasstroom te genereren om het dividend in stand te houden. Shell bijvoorbeeld zal zelfs geld moeten lenen om het riant dividend aan de aandeelhouders te betalen.

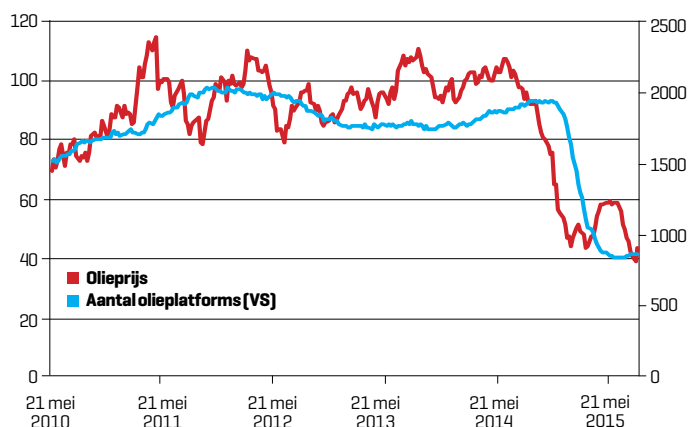
Oorzaak voor de zorgen in de sector is uiteraard de olieprijs die dieptepunt na dieptepunt raakt. En dat heeft gevolgen voor de hele keten van bedrijven die betrokken zijn bij oliewinning. Grote oliebedrijven stellen investeringen uit en zetten daarmee de bedrijven die olieplat-

forms bouwen voor het blok, evenals de ondernemingen die helpen bij het opsporen van nieuwe olie- en gasbronnen.

De hele keten heeft last van de lage olieprijs en toch kan een aantal olie- en gasbedrijven op fundamentele gronden wel degelijk een aantrekkelijke belegging zijn. Het gaat om ondernemingen die het meest zouden kunnen profiteren bij herstel van de olieprijs. Wij lichten drie bedrijven uit waarvan de aandelen volgens de beleggingsstrategie van een aantal van 's werelds meest bekende beleggers aantrekkelijk geprijsd en kansrijk zijn om te profiteren van herstel. Mocht de olieprijs nog lange tijd laag blijven, dan zullen ook deze bedrijven zware tijden gaan doormaken.

SIAMESE TWEELING

Aantal actieve boorplatformen daalt, met vertraging, even dramatische als de olieprijs



Bron: Bloomberg 1 september 2015

1. JOHN WOOD

Geprezen om slagvaardigheid

John Wood, de Britse dienstverlener aan de olie- en gasindustrie, werd half augustus gecompimenteerd door de schrijvers van de vermaarde Lex-column in de *Financial Times*. De FT-columnisten waren onder de indruk van de gestegen winstmarges van het concern ondanks de gedaalde olieprijs.

De basis van het succes is bezuinigen. John Wood heeft het personeelsbestand in een jaar met 20 procent uitgedund. Goed op de kosten letten is echter niet het hele verhaal. Het bedrijf richt zich ook meer op de zogeheten *on shore*-contracten. Bij deze activiteiten op land in plaats van zee heeft het bedrijf meer zicht op het behalen van omzet.

John Wood denkt het dividend de komende drie jaar met dubbele cijfers te kunnen laten groeien. Het huidige dividendrendement van ruim 3 procent is lager dan dat van de concurrenten, maar de groei moet dat verschil gaan goedmaken. Op dit moment keert John Wood maar een kwart van de winst als dividend uit. Dat biedt genoeg ruimte om de betaling de komende jaren door te zetten. Met een netto schuld ten opzichte van het bedrijfsresultaat (ebitda) van minder dan 1 keer is de hefboom ook zeer beperkt. In normale tijden heeft John Wood een relatief aantrekkelijk groei- en risicoprofiel. Het zijn echter geen normale tijden, de lage olieprijs doet dus ook hier pijn. Toch heeft John Wood tot dusver de daling van de olieprijs sterk gepareerd. De grote sprong voorwaarts zou moeten komen als de olieprijs weer herstelt.

AANTREKKELIJK VOLGENS TOPBELEGERS

Het aandeel John Wood prijkt op het favorietenlijstje van hedge-

fondsmanager Joel Greenblatt. "Om aandelen te selecteren kijkt hij naar twee variabelen; de earnings yield en het rendement op het eigen vermogen (roic). John Wood heeft een relatief hoge earnings yield (ongeveer het omgekeerde van de koerswinstverhouding), wat betekent dat het aandeel goedkoop is. Bij de roic wordt de operationele winst (ebit) afgezet tegen de vaste kapitaalgoederen (machines en voorraden) die op de balans staan. John Wood heeft maar weinig vaste kapitaalgoederen op de balans, wat zorgt voor een hoog rendement op het eigen vermogen, ruim 50 procent. Dergelijke fundamentele waarden maken het aandeel ook aantrekkelijk volgens de beleggingsstrategie van David Dreman. Een relatief lage koerswinstverhouding van 12, lage schulden tegenover het eigen vermogen en een dividendrendement van meer dan 3 procent zijn redenen waarom het aandeel op de lijst staat. Dankzij het relatief hoge en stabiel stijgende dividend de laatste jaren is het aandeel ook volgens de methode van dividendbelegster Geraldine Weiss aantrekkelijk. Daarbij is voldoende ruimte om de payout ratio op te trekken, iets wat het management van John Wood ook van plan is te gaan doen.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Analisten zien John Wood in beginsel als een mooi aandeel. Het relatief aantrekkelijke groei- en risicoprofiel wordt echter door de olieprijs tenietgedaan, wat voor terughoudendheid zorgt. Met 7 koopadviezen, 3 houdadviezen en 4 verkoopadviezen is de stemming gematigd positief met een gemiddeld koersdoel dat nauwelijks boven de huidige koers ligt.

Bedrijf	2015	2016	2017
John Wood Group PLC			
K/W	12,14	13,15	11,88
EV/Ebitda	7,86	8,47	7,88
Dividendrendement %	3,10	3,37	3,68
Royal Dutch Shell PLC			
K/W	12,35	10,70	8,57
EV/Ebitda	4,68	3,94	3,41
Dividendrendement %	7,35	7,31	7,40
Ensc PLC			
K/W	4,32	7,21	11,06
EV/Ebitda	4,50	5,72	6,87
Dividendrendement %	3,42	3,41	3,74

Bron: Bloomberg 1 september 2015

2. ROYAL DUTCH SHELL

Voorlopig een stevig dividend

Net als andere olie- en gasbedrijven kan ook het grote Shell zich niet onttrekken aan de gevolgen van de forse daling van de olieprijs. Door de gedaalde koers van het aandeel Shell is het dividendrendement opgelopen naar een dikke 7 procent over dit jaar. Hoge dividendrendementen zijn vaak een teken dat er meer risico's worden gelopen. Dat geldt ook voor Shell, want CEO Ben van Beurden mag dan een krachtige dividendbelofte hebben afgegeven, uit de kasstroom kan het bedrijf dit dividend naar verwachting niet betalen. De olieprijs moet op termijn omhoog of het dividend zal een keer moeten zakken.

Shell moet geld lenen om het royale dividend te betalen. Met de degelijke balans kan het bedrijf prima geld bijlenen. Wel zal ook de 70 miljard dollar kostende overname van het Britse BG zijn weerslag hebben op de balans. Toch heeft Shell sinds 1943 het dividend niet verlaagd en met de dividendbelofte van Van Beurden hoeven beleggers voorlopig niet te vrezen dat dit wel gaat gebeuren. De oplossing moet op termijn komen in de vorm van een hogere olieprijs.

INTERESSANT VOOR DREMAN

Kopen wanneer aandelen uit de mode zijn is wat topbelegger David Dreman doet. Hij gaat op zoek naar ondergewaarde aandelen en Shell voldoet nu aan zijn criteria. Een relatief lage koerswinstverhouding van 12 keer de winst voor 2015 en een dividendrendement van dik 7 procent zijn belangrijke redenen om het aandeel interessant te vinden. Beleggers die Shell bij het huidige dividendrendement kopen, verdienen in tien jaar ruim 70 procent van hun investering terug. Ook de degelijke balans van Shell is reden om het aandeel te durven oppakken. Die balans gaat weliswaar opgerekt worden, maar dat zou voorlopig geen probleem moeten opleveren.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Shell kan ondanks de gedaalde olieprijs nog steeds rekenen op veel positiviteit van analisten. Het hoge dividendrendement en de overname van BG Group maken sommige analisten erg enthousiast. Liefst 19 analisten hebben een koopadvies op het aandeel. Daarbij zien zij gemiddeld genomen de koers van het aandeel ruim de 30 euro passeren, dat is ongeveer 35 procent koerspotentieel.

3. ENSCO

Spotgoedkoop, maar alleen voor durfalten

Stel u voor, u heeft een snelle boot van 300 miljoen dollar waarmee u weinig anders kunt doen dan rondobobben op open zee met goedbetaald onderhoudspersoneel en de motor draaiend. Precies die situatie doet zich voor in de olie-offshoresector. De Golf van Mexico en de Cariben zijn de parkeergarages geworden van grote offshorebedrijven als Transocean en Enscó, parkeerplekken van 70 duizend dollar per dag. Het is kiezen voor deze bedrijven: of parkeren of naar de schroothoop. Dit dilemma is ontstaan toen de verwachte olieboom uitbleef en het tegenovergestelde realiteit werd, met een enorme overcapaciteit als gevolg.

En het lijkt nog erger te worden, ook voor Enscó. Onlangs besloot oliegi-gigant ConocoPhillips te stoppen met boren in de diepzee vanwege de lage olieprijs. ConocoPhillips annuleerde een driejarig contract met Enscó voor 550 duizend dollar per dag. Een schadevergoeding van 400 miljoen dollar voor contractbreuk helpt Enscó enigszins, maar daarmee zijn niet alle gederfde kosten gedekt. Onzekerheid over andere toekomstige opdrachten houdt aan. Riskant is ook dat eenderde van de omzet en bijna de helft van het orderboek afkomstig zijn van slechts twee klanten met geen al te beste reputatie, BP en Petrobras. Tegen die laatste loopt een onderzoek naar omkoping bij een door Enscó overgenomen bedrijf rond een contract met Petrobras.

Ondanks de tegenslag weet Enscó zich goed staande te houden ten opzichte van concurrenten. Het bedrijf kan de laatste kwartalen steeds relatief goede prestaties overleggen. De aandacht ligt op het uitvoeren van bestaande overeenkomsten en het verlagen van de kostenstructuur. Dat de koers niet steeg op de goede kwartaalresul-

taten was dan ook volledig toe te rekenen aan de angst rondom de vermeende smeergeldaffaire met Petrobras. Toch biedt dit wel kansen als de problemen bij Petrobras voorbij zijn en Enscó snel kan profiteren van een herstel bij zijn grootste klanten. Gezien de vele onzekerheden is het aandeel alleen geschikt voor durfalten.

IN DE WEISS-SELECTIE

Voor dividendbelegger Geraldine Weiss zijn waardering en vooral dividend belangrijk om een aandeel aantrekkelijk te vinden. Met een koers-winstverhouding van 4 en op een half keer de boekwaarde geldt Enscó als spotgoedkoop. De lage waardering komt voort uit de koers die in recordtempo gezakt is dankzij de olieprijs. Olieplatformbedrijf Enscó en concurrent Transocean behoren tot de slechtst presterende aandelen in de S&P 500-index. Enig voordeel is dan nog dat Enscó dividend betaalt, hoewel nog maar een vijfde van wat het eerder was, en Transocean niet.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Analisten zijn sceptisch over het aandeel. Met slechts 3 koopadviezen, 21 houdadviezen en 11 verkoopadviezen en een koersdoel net 2 procent boven de actuele koers is er weinig perspectief. Het aandeel is spotgoedkoop. Wie nu instapt moet hopen op een snel herstel van de olieprijs.

MEER
INFORMATIE OVER
KANSRIJKE AANDELEN
EN STRATEGIEËN VAN
TWAALF WERELDWIJDE
TOPBELEGERS:
VEB.NET/FORMIDABEL

KENNIS- ECONOMIE EN STUDIE- SCHULD

door Paul
Frentrop



Een van de oudste gebouwen in Holland, de Sint-Adelbertabdij in Egmond, werd in 1573 op bevel van Willem van Oranje geplunderd en verwoest. Ja, het zijn niet alleen de fanatici van Islamitische Staat die oude monumenten vernietigen. De watergeuzen die Nederland tot een natiestaat hielpen maken, opereerden niet zachtzinniger dan de islamitische strijders van tegenwoordig. Maar daar wil ik het niet over hebben. Ik dacht aan dit stukje vaderlandse geschiedenis omdat per 1 september de basisbeurs is afgeschaft. En omdat met de buit van Egmond de oprichting van de eerste universiteit in Nederland is bekostigd. Die in Leiden. Dat deed me weer denken aan de vraag waarom de overheid eigenlijk universiteiten financiert.

Een veelgemaakte denkfout is in dit verband de volgende: rijke landen hebben hoogopgeleide inwoners. Dus door meer mensen hoger op te leiden wordt een land rijker. Die denkfout schuilt achter de term 'kenniseconomie'. Zij is analoog aan de drogredenering dat in moderne steden wolkenkrabbers staan, dus dat je land modern wordt als je wolkenkrabbers bouwt. Veel machthebbers in derdewerldlanden geloven dat.

Van oudsher hadden heersers om hun rijk te besturen dienaren nodig die konden schrijven. Die mensen noemen we tegenwoordig ambtenaren. Universiteiten werden gesticht om hen op te leiden. Willem van Oranje wilde een 'eigen' universiteit omdat Leuven, de dichtstbijzijnde, in Spaanse handen was. Hij wilde zelf ambtenaren (én dominees) opleiden. Al snel kwam de medicijnenstudie erbij, want artsen waren ook nuttig, en Boerhaave verwierf wereldfaam. Weer later werden in Leiden bestuursambtenaren voor Indië opgeleid, reden waarom de universiteit een manège had. Die ambtenaren moesten immers paardrijden.

Zelf denk ik dat het goed opleiden van jonge mensen om heel andere redenen van belang is. Om politieke redenen. Want een democratie is een fragiel politiek systeem en kan alleen bestaan bij de gratie van redelijk denkende burgers en verstandige leiders. Zulke burgers en leiders worden niet geboren. Die moet je maken. Daartoe zijn universiteiten nodig en volgens die gedachte is het in stand houden van een universiteit een noodzakelijke langetermijninvestering voor een democratische overheid. Vandaag de dag overheerst echter de mening dat een universitaire opleiding nodig is om later een goede baan te kunnen krijgen. Dan is een opleiding een kortetermijninvestering die het individu in de toekomst geld oplevert. In die visie vervult een universiteit geen maatschappelijke taak en is de afschaffing van de basisbeurs een logische eerste stap.

A portrait of Kurt Staelens, a middle-aged man with grey hair and glasses, wearing a dark blue suit jacket over a light blue shirt. He is standing in a shoe store with shelves of various shoes in the background. His arms are crossed.

Aanhoudende verliezen hebben retailconcern Macintosh afgelopen jaren gedwongen tot een permanente uitverkoop van bedrijfsonderdelen. Eind dit jaar moet de onderneming schuldenvrij zijn en kan er weer aan groei worden gewerkt. Kurt Staelens, ruim een jaar in functie als topman, legt uit hoe dat moet gaan verlopen.

12 VRAGEN AAN
MACINTOSH-TOPMAN

KURT STAELENS

'Retail is ons vak' is al jaren het motto van Macintosh. Toch het lijkt erop dat het bij de houdstermaatschappij van onder meer Manfield en Kwantum de afgelopen jaren niet zozeer draaide om verkoop in de winkels als wel om verkoop van de winkels. Het concern is in de crisis in stappen namelijk steeds kleiner geworden en aan het verder inkrimpen lijkt nog geen einde te zijn gekomen.

Eerst gingen in 2011 de telefoonwinkels van Belcompany eruit, toen de Franse woonwinkels van GP Décors en in 2013 werd de fietsen automaterialenketen Halfords overgedaan aan het management om vervolgens failliet te gaan. Onder de vorig jaar aangetreden bestuursvoorzitter Kurt Staelens is de verkoopwoede doorgegaan. Begin dit jaar verkocht hij onderdeel Nea International, terwijl woonketen Kwantum en alle Britse activiteiten in de etalage worden gezet. Het is de bedoeling nog dit jaar tot verkoop te komen.

Bij elke desinvestering klonk het dat het bedrijf zich op zijn kernactiviteiten zou gaan richten. Dat is ook nu de boodschap van Staelens. Na een omvangrijk veranderproces staat er straks een nieuw, schuldenvrij Macintosh dat zich puur richt op schoenenverkoop in de Benelux. Een bedrijf dat de middelen heeft om het maximale te halen uit de combinatie van online en offline. In twaalf vragen schetst de Belg in Nederlandse dienst hoe deze nieuwe toekomst vorm moet krijgen.

1 U bent ruim een jaar bezig. Is de omvang van de klus die u moet klaren u tegengevallen?

"Ik heb aangetroffen wat ik had verwacht: een organisatie die voor een enorme transformatie stond. Dat is een grote uitdaging, maar die uitdaging is voor mij ook de belangrijkste reden dat ik hierheen ben gekomen. Het is juist die transformatie die mij boeit. We hebben vier zware programma's lopen: we ontwikkelen nieuwe

winkelconcepten, een crosschannelstrategie, we doen desinvesteringen en tegelijk wordt de organisatie geherstructureerd."

2 Uw ingrijpendste beslissing tot nu toe was inzetten op alleen schoenenwinkels in de Benelux en de andere activiteiten te verkopen. Waarom deze keuze?

"Dat doen we allereerst om de balans gezonder te maken. De nettoschuld was eind vorig jaar bijna veertien keer de bedrijfswinst, dat is niet houdbaar. Na de desinvesteringen zijn we straks bijna schuldenvrij. Daardoor kunnen we onze investeringen versnellen. We kunnen dan kapitaaluitgaven doen en investeren in ons transformatieprogramma. Tenslotte zijn investeringen in de Benelux veel rendabeler dan in Engeland omdat we hier marktleider zijn."

3 Om wat voor investering gaat het dan?

"Wij zijn bezig met de ombouw van onze winkels en dat en hebben daarmee al een aantal mooie resultaten behaald. Bij de nieuwe Manfield-winkels is de omzet met 14 procent gestegen. Het is nu wel nog een kleinschalige actie, het gaat bijvoorbeeld om twaalf nieuwe Manfields, maar de informatie die we verzamelen kunnen we straks goed gebruiken als het geld voor investeringen beschikbaar is."

4 Het gaat dus nog wel even duren voor het bedrijf een positieve kasstroom heeft?

"Er komt straks voldoende lucht, maar we gaan niet alle winkels ombouwen. De totale omzet van schoenen in Nederland is in drie jaar gedaald van 2,2 naar 1,9 miljard euro. Door de hevige concurrentie en de prijsdruk die daarbij hoort, zien we dat voorlopig niet veranderen. Er komt wel een ver-

schuiving van offline naar online en de krimp bij offline zal sterker zijn op de minder goede winkellocaties dan op de toplocaties. We gaan heel efficiënt investeren."

5 U zet sterk in op het combineren van online verkopen met fysieke winkels, de zogenaamde cross-channelstrategie.

Wat is de succesfactor die u heeft in vergelijking met echte webwinkels die jaren op u voorlopen?

"Zij zijn wat betreft online marketing inderdaad veel verder maar ik denk dat wij heel vlug slagen aan het maken zijn. Naast online hebben we 550 winkels in de Benelux. Daar krijgen klanten gratis levering, kunnen retouren worden ingeleverd en krijgen ze ook nog eens betere service dan bij een pure online speler. Dat is wat ons onderscheidt van pure online winkels."

6 U refereerde eerder al aan de moeilijke tijden voor de schoenenbranche. Heeft dat nog gevolgen voor het desinvesteringstraject?

"Nee, die verkoopprocessen verlopen positief, nog dit jaar verwachten wij ze allebei af te ronden. We surfen mee op het positieve marktsentiment. Op dit moment is de verwachting dat we nagenoeg schuldenvrij worden."

7 Hoe lang gaat het proces van ombouw daarna nog duren? Wanneer daalt het stof bij Macintosh echt neer?

"We hebben al een aantal mooie resultaten, maar de weg is nog heel lang en de transformatieprojecten moeten dit jaar en in 2016 en 2017 verder worden uitgerold. Daarbij houden we offline een uitdaging op de minder goede winkellocaties. We voeren huuronderhandelingen waarmee we flinke kortingen binnenhalen. Dat is een proces dat de komende twee jaar niet zo-





maar zal stoppen. Verder zetten we enorm in op meer flexibiliteit van onze leveranciers. Dat bestond in het verleden niet. Wij moesten vorig jaar nog honderd procent van onze voorraad voor het seizoen bestellen. Nu hebben we de mogelijkheid om een deel voor het seizoen te bestellen en een deel erin. Dat spel is heel recent begonnen, omdat zij door faillissementen hun markt uit elkaar zien vallen. Dat is ook iets wat wij alsmaar verder zullen uitrollen."

8 Zijn al deze veranderingen uiteindelijk door u ingezet, of bewoog Macintosh al die kant op?

"Het bedrijf heeft de afgelopen vijf jaar te maken gehad met een enorme vermindering van de kasstroom. Dat betekent dat je minder kunt investeren. Maar het afknijpen van investeringen in marketing, schoen kwaliteit en nieuwe schoenconcepten kun je maar een paar jaar doen. Als je hier in 2010 zat hoopte je waarschijnlijk dat de markt in 2011 zou herstellen. Het bleek langer te duren. Bij de herfinanciering vorig jaar hebben wij een nieuw strategisch plan met de raad van commissarissen en de aandeelhouders besproken en een aantal beslissingen van daarvoor teruggedraaid."

9 U zei onlangs tegen analisten dat u kijkt naar consolidatiemogelijkheden. Wat bedoelde u daarmee?

"In de schoenenbranche is op dit moment nog een overcapaciteit van 25 procent. Wij zien voor onszelf wel een rol in het consolideren van deze markt en zijn aan het kijken in welke mate wij tot strategische samenwerkingen of fusies kunnen komen."

10 Als het komt tot een fusie is deze dan zo groot dat u de toestemming van aandeelhouders nodig heeft?

"Ja, zeker. Over het algemeen bieden grote partijen meer mogelijkheden op het gebied van kostenvoordelen en synergie dan kleine partijen. Lagere kosten en synergie zijn cruciale factoren."

11 De koers van het aandeel Macintosh is gezakt van acht euro toen u aantrad naar ruim twee euro nu. Zien beleggers het verhaal van de komende wederopstanding van Macintosh nog niet?

Op een bepaald moment hadden zoveel verschillende factoren invloed op de resultaten dat wij besloten hebben voor dit jaar geen resultaatverwachtingen af te geven. Denk dan aan de desinvesteringen, de transformatie, de faillissementen in de markt, een warme herfst. Wij zijn ervan overtuigd dat het transformatieproces rendement gaat opleveren. Als we als managementteam eenmaal een bepaalde geloofwaardigheid hebben gekregen door te tonen dat we doen wat we zeggen en door realistische resultaatverwachtingen te bieden, dan moet de beurskoers kunnen corrigeren."

12 Macintosh is uw vijfde werkgever in tien jaar na Telenet, de luchthaven van Brussel, Neckermann en Belgacom. Blijft u bij Macintosh langer dan in die andere banen?

"Ik denk dat ik iemand ben die aangetrokken wordt door het transformatieproces. Een bestuursvoorzitter heeft in principe vier jaar de tijd. Ik ben van plan om mijn mandaat uit te dienen daarna moeten we kijken of er voor een volgende termijn ook een transformatieproces aan vastgeknoot kan worden en of ik voor de volgende vier jaar ook de juiste bestuursvoorzitter op de juiste plaats ben."

Speciale situaties als beursintroducties, inkoop van eigen aandelen en afsplitsingen kunnen op veel belangstelling van beleggers rekenen. Aanbieders van indexfondsen spelen daar handig op in.

FONDSBELEGGEN IN BEURSGANGEN, AANDELENINKOOP EN SPLITSINGEN

SPECIALE MANDJES



Etf's, beursgenoteerde indexfondsen, zijn uitgegroeid tot de haarlemmerolie onder de beleggingsfondsen. Of het nu gaat om beleggen in beursintroducties, bedrijfssplitsingen of bedrijven die veel aandelen inkopen: beleggers kunnen op vrijwel iedere situatie inspelen via de aanschaf van een tracker. Het voordeel van een dergelijke route boven de aanschaf van individuele beleggingen moge duidelijk zijn. Door mandjes te kopen tegen lage kosten vallen de risico's beter te spreiden. Maar in welke bedrijven en regio's beleg je als je een 'speciale situatie'-etf aanschaf? En hoe presteren ze? Een paar mogelijkheden bekeken voor deze speciale situaties.

VOOR VRIJWEL IEDERE SPECIALE SITUATIE OP DE BEURS HEBBEN AANBIEDER WEL EEN ETF IN DE AANBIEDING

1. Ipo-trackers: EEN CHINESE KWESTIE

Bedrijven die naar de beurs komen, kunnen rekenen op warme belangstelling van veel beleggers. Dat is mede te danken aan de goede koersprestaties die nieuwkomers tijdens de eerste dagen op de beurs hebben laten zien. Na de wittebroodsdagen gaat het met veel aandelen allengs minder soepel. Langjarig onderzoek in de VS toont aan dat veel beursnieuwelingen in de drie tot vijf jaar na introductie slechter presteren dan de aandelen van vergelijkbare bedrijven.

First Trust, de bedenker van de First Trust International IPO-etf, omzeilt die resultaten gewiekt in de

informatie over deze tracker. De aanbieder schrijft dat een goedgespreide portefeuille van beursnieuwelingen op lange termijn voor een positief rendement kan zorgen, een nogal gratuite boodschap. De tracker van First Trust kopieert de beleggingen in de IPOX International Index, een mandje bestaande uit de aandelen van de vijftig grootste, buitenlandse (lees: niet-Amerikaanse) nieuwkomers op de beurs. Echt in IPO's beleggen is er niet bij. Nieuwkomers worden op de vijfde dag na een beursgang gekocht en na 1000 dagen beursbestaan weer uit de index verwijderd.

Beleggen in deze IPO-tracker betekent de komende jaren vooral beleggen in China. Veertig procent van het geld in deze tracker wordt gestoken in recent beursgenoteerde

Chinese internetbedrijven (Alibaba, JD.com), Chinees vastgoed (China Vanke) of Chinese kernenergie (CGN Power). Die blootstelling aan China pakte de laatste maanden desastreus uit. Sinds de lancering van de International IPO-etf in november 2014 is de koers van de tracker met meer dan 13 procent gedaald, vooral door forse klappen in de laatste drie maanden. Schrale troost: de bekendste wereldwijd beleggende index buiten de VS, de MSCI World ex US, deed het in die periode nauwelijks beter. Europese beleggers zien hun verlies ook nog gedempt doordat dit fonds in sterke dollars noteert, waardoor het verlies in euro's lager uitvalt.

ANDERE OPZET

Ook aanbieder Renaissance heeft een International IPO-etf in het assortiment en ook die zit dik in Chinese waar, zij het minder dan de etf van First Trust. Dat komt vooral omdat Renaissance alleen bedrijven selecteert die recent debuteerden op een beurs buiten

de VS. De mega-beursgang van Alibaba op de Nasdaq valt daardoor af. Dat bedrijf zit dan wel weer in een andere tracker, de Renaissance IPO-etf die zich vooral richt op Amerikaanse beursgangen. Bijna de helft van het beleggingsgeld in de internationale etf gaat naar Europa, bijvoorbeeld naar Altice, het Franse kabelbedrijf dat sinds januari vorig jaar aan de beurs in Amsterdam genoteerd is.

De IPO-tracker van Renaissance is sinds oktober 2013 op de markt. Tot juni dit jaar presteerde de etf goed met een rendement van meer dan 20 procent. Die stijging is afgelopen maanden vrijwel helemaal verdwenen door de beursdalingen wereldwijd en vooral in China.

MEERWAARDE

Beleggen in beursnieuwelingen is geen aanrader, wat vraagtekens oproept over de meerwaarde van dit type etf's. Bovendien bieden ze vooral blootstelling aan China en zijn de etf's niet echt goedkoop.

LET OP: DE HIER BESCHREVEN ETF'S ZIJN VAAK VAN BESCHIEDEN OMVANG EN WORDEN WEINIG VERHANDELD. SNEL IN- EN UITSTAPPEN KAN EXTRA KOSTEN MET ZICH MEEBRENGEN

cent van de uitstaande aandelen in het afgelopen jaar – zijn veel bedrijven uit de IT- en consumentensector te vinden. Bij de iShares-tracker zijn IT-bedrijven als Juniper, Polycom en Tivo goed vertegenwoordigd. De eventuele keuze tussen de trackers is ook een kwestie van valuta. De Amundi-tracker belegt in euro's, SPDR in dollars en van de iShares buyback-etf zijn varianten in dollars, euro's en ponden te koop. De tracker van iShares is nog maar een maand of zeven op de markt. Over die periode heeft het indexfonds ongeveer even slecht gepresteerd als de S&P 500-index, min een procent of acht.

INTERNATIONAAL

Buiten de VS beleggen in aandeleninkopers kan via de PowerShares Global Buyback Achievers ETF. De indextracker volgt de Nasdaq Global Buyback Achievers-index, een wereldwijd mandje van bedrijven die in de afgelopen 12 maanden minstens 5 procent van hun uitstaande aandelenkapitaal hebben teruggekocht. Amerikaanse bedrijven zijn goed voor bijna 60 procent van het fondsvermogen, gevolgd door Japan en Canada. Ook dit indexfonds investeert nogal wat geld van beleggers in consumentenbedrijven. Ahold is een van de grootste posities in het indexfonds dat in dollars, euro's en ponden verkrijgbaar is. In de eerste acht maanden van dit jaar steeg de Powershares-etf 6 procent in waarde, meer dan de MSC World-index over dezelfde periode.

IPO-trackers

	First Trust International IPO-etf	Renaissance International IPO-etf	Renaissance IPO-etf
ISIN	US33734X8535	US7599373039	US7599372049
Lopende kosten per jaar	0,7%	0,8%	0,60%
Opgericht	november 2014	oktober 2013	oktober 2013
Rendement sinds oprichting	-13%	1,58%	1,45%

2. Aandeleninkoop:

EEN MANDJE VOL IT EN CONSUMENTENARTIKELEN

Inkoop van eigen aandelen is een beproefde methode voor bedrijven om de koers van het eigen aandeel op te krikken. Vooral Amerikaanse bedrijven pakken de aandeleninkoop in recente jaren groots aan. In het eerste kwartaal kochten Amerikaanse bedrijven voor een recordbedrag van 144 miljard dollar aandelen in, de *Economist* sprak meteen van een

buyback-bonanza.

Inkoop van eigen aandelen kan goed uitpakken. Het is een signaal dat bedrijven vertrouwen hebben in de eigen groei en is fiscaal gunstig voor beleggers. Het is wel belangrijk dat bedrijven het moment van inkoop goed timen. Alleen als het eigen aandeel relatief goedkoop is, heeft het meerwaarde. Helaas zijn er nogal wat bedrijven

die de aandelen duur inkopen om ze later weer tegen een lagere prijs uit te geven. Een typisch geval van waardevernietiging.

Beleggers die gespreid en tegen lage kosten willen beleggen in gretige inkopers onder de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven worden in ruime mate bediend door de etf-industrie. Zo hebben Amundi, SPDR en iShares een eigen Buyback ETF op de markt gebracht die alle drie de S&P 500-buyback-index volgen. In dit mandje van grootste Amerikaanse inkopers van eigen aandelen – minimaal vijf pro-

Buyback-trackers:

	De iShares US Equity Buyback Achievers ETF (euro)	PowerShares Global Buyback Achievers UCITS ETF
ISIN	IE00BQT3VN15	IE00BLSNMW37
Lopende kosten per jaar	0,55%	0,39%
Opgericht	februari 2015	oktober 2014
Rendement sinds oprichting	-8,24%	6,64% (2015)

3. Spin-offs in beeld:

GESPREID BELEGGEN IN VERBORGEN WAARDE

ING deed het met verzekeraar NN, Philips gaat het doen met zijn lichtdivisie en grootmachten als Hewlett-Packard en General Electric zijn het ook van plan: een bedrijfsonderdeel afsplitsen en naar de beurs brengen. Via een dergelijke 'spin-off' probeer grote ondernemingen beter de waarde van hun activiteiten te etaleren. De gedachte is ook dat het verzelfstandigde onderdeel efficiënter kan worden aangestuurd als het los is van het moederbedrijf. Bij een splitsing ontvangen aandeelhouders van het moederbedrijf ook een belang in de zelfstandige dochter. Veel beleggers kiezen ervoor die aandelen snel te verkopen omdat ze huiverig zijn voor posities in hun portefeuille, waarvoor ze niet zelf bewust hebben gekozen. Grote professionele beleggers moeten vaak de dochter-aandelen verkopen als het gaat om bedrijven van beperkte omvang en kleinere handelbaarheid.

De verkoopgolf van aandelen in afgesplitste bedrijven zorgt in beginsel vaak voor een lagere waardering zonder dat daar fundamentele gronden voor zijn. Wie kort na een splitsing instapt, heeft dus kans op extra rendement als de markt de korting op de aandelenprijs onderkent en corrigeert door de koers weer omhoog te sturen. Volgens meerdere onderzoeken presteren aandelen van spin-offs in de eerste jaren na de splitsing dan ook beter dan de markt.

Dit extra rendement is wat beleggers moet interesseren in de spin-off ETF van aanbieder Guggenheim. Deze tracker bootst zo nauwkeurig

mogelijk de Beacon Spin-Off index na, een mandje aandelen van bedrijven dat minimaal zes en maximaal dertig maanden geleden is losgetrokken uit een groter geheel. De Spin-Off index bestaat uit 40 uitsluitend Amerikaanse bedrijven die op basis van een bepaald waarderingsstelsel als de meest veelbelovende worden gezien. De omvang van de onderneming is daarbij niet van belang, zowel hele grote bedrijven als echte smallcaps kunnen in het mandje worden opgenomen.

BEWEEGLIJK RENDEMENT

De Guggenheim Spinn-Off ETF gaat al een tijdje mee. De tracker werd eind 2006 gelanceerd, juist op een moment dat de beurzen richting hun piek gingen voor de kredietcrisis. De grote positie in kleine en middelgrote bedrijven maakte dat de tracker in crisistijd nog harder daalde dan de markt. Het duurde tot 2011 voordat het indexfonds beter ging presteren dan de breedgespreide S&P 500-index. Inmiddels is het verschil flink opgelopen. Sinds de oprichting eind 2006 heeft de Spin-Off ETF een rendement behaald van 56 procent tegen 36 procent voor de S&P 500.

Sinds kort is het ook mogelijk om te beleggen in verzelfstandigde bedrijven buiten Amerika via de Market Vectors Global Spin-Off ETF. Zeventig procent van het geld in deze tracker is nog steeds belegd in de VS, de rest in Europa (20 procent) en Azië. Over het rendement valt weinig te zeggen, de wereldwijde spin-offtracker bestaat pas drie maanden.

Spin-off trackers:

	Guggenheim Spin-Off ETF	Market Vectors Global Spin-Off ETF
ISIN	US18383M6057	US57061R3387
Lopende kosten per jaar	0,66%	0,62%
Opgericht	december 2006	juni 2015
Rendement sinds oprichting	59,3%	-

ZUINIG MAAKT GELUKKIG

door
Schukken
& Kerdel

Op kerstdag 2002 wordt Jack Whittaker Jr. de man van 305 miljoen dollar. Met zijn mes in de kalkoen ziet hij dat hij de Powerball jackpot heeft gewonnen. Met zijn vrouw Jewell en kleindochter Brandi aan zijn zijde, verklaart een stralende Jack voor de camera's dat hij zijn fortuin zal delen met familie, kerk en de armen.

Twee jaar later is het kerstspookje een nachtmerrie geworden. Jack is aan de drank. Jewell heeft hem verlaten en Brandi overlijdt tragisch aan een drugsoverdosering. Jack vervloekt in een interview de dag dat hij de jackpot heeft gewonnen. Waarom maakt geld niet gelukkig of leidt het, zoals bij de Whittakers, zelfs tot een geluksimplosie? In hun boek *Engineering Happiness* onderzoeken gedragswetenschappers Baucells en Sarin het antwoord op die vraag.

Geluk, zo stellen zij, staat gelijk aan Realiteit minus Verwachtingen. Die af-treksom is zeer volatiel: onze realiteit verandert namelijk niet alleen constant, onze verwachtingen passen zich er snel op aan. En dat aanpassingsvermogen zit een structureel hoger geluksniveau in de weg. Dat geldt niet alleen voor loterijwinnaars, maar bijvoorbeeld ook voor mensen die alles op alles zetten om hun droomhuis te kopen. In beide gevallen volgt een gelukshigh – een hogere realiteit dan verwachting – die in korte tijd verdampst tot je weer terug bent bij af. Of erger: onze verwachtingen knallen zo hard door de dampkring dat ons geluksniveau in een neerwaartse spiraal terechtkomt.

Wat had Jack moeten doen om wel gelukkig te blijven? Wat misschien had geholpen, is als hij zijn geld ergens veilig had geparkeerd om vervolgens periodiek kleinere plukjes uit te keren. Volgens Baucells en Sarin creëer je op die manier elke keer een nieuw gelukssprongetje, net als de vorige is uitgewerkt. En je omzeilt ook de wet van afnemende meeropbrengst die dicteert dat elke miljoen extra, als je het in één keer ontvangt, steeds minder geluk toevoegt.

Hetzelfde geldt voor woongenot. Je schiet jezelf in de voet als je grote schulden maakt om van een klein appartement over te stappen naar een kapitale villa. Door eerst een tweekamerappartement te kopen en vervolgens te sparen voor een grotere woning, vergroot je het aantal geluksmomenten en verklein je ook nog eens de kans op de grootste gelukskiller van allemaal: de stap terug. Die komt namelijk tweeëneenhalf keer zo hard aan als eenzelfde stap vooruit.

Het geheim van een gelukkig leven? Dat hebben wij helaas nog niet ontdekt, maar wetenschappelijk onderzoek geeft wel aan wat kan helpen: temper je verwachtingen en hou je uitgaven in de hand. En win je de loterij, krijg je een erfenis, hoge bonus of maak je een keer een klapper op de beurs, gebruik dan hooguit een klein deel om er iets bijzonders van te doen en stop de rest in je langetermijnpot. Zuinig maakt gelukkig (echt, het is bewezen).

Marius Kerdel en Jolmer Schukken zijn oprichters van Triple Partners en auteurs van 'De Beleggingsillussie' (www.debeleggingsillussie.nl).

Beleggingsfondsen in Nederlandse aandelen die proberen de AEX te verslaan, zijn een stuk duurder dan fondsen die alleen de index volgen. Dat hogere prijskaartje maken fondsmanagers niet waar. Hun beleggingsportefeuille verschilt opvallend weinig van de index en de rendementen blijven over langere tijd achter bij die index.

MANAGERS VAN FONDSEN IN NEDERLANDSE AANDELEN ZIJN HUN GELD NIET WAARD

De managers van beleggingsfondsen beleven zware tijden. Beleggers kiezen massaal voor goedkopere indexfondsen en etf's (beursgenoteerde indexfondsen) en dat gaat ten koste van de actieve fondsen, beleggingsvehikels waarin fondsmanagers en hun teams proberen om met een eigen beleggingsstrategie beter te presteren dan de markt en dus beter dan de fondsen die het geld van beleggers puur investeren volgens de index.

De cijfers liegen er niet om. Van al het geld dat vorig jaar in de Verenigde Staten in fondsen werd belegd, ging per saldo 99 procent naar etf's en indexfondsen. De totale instroom in Amerikaanse indexfondsen bedroeg in 2014 bijna 470 miljard dollar. Actief beheerde fondsen hadden vijf jaar nodig (van 2010 tot en met 2014) om ongeveer evenveel beleggingsgeld aan te trekken.

WAAKZAAMHEID

Beleggers zijn niet de enige die actieve beleggingsfondsen op de korrel hebben. Ook toezichthouders kijken steeds aandachtiger of fondsmanagers doen wat ze beloven: anders beleggen dan de markt met als doel beter te presteren. In Zweden is recent een officieel onderzoek gestart naar een aantal actieve fondsen dat nagenoeg de index kopieert. Noorwegen is al een stap verder. Daar heeft de toezichthouder een van de grootste beleggingsfondsen van het land gedwongen om actiever te beleggen of de kosten te verlagen.

Want dat is op voorhand mis schien wel het grootste verschil tussen de twee typen fondsen, de kosten die beleggers jaarlijks moeten betalen, zijn voor actieve fondsen flink hoger. Dat klinkt logisch: om als fondsmanager "winnende" aandelen te kunnen selecteren

TOEZICHTHOUDERS KIJKEN STEEDS AANDACHTIGER OF FONDSMANAGERS DOEN WAT ZE BELOVEN

is kennis, visie en onderzoek nodig en dat heeft een prijs. Maar hoe meet je of de inspanningen meerwaarde hebben? Met andere woorden: zijn fondsmanagers hun geld waard?

De zogenoemde *active share* kan duidelijkheid bieden. De active share vergelijkt de aandelen in de portefeuille van een beleggingsfonds met die in een verge-

KOSTEN ACTIEVE FONDSEN IN VIJF JAAR GEDAALD MAAR NOG STEEDS VEEL HOGER DAN INDEXTRACKER

Fondsnaam	Lopende kosten per jaar (% belegd vermogen)	
	2009	2014
NN Dutch Fund P	1,23	0,73
Robeco Hollands Bezit G EUR Inc	1,17	0,64
BNP Paribas Netherlands Classic	1,56	0,88
BNPP L1 Equity Netherlands P C	1,80	1,30
Achmea Nederland Aandelenfonds	1,26	0,97
SNS Nederlands Aandelenfonds	1,02	0,50
AEX-tracker	0,30	0,31

lijgingsindex, de benchmark die fondsen willen verslaan. Via een simpele berekening worden de wegingen van aandelen in fonds en index vergeleken. Als een actief fonds dat de AEX-index probeert te verslaan 10 procent van het geld van beleggers in aandelen Heineken investeert, terwijl dit aandeel 4 procent van de AEX-index uitmaakt, dan is de active share voor deze positie 6 procent (10-4).

Hoe hoger de active share hoe actiever een beleggingsfonds belegt. Fondsen met een active share van 100 procent lijken in niets op de index, een perfect indexfonds heeft een active share van 0 procent en belegt dus in precies dezelfde aandelen en verhoudingen als de index.

De bedenkers van de active share, Yale-hoogleraren Antti Petajisto en Martijn Cremers, berekenen dat beleggingsfondsen met een active share lager dan 60 procent structureel achterblijven bij de markt. Als het om bruto-rendement gaat, wisten de actieve fondsen de markt gemiddeld nog wel redelijk bij te houden, maar na aftrek van kosten – die immers het rendement drukken – bleken ze structureel achter te blijven. Om de hogere jaarlijkse kosten waard te zijn, moeten fondsmanagers dus substantieel anders beleggen dan de benchmark.

De bevindingen van Cremers en Petajisto galmen, negen jaar na

HOEWEL ER ONDER ACTIEF BEHEERDE FONDSEN BLIJKBAAR WEL ACTIEVER WORDT BELEGD, IS DE STIJGING NIET OVERWELDIGEND TE NOEMEN



dato, nog luid na in de fondsenwereld. Ondanks de nodige kritiek en nuanceringen op de maatstaf volgen vooral professionele beleggers nauwgezet de active share-gegevens die fondsspecialisten als Morningstar per fonds publiceren.

In nauwe samenwerking met Morningstar hebben wij gekeken hoe actief een aantal fondsen in Nederland belegt, gemeten naar de hoogte van de active share. We keken daarbij naar beleggingsfondsen die het geld van beleggers voornamelijk investeren in de grootste Nederlandse aandelen, die uit de AEX. Eind 2014 bleken de zes fondsen die wij onderzochten gemiddeld een active share te hebben van iets meer dan 28 procent. Dat is veel lager dan de "ondergrens" die de Yale-professoren hanteren om een redelijke kans te hebben om de markt te verslaan. Daarbij hoort een belangrijke nuance. De AEX is een kleine index van 25 namen en biedt hierdoor veel minder mogelijkheden om af te wijken dan fondsen die de S&P 500-index als benchmark hebben. Zomaar het aandeel Shell uit de portefeuille weren mag goed zijn voor de active share, gevolg is wel dat er verhoudingsgewijs veel geld gestopt moet worden in andere, kleinere aandelen en dat kan de totale portefeuille van een fonds risicovoller maken.

Desondanks is het schrijnend dat fondsen die beleggers lokken

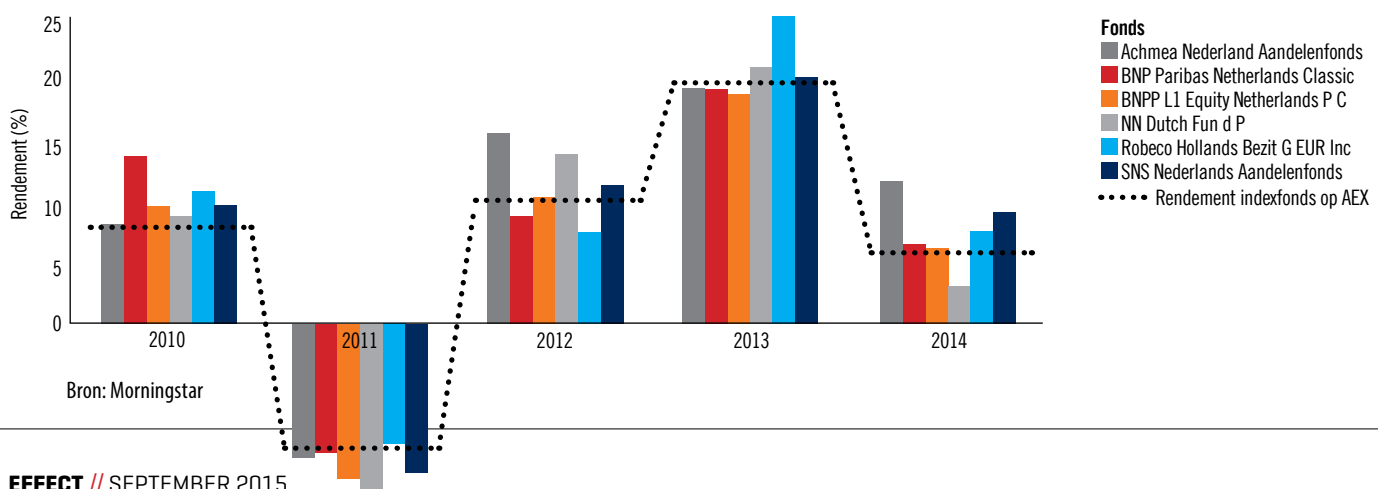
door met de doelstelling beter te presteren dan de index, meer dan 70 procent van het hen toevertrouwde vermogen hetzelfde beleggen als die index.

TERUGBLIKKEN

Vijf jaar geleden was de situatie nog erger. Wij keken naar de dertien fondsen die zich destijds hoofdzakelijk richtten op AEX-aandelen en kwamen uit op een gemiddelde active share van iets meer dan 22 procent. Hoewel er onder actief beheerde fondsen blijkbaar wel actiever wordt belegd, is de stijging niet overweldigend te noemen.

De hogere active share ten opzichte van eind 2009 is vooral te danken aan een tweetal fondsen, namelijk BNP Paribas Netherlands Classic en NN Dutch Fund. Beide fondsen hebben kort geleden hun strategie gewijzigd, waardoor ze veel meer afwijken van de benchmark. De active share is hoger, omdat beide fondsen sindsdien meer zijn gaan beleggen in aandelen buiten de AEX, bijvoorbeeld midkap-aandelen. Twee fondsen zijn juist minder actief gaan beleggen, Achmea Nederland Aandelenfonds en SNS Nederlands Aandelenfonds. De partijen in kwestie maken geen geheim van hun geringe afwijking. Corné van Zeijl, fondsmanager van het SNS Aandelenfonds, stelt onomwonden te streven naar een active share van niet meer dan 20 procent.

RENDEMENTEN ACTIEVE FONDSEN MEESTAL LAGER DAN DIE VAN DE INDEX





ACTIEVE FONDSEN WETEN MAAR IN ÉÉN VAN DE AFGELOPEN VIJF JAAR TE DOEN WAARVOOR ZE BETAALD WORDEN: DE INDEX VERSLAAN.

Fondsnaam	Bench- mark	Active Share eind 2014 (%)	Verskil t.o.v. van vijf jaar geleden (in % punt)	Trend in actief beheer in afgelopen vijf jaar
NN Dutch Fund P	1,23	62,15	54,70	veel actiever beheer, vooral de laatste twee jaar
Robeco Hollands Bezit G EUR Inc	1,17	35,76	2,71	zeer licht actiever beheer dan vijf jaar geleden
BNP Paribas Netherlands Classic	1,56	35,70	22,87	actiever beheer door de jaren heen
BNPP L1 Equity Netherlands P C	1,80	25,47	5,73	licht actiever beheer door de jaren heen
Achmea Nederland Aandelenfonds	1,26	7,81	-9,45	gestaag minder actief beheer
SNS Nederlands Aandelenfonds	1,02	6,36	-17,70	de laatste twee jaar veel minder actief beheer

DE PRIJS

Tegenover de lichte stijging in actief beheer afgelopen jaren is een duidelijke neerwaartse trend in de kosten te zien. Het afschaffen van het provisievorbod is een voor de hand liggende reden voor die daling. Beleggers hoeven niet meer mee te betalen aan de vergoeding die fondsen eerder betaalden om hun producten bij fondsaanbieders in de etalage te leggen. Alle zes de nu nog bestaande Nederland-fondsen rekenen lagere kosten dan vijf jaar geleden. Het SNS Aandelenfonds is het goedkoopst. Beleggers betalen hier een half procent per jaar van het ingelegde geld aan lopende kosten. Dat is wel nog flink meer dan de 0,3 procent die betaald moet worden voor een AEX-etf van iShares, SPDR of ThinkETF's, de indexfondsen waar het SNS-fonds zo veel op lijkt. Treu-

rig is het bijvoorbeeld gesteld bij Achmea. Voor dit fonds, dat maar voor een kwart afwijkt van de index, betalen beleggers ieder jaar vijf keer zoveel als voor een indexfonds.

DE AFREKENING

Uiteindelijk draait het allemaal om het rendement. De data-analisten van Morningstar hebben de rendementen onderzocht van de als actief bekend staande fondsen. De conclusies zijn helder en hard. Sinds begin 2010 hebben de actieve fondsen gemiddeld maar in één jaar beter gepresteerd dan AEX-indexvolgers zoals de etf's van Think of iShares en dat was in 2010. Daarna bleken de indexfondsen steeds beter te presteren. Van de zes onderzochte fondsen was er over de periode van vijf jaar maar een die een hoger gemiddeld ren-

dement haalde dan een vergelijkbare tracker en dat is het Robeco Hollands Bezit-fonds. De ondermaatse prestaties hangen nauw samen met te weinig actief beheer en te hoge kosten. Hierdoor is het doorsnee actieve Nederland-fonds de afgelopen vijf jaar zijn geld niet waard geweest. Dat is een pijnlijke gedachte voor de aanbieders van de actieve Nederland-fondsen die het de laatste jaren toch al zwaar hebben. Sinds 2010 hebben ze te maken met een flinke uitstroom. Beleggers haalden al meer dan een miljard weg uit deze fondsen, deels om internationaler te beleggen, deels vanwege de overstap naar goedkopere indexfondsen. Dat diverse aanbieders het beheer in hun fondsen actiever hebben gemaakt en de kosten lager biedt in ieder geval nog hoop voor de toekomst.

Meer maatstaven

De active share is maar een van de maatstaven om te zien of een fondsmanager eigenzinnig genoeg te werk gaat in zijn poging om de benchmark te verslaan. Alleen naar active share kijken is te kort door de bocht, daarom is er ook naar andere maatstaven voor de mate van actief beheer gekeken. Variabelen die ook enig inzicht kunnen geven in de mate van actief beheer zijn de bèta, de tracking error en de R2. De *tracking error* geeft de mate van afwijking tussen het rendement van een fonds en een index. De bèta laat zien of en hoe nauwkeurig het rendement van een fonds meebeweegt met dat van de index en de R2 geeft aan welk deel van het rendement van een fonds verklaard kan worden door het rendement van de index, in dit geval de AEX. Fondsspecialist Morningstar heeft over de afgelopen vijf jaar de bèta, tracking error en R2 berekend van de fondsen in Nederlandse aandelen. De resultaten zijn in lijn met de bevindingen die volgen uit het onderzoek naar active share.



Ons onderzoek

In onze analyse van active share, kosten en rendementen hebben wij vanwege eenvoud en eenduidigheid voor alle fondsen de AEX-index als benchmark genomen, ook al is dit niet de officiële benchmark van het betreffende fonds. BNP Paribas Netherlands Fund en NN Dutch Fund bijvoorbeeld hanteren inmiddels een andere benchmark dan de AEX. De onderzoeksperiode beslaat eind december 2009 tot en met eind juni 2015. Hierin is ieder half jaar als (dus eind juni en eind december) als meetmoment genomen.

650.000 dollar. Dat betaalde Guy Spier en een collega-belegger om met Warren Buffett te mogen lunchen. Volgens de hedgefondsmanager van Zuid-Afrikaanse origine is het de beste belegging die hij ooit gedaan heeft.

GUY SPIER

EEN LEVEN LANG LEREN VAN WARREN BUFFETT

Het prijzige etentje was ook het voorlopige sluitstuk van een jarenlange studie naar Buffett, diens leermeester Benjamin Graham en de door hen uitgedachte methode van waarde beleggen. Blinde adoratie past op het eerste gezicht helemaal niet bij een breed ontwikkelde man als Spier. Hij studeerde economie en filosofie aan topuniversiteiten in Oxford en Harvard om vervolgens als zakenbankier aan de slag te gaan bij D.H. Blair, een bank met een bedenkelijke reputatie. Hij noemt het de grootste fout van zijn leven. "The Wolf of Wall Street is overdreven, maar de moraal was hetzelfde". Inmiddels heeft Spier zijn eigen beleggingsfonds opgezet. In Zürich, ver weg van Wall Street. Vorig jaar publiceerde hij zijn persoonlijke beleggingslessen in het boek *The Education of a Value Investor*. Het even openhartige als leerzame boek is inmiddels uitgegroeid tot een alom geprezen bestseller onder de zakenboeken.

Heeft u een exemplaar van uw boek naar Warren Buffett gestuurd?

"Eerlijk gezegd heb ik me tijdens het schrijven vaak afgevraagd wat Buffett van het boek zou vinden. Ik heb het boek niet persoonlijk opgestuurd, omdat hij zich mogelijk verplicht zou voelen er iets mee te moeten doen. Dat zou ik onprettig vinden.

De uitgever heeft wel een exemplaar opgestuurd en Buffett's assistent Debby Rai heeft een heel aardig briefje teruggeschreven. Ik denk dat dit de manier van Buffett is om te zeggen dat hij het een goed boek vond, maar dat hij het niet kan aanbevelen. Dan zou hij meteen bedolven worden onder de boeken waarvan de auteur hetzelfde wil."

Wat is het belangrijkste dat u van uw lunch met Buffett in 2008 heeft geleerd?

"Het waren drie uur vol met expliciete en impliciete levenslessen. Eén opmerking is me vooral bijgebleven. Toen Buffett het had over het belang om trouw te blijven aan je eigen waarden legde hij het volgende dilemma aan me voor: 'zou je te boek willen staan als de beste minnaar ter

wereld, terwijl je zelf weet dat je er niets van bakt, of heb je liever dat je de beste minnaar ter wereld bent, terwijl de buitenwacht denkt dat je waardeloos bent'.

Ik heb me een groot deel van mijn leven druk gemaakt over wat de omgeving van mij vindt. Ik wilde respect van mijn hoogleraren op Oxford en Harvard, wilde gezien worden als succesvolle zakenbankier bij D.H. Blair en aanbeden worden door hedgefondsmanagers. Maar je outer scorecard is een slecht moreel kompas. Als ik meer naar mijn inner scorecard had geluisterd was ik nooit voor een zakenbank gaan werken waar de cultuur zo verrot was als bij D.H. Blair."

Waarom bent u zo open over het feit dat u Buffetts strategie en portefeuille kopieert?

"Op scholen leren we al vroeg hoe belangrijk het is onafhankelijk te denken. Maar als iemand al iets heeft uitgevonden, is dit een zinloze activiteit. Het is pas verstandig onafhankelijk na te denken als je een vaardigheid helemaal onder de knie

Guy Spier, CEO van Aquamarine Capital.



hebt. Ik ben niet de beste belegger ter wereld, dus is het voor mij beter andere topbeleggers te imiteren. Ik zie het als grootste risico dat ik zelf te veel nadenk en mijn eigen mening te zwaar laat meewegen bij beleggingsbeslissingen."

Zit er dan helemaal geen verschil tussen de beleggingsfilosofie van Guy Spier en Warren Buffett?

"Ik denk dat er niet echt een verschil zit in filosofie. Meer in kennisniveau en de capaciteit om bedrijven te doorgronden. Buffett is een veel betere belegger dan ik. Er zit altijd een diepe logica in Buffett's investeringen die niet iedereen meteen door heeft. Zo duurde het even voor ik begreep waarom Buffett onlangs investeerde in elektriciteitsbedrijven. Het gaat hem niet zo zeer om de elektriciteitscentrales, maar om de infrastructuur, oftewel de elektriciteitskabels die naar huizen lopen. In een wereld waarin steeds meer zaken aangesloten worden op het web, zullen deze kabels in de toekomst mogelijk onderdeel uitmaken van het internet.

Als stelregel beleg ik alleen met Buffett mee als ik zijn logica kan volgen. En dat is, helaas, niet altijd het geval."

Buffett nam vier jaar geleden een groot belang in IBM. U bent hem niet gevolgd. Waarom niet?

"Omdat ik niet begrijp waarom hij deze belegging heeft gedaan. IBM mag een grote en daarom belangrijke kandidaat voor omvangrijke, complexe IT-opdrachten. Maar ondertussen neemt cloud computing toe. Hier heeft concurrent Amazon een sterke positie. Beleggers waren onlangs geschokt toen het Amerikaanse leger een groot contract tekende met Amazon en niet met IBM. Waarschijnlijk heeft Buffett meer inzichten dan ik, maar het is in mijn ogen ontzettend moeilijk te voorspellen hoe de cloud-markt



Guy Spier en voormalig president van Zuid-Afrika F.W. de Klerk op een conferentie in India in 2013

zich gaat ontwikkelen. Dit is de belangrijkste reden voor mij om niet in IBM-aandelen te beleggen.”

Bij Buffett's overname van Heinz heeft hij, tezamen met de Braziliaanse durfkapitalist 3G, flink in de organisatie gesnoeid. Is Buffett een rauwere kapitalist dan zijn imago van amusante opa rechtvaardigt?

“Een aandeelhouder in zijn fonds Berkshire Hathaway vroeg hiernaar op de meest recente aandeelhoudersvergadering in Omaha. De aandeelhouder zag Buffett als een aardige kapitalist, en vond het ‘walgelijk’ wat 3G deed bij Heinz. Buffett antwoordde dat hij nooit het beleid heeft gehad om in bedrijven te beleggen die meer werknemers aanpakken dan nodig is.

Dit is de minder plezierige kant van het kapitalisme. Door samen te werken met durfkapitalist 3G hoeft Buffett zelf geen vuile handen te maken, en laat hij de investeringsmaatschappij de ontslagrondes uitvoeren. Warren Buffett is een vriendelijke kapitalist, maar het blijft een kapitalist. Als de omzet krimpt moet er in de kosten worden gesneden om de winsten op peil te houden. Dat is hoe het systeem werkt.”

U probeert met uw boek het moreel besef terug te vinden in de financiële sector. Wat zou u doen als een van uw kinderen in deze sector wil werken?

“Het belangrijkste is dat ze werk vinden waar ze plezier in hebben. Het maakt niet uit of dit werk bestaat uit dansen, schilderen of het verzorgen van bejaarden. Maar als mijn dochter een uitstekend verkoper is, zou ik er geen problemen mee hebben als zij bijvoorbeeld voor een bank als aandelenmakelaar gaat werken. Dat is een rol in de maatschappij die nodig is. Als een van mijn kinderen in de financiële wereld gaat werken, hoop ik wel dat ik ze kan leren ethischer te handelen dan de meeste werknemers in de industrie.”

TIPS

ZEVEN BELEGGINGSREGELS VAN GUY SPIER

In zijn boek *The Education of a Value Investor* noemt Spier die hem tot een betere belegger hebben gemaakt. Hierbij de belangrijkste zeven.

1 Kijk niet naar de aandelenkoers

Een aandelenkoers op minutenbasis in de gaten houden, geeft beleggers niets meer dan een vals gevoel van zekerheid. Spier belegt voor de lange termijn en kijkt maximaal één keer per week naar de koers van de aandelen in zijn portefeuille.

2 Koop niets van iemand die je iets wil verkopen

“Het spijt me, ik mag niets van uw kopen”, zegt Spier, zo beleefd mogelijk, tegen aandelenmakelaars die hem een bepaald aandeel proberen te verkopen. Het is volgens de hedgefondsmanager onmogelijk vast te stellen wat de persoonlijke agenda van de ‘verkoper’ is.

3 Praat niet met het topmanagement van bedrijven

Bestuurders zijn kundige marke-

teers. Topmannen hebben de gave om een belegger na een gesprek te laten weglipen met het idee dat een bedrijf fantastische vooruitzichten heeft. Een gesprek met een ceo is dus geen objectieve informatiebron.

4 Verzamel informatie in de juiste volgorde

Een belegger moet zijn oordeel over een bedrijf vormen door eerst naar de meest objectieve informatiebronnen te kijken, zoals jaarverslagen en kwartaalcijfers. Spier ziet deze veelal zakelijke en saaie documenten als ingrediënten met de hoogste voedingswaarde. De groente en het vlees. Het is verstandig pas in het laatste stadium naar subjectievere bronnen als analistenrapporten en krantenberichten te kijken. “Het toetje”, aldus Spier.

5 Koop geen aandelen als de beurs open is

Wall Street draait op activiteit. Geen handel betekent geen provisies. Ons brein is niet gemaakt om weerstand te bieden aan de knipperende koersen op beleggingswebsites.

Spier houdt zijn handelsinstincten op veilige afstand door alleen na het sluiten van de beurs orders in te leggen.

6 Wacht twee jaar met verkopen nadat een aandeel in elkaar is gestort

Een aandeel met verlies verkopen brengt veel pijnlijke emoties met zich mee. Spier bespaart zichzelf deze pijn door twee jaar te wachten met het verkopen van een aandeel waarvan de koers stevig is gedaald. Er is nog een positief bijeffect: een belegger zal goed nadenken voordat hij een aandeel koopt, omdat hij twee jaar met een foute beslissing moet leven.

7 Hang niet aan de grote klok welke posities je hebt ingenomen

Beleggen is voortschrijdend inzicht. Een belegger levert bewegingsvrijheid in als hij stellige uitspraken over de toekomst van een bedrijf doet tegen het grote publiek. Bij onverwachte tegenvallers is het bijvoorbeeld lastiger om stukken te verkopen.

VOOR WIE TOCH IN OBLIGATIES WIL

Veel van de beleggingstheorie over obligaties is de afgelopen jaren grondig herschreven. Waar moeten beleggers op letten voor het obligatiedeel van hun portefeuille?



Het wordt het Nieuwe Normaal genoemd: de situatie van ultralage rentes en bescheiden economische groei die nu in belangrijke economieën opgeld doet. Duidelijk is in ieder geval dat een lang bestaand, abnormaal tijdvak is afgesloten. Dat was een periode waarin staatsobligaties van landen als Spanje, Italië en Frankrijk door kredietbeoordelaars als zeer veilig werden bestempeld.

Er is nu een nieuw evenwicht ontstaan. In Europa en de VS dalen huizenprijzen niet langer en groeit de economie weer. Voor obligatiebeleggers is een aantal factoren nu extra van belang. We zetten ze op een rij en kijken welke acties obligatiebeleggers moeten overwegen.

DALENDE OLIEPRIJS

Oplopende inflatie is voor de meeste centrale banken de eerste aanleiding om de rente te gaan verhogen. Van looninflatie is in Europa echter nog geen sprake en die valt de komende jaren ook niet echt te verwachten. De werkloosheid is in de meeste landen nog vrij hoog en loopt maar langzaam terug, waardoor er weinig

opwaartse druk is op de lonen.

Veel renteniveaus zijn door de stimuleringsmaatregelen van centrale banken bij het nulpunt aangekomen. Die situatie zal ooit veranderen, maar het is de vraag wanneer. Van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, de Federal Reserve (Fed), wordt als eerste een verhoging verwacht, maar Fed-voorzitter Janet Yellen en haar team worstelen met de juiste timing. Die verhoging is al diverse malen uitgesteld uit vrees de ontluikende economie te schaden. De Amerikaanse economie vertoont weliswaar duidelijke tekenen van herstel, maar de inflatieverwachtingen blijven ook hier laag. Het feit dat de prijzen van olie en veel andere grondstoffen sterk onder druk staan, helpt om de inflatieverwachtingen te temperen.

KWANTITATIEVE VERRUIMING

Centrale banken over de hele wereld hebben de geldkraan openstaan en bieden tegen elkaar op met het uit de markt halen van obligaties. Grootschalige opkoopprogramma's houden nog wel een tijdje een drukkend effect op de rente. De ECB koopt maandelijks voor 60 miljard euro aan leningen

en staatsobligaties op van eurolanden bij banken in de eurozone. Dit proces van 'kwantitatieve verruiming' heeft als doel de economie te stimuleren en inflatie te creëren. De operatie duurt in ieder geval tot en met september 2016 en bedraagt in totaal 1.140 miljard euro.

Het programma kan eerder worden gestaakt als de beoogde doelen zijn bereikt. Daarbij gaat het



VOOR WIE WAT ANDERS WIL DAN SPAREN

Drie hoog gewaardeerde fondsen

Zelf een goed gespreide obligatieportefeuille opbouwen is voor een particuliere belegger eigenlijk niet te doen. Individuele obligaties zijn vaak beperkt verhandelbaar of hebben grote coupures.

Maar er zijn genoeg beleggingsfondsen waarmee dit deel van de portefeuille kan worden ingevuld. Indexvolgende fondsen hebben als voordeel dat de beheerkosten doorgaans lager zijn dan bij actief beheerde obligatiefondsen. Daarnaast is de liquiditeit en transparantie minstens net zo goed. Er zijn echter ook veel indexfondsen in obligaties die sterk achterblijven bij hun actieve soortgenoten. Dat kan te maken hebben met kosten of een te geringe omvang.

Met rentes rond het nulpunt en het gegeven dat

zij onvermijdelijk een keer gaan oplopen, is de obligatie als beleggingscategorie momenteel eigenlijk helemaal niet zo aantrekkelijk. Een spaarrekening doet het misschien wel net zo goed. Maar wie toch graag deels in obligaties wil beleggen, kan in Nederland kiezen uit een groot aantal fondsen. De verschillen in prestaties en kosten zijn echter groot. De drie hiernaast genoemde fondsen hebben relatief lage kosten en worden hoog gewaardeerd op de twee belangrijkste beoordelingswebsites in Nederland van beleggingsfondsen, die van Morningstar en de VEB (www.morningstar.nl en www.veb.net). Het is een mix van actief en passief, en van overheids- en bedrijfsobligaties bij drie verschillende beheerders.

1 THINK IBOXX GOVERNMENT BOND UCITS ETF (EUR)
ISIN-CODE: NL0009690254

Dit indexfonds heeft met 0,15 procent een zeer lage lopende kostenfactor en dat zal het rendement op de lange duur ten goede komen. Het Fonds volgt de Markit iBoxx EUR Liquid Sovereign Diversified 1-10 Index door te beleggen in de onderliggende (fysieke) effecten waar die index uit bestaat. De onderliggende effecten worden niet uitgeleend aan derden. Het Fonds streeft ernaar om voor zover dit mogelijk is te beleggen in vastrentende waarden die deel uitmaken van de Index en die voldoen aan zijn vereisten inzake kredietrating. Als de kredietratings van de obligaties worden verlaagd, kan het Fonds ze blijven



DE KWESTIE GRIEKENLAND IS NOG STEEDS CRUCIAAL VOOR DE OBLIGATIE- MARKT

vooral om de inflatie, waarbij de ECB mikt op een niveau iets onder de 2 procent. Als de prijzen beginnen te stijgen, kan dat dus het teken zijn dat de obligatiemarkt op zijn piek zit. Beleggers doen er dan goed aan winst te nemen op hun obligaties of deze te verruilen voor kortere looptijden.

Naar verwachting blijft de inflatie voorlopig heel laag. Op dit

moment ligt de geldontwaarding rond het nulpunt. In 2016 zal het vermoedelijk rond de 1 procent zijn, om pas in 2017 richting het door de ECB gewenste niveau van bijna 2 procent te gaan. Voorspellingen over de economische groei in de eurozone zijn in 2015 gestaag verhoogd. De ECB verwacht voor 2016 een groei van 1,9 procent en 2,1 procent voor 2017.

GRIEKENLAND

De kwestie Griekenland is cruciaal voor de obligatiemarkt. Griekse staatsobligaties zitten in het verdomhoekje en kunnen pas weer als onderpand voor leningen bij de ECB worden gebruikt als Griekenland voldoet aan de afspraken die zijn verbonden aan de noodsteun voor het land. Griekenland moet economische hervormingen en bezuinigingen doorvoeren. De ECB heeft al zo'n 100 miljard euro aan de Griekse banken uitgeleend en zal er alleen al daarom alles aan doen de Grieken in de euro te houden en een faillissement van het land te voorkomen. Als dat niet lukt, zullen beleggers weer massaal vluchten naar de veiligste obligaties, die van Duitsland en zijn economische vazalstaten waaronder Nederland.

VERENIGDE STATEN

De meeste aandacht van obligatiemarkten zal komende tijd naar de VS uitgaan, waar de eerste renteverhoging in bijna tien jaar niet al te lang meer op zich zal laten wachten. Na de eerste renteverhoging volgen er doorgaans meer, wat ook doorwerkt in de rentes van obligaties met langere looptijden. De dollar zal ervan profiteren, wat goed is voor de Europese aandelenbeurzen, maar voor beleggers in obligaties betekent het dat zij rekening moeten houden met lagere obligatiekoersen.

Bescherming daartegen kan worden verkregen door de rentegevoeligheid van de portefeuille te verlagen door te kiezen voor kortere looptijden. Portefeuilles met een lage *duration* (de gemiddelde looptijd, de maatstaf voor rentegevoeligheid) hebben daarom de voorkeur.

Ook door te kiezen voor bedrijfsobligaties die een wat lagere kredietrating hebben dan de meeste staatsobligaties kan het verwachte rendement worden verhoogd. Nu het dieptepunt van de crisis achter de rug lijkt, kan dat goed uitpakken. Een ruime spreiding over verschillende uitgevende instellingen is dan wel van groot belang.

houden tot ze niet langer deel uitmaken van de Index en het praktisch haalbaar is om ze te verkopen. Het fonds hield de index in de afgelopen jaren goed bij. De *duration* van de portefeuille ligt iets boven de 6. De VEB geeft [nog] geen rating, Morningstar waardeert dit fonds met 4 sterren.

2 DELTA LLOYD CORPORATE BOND FUND ISIN-CODE: NL0009692912

Het Delta Lloyd Corporate Bond Fund wordt zowel bij Morningstar als bij de VEB met 4 sterren hoog gewaardeerd. Dit fonds heeft een actief beleggingsbeleid, maar is toch relatief voordelig met een lopende kostenfactor van 0,34 procent. De *duration* van de portefeuille is lager dan 5 en dat is niet al te hoog. Risicomanagement is belangrijk

voor dit fonds, dat werkt met een 'risicobudget' voor rente- en kredietrisico dat is gebaseerd op de benchmark. Binnen dit risicobudget streeft het fonds ernaar door middel van actief beheer de benchmark te verslaan. Er wordt wereldwijd belegd, hoofdzakelijk in obligaties die zijn uitgegeven door bedrijven. Er kan echter ook in financiële instrumenten worden belegd die zijn uitgegeven in andere valuta's dan de euro. Dan wordt wel het valutarisico afgedekt.

3 NN EURO OBLIGATIE FONDS - P ISIN-CODE: NL0006311797

Ook dit fonds wordt zowel bij Morningstar als bij de VEB met 4 sterren hoog gewaardeerd. Het NN Euro Obligatie Fonds kent een lopende kostenfactor

van 0,5 procent. Het fonds belegt in een gespreide portefeuille van vastrentende waarden en fondsen die beleggen in vastrentende waarden uitgedrukt in euro. De *duration* ligt momenteel iets boven de 6. Er wordt direct en indirect (via beleggingsfondsen) belegd in staats- en bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit (met een rating van AAA tot en met BBB- of een gelijkwaardige rating). Maximaal 20 procent van het vermogen mag worden belegd in schuldtitels zonder officiële rating, mits de Beheerder daaraan een eigen rating heeft toegekend die minstens gelijkwaardig is aan de laagste rating zoals hierboven vermeld. Indien beleggingen door marktontwikkelingen op enig moment niet meer minimaal voldoen aan bovengenoemde (minimum) creditrating dan worden deze binnen drie maanden verkocht, tenzij de verkoop niet in het belang is van beleggers in het fonds.



DRAMMENDDE BEDRIJFSHORZELS

Sommige beleggers zijn een luis in de pels van grote Amerikaanse bedrijven. Eerst waren het vooral lastige individuen maar nu dient zich ook opeens een machtig pensioenfonds aan met eisen.



Beeld AP/Bill Ingraham

Mei, 1971 - Evelyn Davis geeft een kogel aan bestuurder Charles Lewis van filmaatschappij 20th Century-Fox Film tijdens de aandeelhoudersvergadering waarin gediscussieerd wordt over de benoeming van nieuwe bestuurders. "Vecht het maar uit", was het advies van de in Nederland geboren aandeelhoudersactivist.

Veertig jaar lang zorgde een Nederlandse vrouw voor spektakel op Amerikaanse aandeelhoudersvergaderingen. Tientallen keren per jaar was het raak, sinds 1959, zonder dat het door iemand in Nederland werd opgemerkt. Decennialang was Evelyn Y. Davis – meisjesnaam: Evelyn de Jong - de meest bekende,

luidruchtige en lastige aandeelhouder in de Verenigde Staten. De immer onberispelijk geklede herrieschopper was geliefd bij sommigen, maar vooral gehaat in de bestuurskamers van corporate America. "Als aandeelhouder ben ik uniek!", riep de vrouw die zichzelf *'queen of the corporate jungle'* noemde.

Davis schuwde het effectbejag niet. Zo verscheen ze in de jaren zeventig doodleuk in een badpak op een vergadering van General Motors. In de jaren tachtig klaagde ze met haar zware Nederlandse accent bij Becton Dickinson dat hun rectale thermometer wel werkte maar de thermometer voor oraal gebruik

haperde. Gevat wees een bestuurder van het medisch beursfonds erop dat het apparaat wel zou werken "als mevrouw misschien eens een keer één minuut haar mond zou houden".

Het Amerikaanse tijdschrift *People* noemde Davis ooit 'de meest luidruchtige luis in de pels van het



Amerikaanse bedrijfsleven'. *Vanity Fair* doopte haar 'de meest bekende en minst geliefde aandeelhouder-activist in het land'. Davis diende van 1959 tot 2012 elk jaar rond de twintig voorstellen met een focus op topbeloningen, slecht bestuur en sociale misstanden in bij allerlei bedrijven. Alhoewel ze maar met één op de honderd voorstellen succes oogstte, kreeg deze zelfbenoemde hoedster van aandeelhoudersrechten wel landelijke bekendheid. "Met haar flamboyante gedrag was ze een aparte verschijning", zegt James Copland, directeur van het Manhattan Institute dat zich specialiseert in corporate governance. "Ze heeft ook wel grote successen weten te behalen, één of twee." Bristol-Myers hoort daar zeker bij. Bij dit farmacieconcern wist ze in 2003 een jaarlijkse stemming over het functioneren van de afzonderlijke boardleden voor elkaar te krijgen.

STRUCTUREN BREKEN

Davis deed jaar op jaar energieke pogingen om het *old boys network* te doorbreken. Haar speerpunt daarbij was de invoering van een maximum aantal termijnen voor het lidmaatschap van de board. *Board members* zijn min of meer vergelijkbaar met commissarissen in Nederland, al zijn ze veel nauwer verbonden (en bevriend) met bestuurders. In de VS zijn het meestal andere board members die nieuwe leden uit hun netwerk selecteren, vaak blanke mannen op leeftijd. In veel boards kan een commissaris zich opnieuw kandidaat stellen met slechts één aandeel in de vennootschap.

Copland zegt dat hij de vrouw tot zijn spijt nooit heeft ontmoet. Davis ging twee jaar geleden 'met pensioen'. Dat was tot genoegen van veel bestuurders, die haar noodgedwongen hadden leren kennen. Maar ook veel aandeelhou-

ders vonden de Nederlandse immigrant vooral irritant omdat ze continu en luidruchtig voor haar beurt sprak. De koppige vrouw kwam in 2007 en 2011 in confrontatie met Jan Michiel Hessels die haar als voorzitter van de board van de New Stock Exchange het woord meermaals ontnam ondanks haar charmeoffensief. "We zijn allebei van Nederlandse oorsprong", probeerde ze nog in 2011 toen ze al in de tachtig was. Hessels: "We zijn allebei koppige mensen. Ik kap u nu af."

MACHTIGE STEUN

Davis behoort tot een klein groepje activisten dat Amerikaanse aandeelhoudersvergaderingen fanatiek afloopt en het bestuur bestoot met voorstellen, van groot tot klein maar vrijwel altijd met een principiële grondslag. Ze worden *corporate gadflies* genoemd. In goed Nederlands: bedrijfshorzels. Samen zijn ze goed voor een derde tot soms tweederde van alle aandeelhou-



James Copland, directeur van het Manhattan Institute dat zich specialiseert in corporate governance.



Scott Stringer, beheert namens het pensioenfonds van de stad New York \$160 miljard aan vermogen.

dersvoorstellen die jaarlijks worden ingediend.

Dat zou op korte termijn wel eens kunnen veranderen nu grote beleggers zich meer lijken te gaan roeren. Aandeelhoudersactivisme is een van de grote thema's op de beurzen sinds de crisis vijf jaar geleden. Bestuurders worden op de vingers gekeken door machtige aandeelhouders met namen die angst inboezemen: Carl Icahn, Dan Loeb and Bill Ackman. Deze rijke beleggers zetten besturen onder continue druk om de aandeelhouderswaarde te vergroten. Veel kwesties komen al op de agenda in de bestuurskamers als het tot een stemming op de aandeelhoudersvergadering dreigt te komen.

Grote pensioenfondsen sluiten zich soms aan bij deze activisten of kiezen een eigen weg via de aandeelhoudersresolutie om hun wens kenbaar te maken. Ook Nederlandse pensioenbeleggers als PGGM en APG stellen zich steeds actiever op tijdens aandeelhoudersvergaderingen van Amerikaanse bedrijven. Eén groot Amerikaans pensioenfonds in het bijzonder is uit een diepe winterslaap ontwaakt. "Hét grote verhaal van het laatste jaar", zegt Copland, "is de actieve opstelling van Scott Stringer. Hij is zeer

HET GROEPJE BEDRIJFSHORZELS IS GOED VOOR EEN DERDE TOT SOMS TWEEDERDE VAN ALLE AANDEEL- HOUDERSVOOR- STELLEN DIE JAARLIJKS WORDEN INGEDIEND

succesvol geweest met het mobiliseren van aandeelhouders en heeft bij veel voorstellen een meerderheid weten te verwerven." Stringer beheert namens het pensioenfonds van de stad New York 160 miljard dollar aan vermogen en is bezig met een grote campagne om zelf kandidaten te mogen aandragen voor de *board of directors*. Dat kunnen aandeelhouders in de Verenigde Staten nog niet (in Nederland en veel andere westerse landen wel).

Stringer meent dat aandeelhouders meer hebben aan breed samengestelde boards die verantwoording afleggen over het ge-

20

Davis diende van 1959 tot 2012 elk jaar rond de twintig voorstellen met een focus op topbeloningen, slecht bestuur en sociale misstanden in bij allerlei bedrijven

bruik van fossiele brandstoffen, de beloning van bestuurders en de samenstelling van de boards. Het pensioenfonds voelt zich gesteund door een rapport van het gerenommeerde CFA Institute. De conclusie: de marktkapitalisatie van beursgenoteerde bedrijven zou 1,1 procent stijgen oftewel 140 miljard dollar als board members voortaan moeten vrezen dat ze niet herkozen worden. Democratisch gekozen besturen zouden goed zijn voor de beurskoers. Copland plaatst hier kanttekeningen bij. "Ik geloof niet dat door aandeelhouder voorgedragen kandidaten per sé goed zijn voor een onderneming. Ondernemingen kunnen een voorgedragen persoon ook altijd nog uit de board weren. Maar ze staan wél onder druk om het voordrachtsrecht serieus te nemen. Dat is een significante verschuiving in het debat over ondernemingsbestuur. Of er echt een impact is zullen we pas over een paar jaar weten."

Door alle activiteit vanuit New York staat het totaal aantal aandeelhoudersvoorstellen op het hoogste niveau sinds 2010, aldus het rapport Proxy Monitor van denktank Manhattan Institute uit New York. Pensioenfondsen en vakbonden zorgden in 2015 voor ongeveer een derde van alle ingediende voorstellen. Een ander vergelijkbaar deel komt van sociale beleggers. Denk aan institutionele beleggers met een religieuze inslag. De beroemde Trinity Church kocht vorig jaar enkele duizenden aandelen Walmart met als doel via de aandeelhoudersvergadering wapens verwijderd te krijgen uit de schappen van de winkels. Walmart verzette zich met een leger aan juristen en werd door de rechter in het gelijk gesteld. Aandeelhouders gaan niet over de bedrijfsvoering, oordeelde de rechter. Toch besloot de winkelketen in augustus de verkoop van geweren verder in te perken.



John Chevedden, inmiddels de meest actieve indiener van aandeelhoudersresoluties.

'CHEVEDDEN IS ANDERS DAN ANDERE HORZELS. HIJ IS MISSCHIEN NIET ZO FLAMBOYANT MAAR HIJ LAAT HET PAPIER DE WOORDVOERING DOEN'

GEVOELIGE KWESTIE

Met 42 procent ging dit jaar ongeveer de helft van alle voorstellen over goed ondernemingsbestuur. De meeste van deze voorstellen betroffen de kwestie over de splitsing van de functie chairman en CEO. Die wens ligt extreem gevoelig in de bestuurskamers omdat in feite de baas van het bedrijf een formele toezichthouder boven zich moet dulden. Een meerderheid van stemmen in het voordeel van een dergelijk voorstel wordt dus al snel gezien als een motie van wantrouwen tegen de bedrijfsvoering.

De Canadese Catherine Jackson is adviseur van pensioenbelegger PGGM. Ze zegt: "Goed onderne-



Nelson Peltz, kritische aandeelhouder van Trian Fund Management.

mingsbestuur is naar onze mening essentieel om de duurzaamheid van een onderneming te waarborgen. Daar profiteren alle aandeelhouders van. Voor ons begint dat met een onafhankelijke chairman. We denken dat het een verhoogd risico is voor een onderneming als die rollen worden gecombineerd." De belegger van Nederlandse ambtenarenpensioenen zegt ongeveer hetzelfde: "Uit principe is APG tegen het combineren van de rollen CEO en voorzitter van de board. Wij denken dat boards effectiever zijn als ze worden gescheiden van de dagelijkse leiding." De pensioenbelegger zegt dat ook duidelijk te maken bij de Amerikaanse fondsen waar het in belegt.

Copland zegt dat het geen populair thema is onder beleggers. Van de 39 voorstellen dit jaar is er slechts één met meerderheid aangenomen. Momenteel speelt een discussie hierover bij Bank of America. Het Amerikaanse bedrijfsleven vecht fel terug tegen de behoefte van beleggers om op de stoel van bestuurders te gaan zitten. Ze vinden dat ondernemingen niet verward moeten worden met democratieën. Bedrijven en sommige machtige grootbelegger als Vanguard hebben weinig zin in een kakofonie van meningen

ZELDEN GEBRUIKTE ROUTE

NELSON PELTZ

Elke aandeelhouder die aandelenkapitaal met een waarde van meer dan 2000 dollar bezit kan een resolutie indienen, aldus beursregels van de Securities and Exchange Commission (SEC). Toch maken de grote institutionele beleggers op Wall Street inclusief beleggingsfondsen maar zelden gebruik van deze route. Denktank Manhattan Institute uit New York telde maar één grootbelegger die in 2015 een voorstel deed maar zich niet liet leiden door religie, sociale motieven of het belang van de arbeider. Dat is de beroemde belegger Nelson Peltz van Trian Fund Management. De kritische aandeelhouder deed een poging om vier zetels in de board van DuPont te veroveren. Maar CEO Ellen Kullman wist zich gesteund door een meerderheid van aandeelhouders. Hierdoor strandde de poging van Peltz om met een belang van 2,7 procent van de aandelen via zijn stemrecht de macht te grijpen om het chemieconcern te splitsen. Een oproep via zijn website aan andere aandeelhouders om hem te steunen zette geen zoden aan de dijk. Aandeelhoudersactivisten bonken een paar keer per week op de deuren van boardrooms in de VS. Maar dat doen ze vrijwel altijd buiten de aandeelhoudersvergadering om.





laat staan een complete verlamming van de onderneming zoals hun regering in het gepolariseerde Washington. De resoluties van bedrijfshorizonten kosten alleen maar klauwen met geld, zo is de klacht van veel ondernemingen.

WAARDIGE OPVOLGER

John Chevedden is inmiddels de meest actieve indiener van aandeelhoudersresoluties. Hij begon bij General Motors toen hij bij een dochteronderneming zijn ontslag kreeg in 1991. De solistische activist aan de Amerikaanse westkust diende de laatste jaren elk jaar tientallen voorstellen in. Ook hij heeft successen op zijn naam. Bij Edison International kregen aandeelhouders door zijn toedoen meer te zeggen over topbeloningen. *'This Man Has Quietly Transformed Corporate America'*, kopte *Business Insider* over de stille zestiger. Copland heeft hem intellectueel hoog zitten. "Hij is anders dan andere horzels. Hij is misschien niet zo flamboyant maar hij laat het papier de woordvoering doen. Daar heeft hij best veel succes mee."

Chevedden is niet de enige luis in de pels op Amerikaanse aandeelhoudersvergaderingen. Vader- en zoon William en Kenneth Steiner zijn actief, net als het horzelechtepaar James McRitchie en Myra Young. Deze zwerm was goed voor een derde van alle aandeelhoudersvoorstellen in 2015. In 2014 was dat zelfs 70 procent (toen het New Yorkse pensioenfonds zich aan het voorbereiden was op de tsunami aan voorstellen). Een buitencategorie is nog het sociaal-verantwoorde beleggingsfonds Harrington Investments uit Napa, Californië van Gerald Armstrong en John Harrington.

KENTERING

Toeziethouder SEC schaarde zich decennialang aan de kant van de grote bedrijven. Maar in 2010 heeft

het Congres de Dodd-Frank-wetgeving goedgekeurd. In deze hervorming van de financiële wetgeving is onder meer geregeld dat aandeelhouders een niet-bindend adviesrecht krijgen over de remuneratie van leidinggevend. Beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven zijn verplicht om dergelijke stemmen op jaarlijkse, tweejaarlijkse of driejaarlijkse basis in te winnen.

Het zijn kleine stapjes maar Evelyn Davis zal dat zonder twijfel waarderen. Voor commentaar was ze niet bereikbaar, maar al eind jaren negentig klaagde ze: "Topbeloningen worden gedreven door ego. Als de één een grote salarisverhoging krijgt, wil de rest dat ook." Davis is zelf rijk geboren in een Joodse familie in Amsterdam. Ze was dochter van de prominente neuroloog Herman de Jong die in 1942 op reis was naar de VS voor het geven van een lezing toen zijn gezin werd gearresteerd. Evelyn de Jong (de latere Davis), haar broer en moeder overleefden concentratiekamp Theresienstadt. Na een scheiding herenigden de kinderen zich met hun vader. Die stierf in 1956 en liet onder meer een aandelenportefeuille achter als erfenis.

Dat was de introductie van de Nederlandse in de beurswereld. Met haar nieuwsbrief Highlights and Lowlights die goed werd gelezen door CEO's verdiende ze sinds 1965 een heel aardige boterham. Goldman Sachs legde jaarlijks 7200 dollar neer voor abonnementen op de nieuwsbrief die ze vulde met teksten vol met uitroepetekens en foto's van zichzelf, geflankeerd door topmannen. Tegen Goldman Sachs-topman Lloyd Blankfein voerde ze jarenlang campagne vanwege de misstanden bij de bank. Voor Goldman Sachs was het reden om uiteindelijk het abonnement op te zeggen. Toch zei ze in 2011 tegen de bankier: "Ik haat u niet, en u ziet er nog goed uit ook."

ZANDBUTLER

door Sheila Sitalsing



Scheidsrechters: 98,3 procent. Chauffeurs: 97,8 procent. Boekhouders: 97,6 procent. Belastinghulp: 98,7 procent. Et cetera. De percentages staan voor 'de kans dat uw beroep door een robot zal worden overgenomen' en ze komen uit het zoveelste angstzaaiend onderzoekje dat met een aan aandoenlijkheid grenzende schijnexactheid 'berekent' welke banen zullen worden opgeslokt door het oprukkende leger van robots. Om de ernst van de situatie te onderstrepen, staat er altijd bij dat het dit keer anders is, dat nu ook witteboordenwerk gevaar loopt, dat ook hoogopgeleiden (juristen! journalisten! kredietbeoordelaars!) niet meer rustig in hun bureaustoel kunnen blijven zitten. Het is allemaal ongetwijfeld waar, en we zijn allemaal ongetwijfeld verdoemd, maar omdat de creativiteit en ondernemingslust van de mens geen grenzen kent, ontstaan er almaar nieuwe, wilde, briljant bedachte beroepen waar een mens alleen maar erg vrolijk van kan worden.

In deze categorie noteerden we in de zomer de volgende nieuwe professie: de zandbutler. Hij is ontsproten aan het brein van de mensen achter Oliver's Travels, een Britse reisbemiddelaar die doet in luxe vakanties en bijzondere vakantievilla's. De zandbutler bouwt kathedralen van zand. Op het strand. Ideaal, zegt Oliver's Travels zelf, voor gezinnen met kinderen in de zandkasteelbouwleeftijd.

Meestal eindigen de bouwopgaven van voornoemde gezinnen in onduidelijke hompen zand, instortingen, verbrande nekken en zand tussen de billen. Hoeft allemaal niet meer: de kinderen formuleren hun wensen (Mickey Mouse! Paleis Noordeinde ná de verbouwing! Een Minion!), de butler ontwerpt, zoekt een geschikte plek, vergewist zich van de kwaliteit van het zand, slaat samen met de kinderen aan het bouwen en voilà, een uurtje of wat later bent u gegarandeerd hét gesprek van het strand.

Zelf hebben we de zandbutler nog niet in actie gezien langs de kust, maar dat zegt wellicht meer over ons (bezoekers van tamelijk ordinaire strookjes strand) dan over de klanten van Oliver's Travels. Rest één prangende vraag: leuk bedacht, zo'n nieuw beroep, maar hoe groot is de kans dat binnenkort de zandbutler wreed vervangen wordt door een robot? Groot, zou je denken. Het principe van een 3D-printer, inclusief database met veelgevraagde ontwerpen, zou eenvoudig te vertalen moeten zijn naar het strand. De grootste vijand van de zandkasteelrobot is vermoedelijk het strandzand zelf: zand is doorgaans destructief voor elektronica. De belangrijkste reden waarom de zandbutler als mensenberoep kans van slagen heeft: als moeder geld neertelt voor een zandkasteelbouwer, wil ze graag een knappe beach boy van vlees en bloed die om haar heen scharrelt en beslist geen R2-D2.

Ongedekt puts schrijven op aandelen Unilever

UNOX EN OMO MET KORTING

Aandelen kopen met korting, wie wil dat nou niet? Het schrijven van putopties is er de uitgelezen manier voor. Maar pas op: het opwaarts potentieel wordt grotendeels ingeleverd en de optieschrijver krijgt geen dividend.

Wat doe je als je van vakantie terugkomt en de beurs staat 20 procent lager? Dat is wat veel beleggers zich afvroegen die er in augustus een paar weken tussen-uit waren geweest. Wie verstandig was, had in mei wat verkocht om op dit soort momenten te kunnen bijkopen. *Sell in May and go away* was een beurswijsheid die dit jaar zeker opgevolgd had mogen worden. Wijsheid achteraf.

De vraag is nu of het vervolg van *Sell in May*, namelijk: *'remember to be back in september'*, dit jaar ook opgaat. Wie daaraan twijfelt, kan wat extra marge inbouwen door niet meteen de gewenste aandelen te kopen, maar putopties te schrijven waarmee die aandelen later eventueel kunnen worden gekocht.

MARGINVERPLICHTING

Een putoptie is een recht tot verkoop tegen een vaste prijs. Dit recht wordt meer waard als het onderliggende product in waarde daalt. Met het kopen van putopties valt dus te speculeren op dalende koersen, maar het is ook mogelijk een putoptie te verkopen ('schrijven'). Dan ontvang je de premie, en hebt niet het recht om te verkopen, maar het omgekeerde: de plicht om te kopen.

Er moet dan wel bij de bank een bedrag worden gestort, de 'marginverplichting'. Deze marginverplichting wordt door de bank vastgesteld en kan per bank wat verschillen. Meestal gaat het ongeveer als volgt:

De bank stelt een 'marginpercentage' vast op basis van de beweeglijkheid (volatiliteit) van de

onderliggende waarde. Voor aandelenopties wordt bijvoorbeeld gekeken naar de gemiddelde volatiliteit over een bepaalde periode. De marginverplichting wordt dan vastgesteld aan de hand van de onderstaande formule:

Margin putoptie = {koers optie + marginpercentage x (2 x uitoefenprijs - koers aandeel)} x contractgrootte

Oftewel:

$$M = O + \%(2U - A) \times 100$$

Als u nu graag aandelen Unilever wilt kopen die tijdens de recente correctie zijn gedaald van ruim 42 naar 34,70 euro, kunt u bijvoorbeeld een put 35 schrijven. Daarmee bent u gedurende de loop-

tijd verplicht 100 aandelen op 35 euro te kopen zodra de bezitter van de optie dat zou wensen. In ruil voor die verplichting ontvangt u de premie die de tegenpartij voor de optie heeft betaald.

Stel dat u de putoptie november 35 schrijft, voor 2,10 euro. U ontvangt dus 210 euro. De marginverplichting die dan moet worden aangehouden is als volgt te berekenen:





'SELL IN MAY AND GO AWAY' WAS EEN BEURSWIJSHEID DIE DIT JAAR ZEKER OPGEVOLGD HAD MOGEN WORDEN

De koers van het aandeel Unilever is op het moment van schrijven 34,70 euro. Indien op dat moment voor Unilever een marginpercentage geldt van 10 dan wordt de margin als volgt berekend:

$$\text{Marginverplichting} = \{2,10 + 0,10 \times (2 \times 35 - 34,70)\} \times 100 = \text{€ } 363 \text{ per contract.}$$

Er moet dus 363 euro worden gereserveerd, terwijl u mogelijk verplicht bent voor 3500 euro aan aandelen te kopen. Die 363 euro is dus bij lange na niet genoeg om de aandelen te kopen. De opbrengst van 210 euro voor een looptijd van minder dan drie maanden geeft ten opzichte van de marginverplichting een enorm rendement. Dat lijkt geweldig, maar toch is het verstandig wat meer contanten bij de bank aan te houden, want als de koers van de aandelen verder daalt, loopt de marginverplichting verder op en bij een tekort zal de bank onherroepelijk posities gaan liquideren.

Op dit moment zou u op Unilever echter best putopties kunnen schrijven. De aandelen zijn de laatste maanden gedaald, maar het bedrijf staat er goed voor. U doet dan afhankelijk van uw budget een veelvoud van de volgende transacties(*):

- 1. Zorg voor voldoende middelen om te kunnen voldoen aan de marginverplichting**
- 2. Verkoop (schrijf) 1 putoptie Unilever nov 2015 35 à 2,10 euro. Opbrengst per contract 210 euro.**

De initiële opbrengst van deze optieconstructie is dus 2,10 euro per aandeel.

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

TWEE SCENARIO'S

Bovenstaande optieconstructie is aangegaan bij een koers voor Unilever van 34,70 euro en kan op de derde vrijdag in november 2015, de dag dat de opties aflopen, op twee manieren eindigen:

1 Unilever staat boven de 35 euro. De putopties lopen waardeloos af. De opbrengst van de constructie, 210 euro, is als winst te beschouwen.

2 Unilever staat onder de 35 euro. Nu wordt de putoptie uitgeoefend. U koopt 100 aandelen voor 35 euro. Aangezien er al 2,10 euro is ontvangen, bedraagt de effectieve aankoopprijs 32,90 euro, ruim 5 procent onder de koers van 34,70 euro waarop u de



aandelen had kunnen kopen bij aangaan van deze constructie.

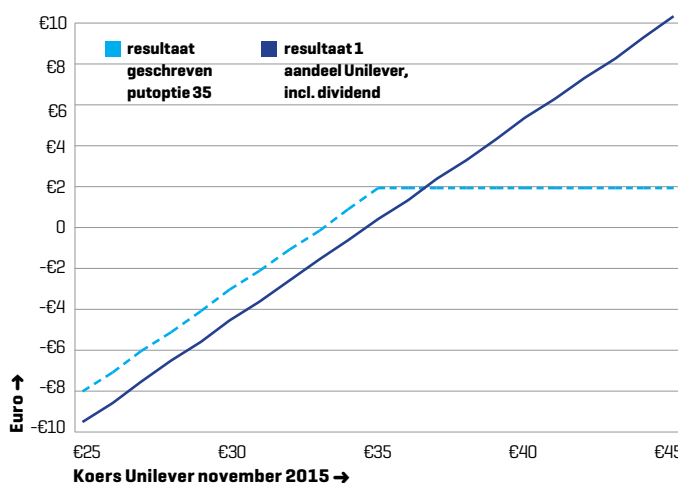
OPVOLGING

Elke optieconstructie moet, eenmaal aangegaan, goed bewaakt worden. Het belangrijkste risico aan het schrijven van putopties, net als bij het beleggen in aandelen, een flinke koersdaling. In dit geval is ook een hard oplopende koers riskant. Dan is er weliswaar winst, maar minder winst dan met de aandelen. In de grafiek is dat goed te zien.

En dan is er nog het dividend. Unilever keert ieder kwartaal dividend uit. Tijdens de looptijd van deze optie (op 29 oktober) keert Unilever 30,2 cent per aandeel uit. Dat dividend zit in de optieprijs, want als Unilever in deze periode geen dividend zou uitkeren, zou de putoptie goedkoper zijn. Maar toch, bij de afweging tussen het schrijven van een put en het kopen van de aandelen moet dat meegenomen worden.

Wie verwacht dat het aandeel Unilever de komende maanden niet spectaculair gaat herstellen maar ook niet in zal storten, is het schrijven van een putoptie met een looptijd van enkele maanden geen gek idee.

HET SCHRIJVEN VAN EEN PUT IS DE BETERE STRATEGIE BIJ LAGERE, GELIJKBLIJVENDE ÉN LICHT HOGERE KOERSEN



RICHTING ZOEKEN NA JARENLANGE GRONDSTOFFMALAISE

De malaise op de grondstoffenmarkten is zonder twijfel de ergste in de recente geschiedenis. Prijsstijgingen zijn op korte termijn goed mogelijk, maar of die helpen richting duurzaam herstel is twijfelachtig.

Geïnteresseerde beleggers worden dagelijks in ruime mate bediend met informatie over de deplorabele toestand waarin de grondstoffenmarkten zich bevinden. Om doordrongen te raken van de ernst van de situatie zijn een paar goed gekozen cijfers al voldoende.

De Bloomberg Commodity Index die de prijsontwikkeling van 22 grondstoffen schaduw, schommelt op het laagste niveau in dertien jaar. Van een eventueel herstel is afgelopen maanden geen sprake geweest. De veelgebruikte graadmeter van Bloomberg daalde deze zomer verder en noteert een derde onder het niveau van een jaar geleden. Tegenover de tussentijdse piek van maart 2011 is de index zelfs gehalveerd en in vergelijking met het historisch hoogtepunt in 2008 bedraagt de huidige indexstand amper een derde. De huidige correctie op de grondstoffenmarkten duurt dus al 4,5 jaar. Alle prijsstijgingen, toegeschreven aan de zogenoemde supercycle – de periode waarin grondstofprijzen over een brede linie bleven stijgen – zijn intussen tenietgedaan.

TEGENWIND IN DRIE STUKKEN

De structurele oorzaken van de berenmarkt in grondstoffen zijn stuk voor stuk bekend, maar moeten

toch vooral in samenhang worden gezien. Allereerst is er de rol van China, de drijvende kracht achter de grondstoffenhausse die in 2002 begon. De pijlsnelle opkomst richting absolute economische grootmacht had grote impact op de vraag naar industriële metalen als koper, aluminium, nikkel en zink, maar ook staal, ijzererts en steenkool. Door een tekort aan investeringen tijdens de vorige berenmarkt was er onvoldoende productiecapaciteit beschikbaar om die extra vraag op te vangen.

Deze situatie is nu volledig omgekeerd. Er werd in de periode tussen 2005 en 2010 sterk geïnvesteerd in nieuwe productie en het daardoor gecreëerde extra aanbod kwam de afgelopen jaren tegelijk op de markt. In de tussentijd is de groei van China en andere opkomende landen afgezwakt, wat de honger naar grondstoffen fors raakt. En zelfs als de opkomende economieën in het vertrouwde tempo blijven uitdijen, zal dat veel minder grondstoffenintensief zijn dan de afgelopen tien jaar, omdat er wordt ingezet op groei die sterker gedreven wordt door binnenlandse consumptie dan door investeringen in infrastructuur.

Het tweede structurele element achter de huidige malaise is het aanhoudende overaanbod op verschillende grondstoffenmarkten. Dit heeft te maken met hoge investeringen uit het verleden, ge-

koppeld aan de lagere vraag. Bij de meeste metalen verloopt de aanpassing van het aanbod aan de lagere vraag trager dan verwacht. Dat komt enerzijds door een daling van de productiekosten (lagere energieprijzen), waardoor de aanbieders meer ademruimte hebben, maar anderzijds ook met subsidies die bepaalde activiteiten kunstmatig in leven houden. Bij ruwe olie gaat het om een bewuste strategie van de organisatie van olieproducerende landen (OPEC) om de producenten aan de bovenkant van de kostencurve uit de markt te prijzen. Daarbij werd in de eerste plaats gemikt op de Amerikaanse schalie-industrie. Deze bleek echter weerbarstiger dan gedacht want ondanks een forse daling van het aantal operationele boorplatformen daalt de Amerikaanse output van ruwe olie niet of nauwelijks. Het wegwerken van overcapaciteit en hoge voorraden is een proces dat tijd kost.

Naast vraag en aanbod zijn de ontwikkelingen op de valutamarkten een derde belangrijke element in de huidige malaise. Vooral de ontwikkeling van de Amerikaanse dollar speelt een cruciale rol. Een duurdere

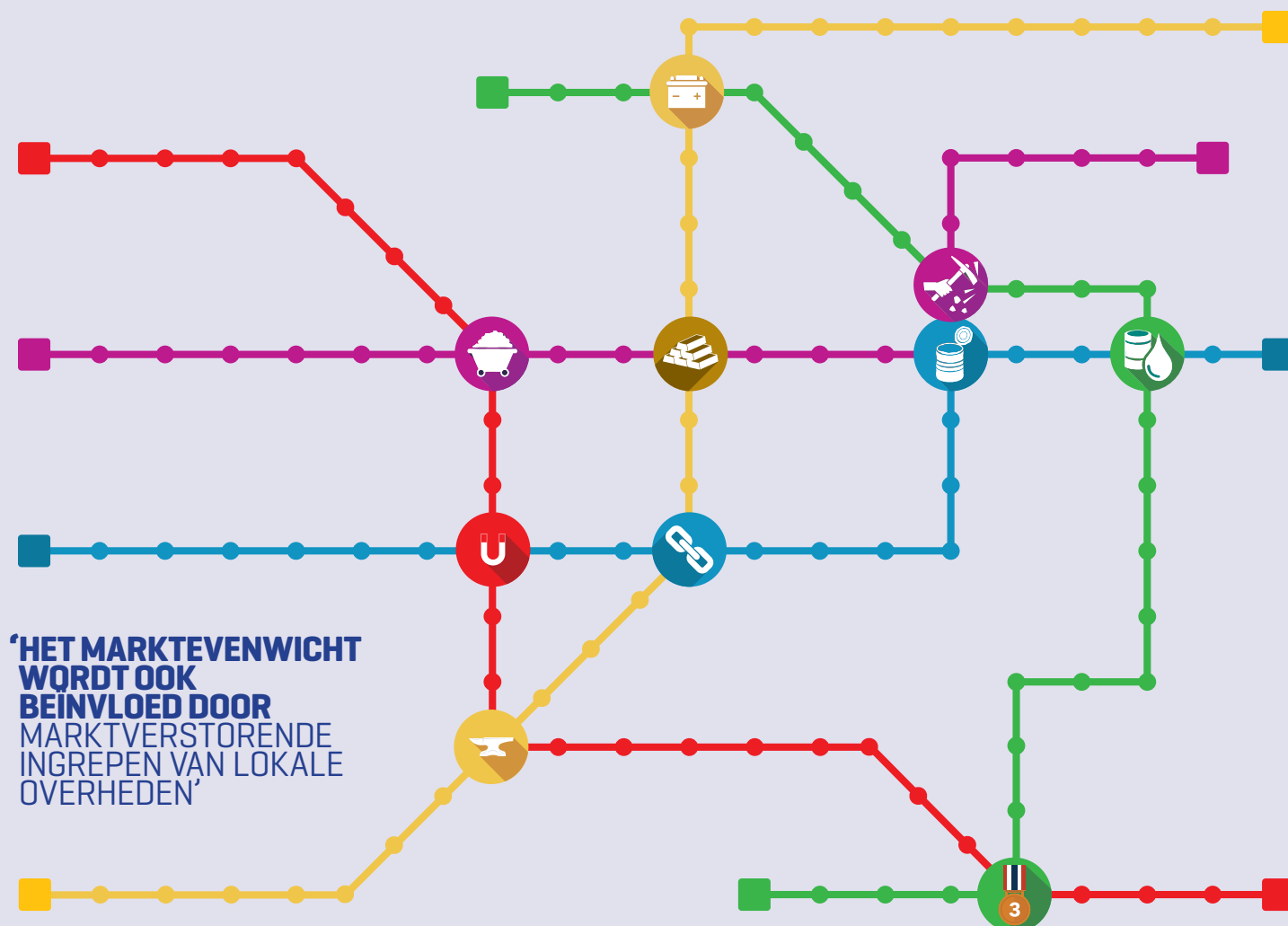
dollar heeft een negatieve impact op de grondstoffen die in die munt worden verhandeld. De afgelopen twaalf maanden is de dollarindex, die de waarde van de Amerikaanse munt afzet tegenover die van zes andere belangrijke handelsvaluta's, met een kwart gestegen. Als in de VS, zoals aangekondigd, de rente binnenkort omhooggaat, is er geen reden om aan te nemen dat deze trend op korte termijn zal keren.

BODEMVISSEN

Een populair gezegde op de financiële markten is dat lage prijzen de beste remedie zijn tegen lage prijzen. Daarmee wordt dan bedoeld dat het aanbod zich zal aanpassen tot er weer tekorten ontstaan en de hele cyclus van prijsstijgingen opnieuw van voor af aan kan beginnen. De vraag waar beleggers een antwoord op zoeken, is dan ook hoeveel verder de prijzen nog zullen zakken en hoelang ze op dat niveau moeten blijven om dit marktevenwicht te bereiken.

Het antwoord daarop is niet eenvoudig en bovendien voor elke grondstof verschillend. In theorie keert de wal het schip op het moment dat de prijzen gelijk zijn aan de kosten om grondstoffen te winnen. Daaronder is alle extra productie immers verlieslatend. In praktijk blijkt dit anders te liggen. Zo leidt het terugschroeven van kapitaaluitgaven niet onmiddellijk tot een daling van het aanbod (en dus hogere prijzen). Sterker, de afbouw van bestaande voorraden kan op korte termijn zelfs voor een toename van het aanbod zorgen. Daarnaast zijn de grondstoffenproducenten meestal niet geneigd om vrijwillig marktaandeel op te geven door minder te produ-

**DE VRAAG WAAR
BELEGERS EEN
ANTWOORD
OP ZOEKEN IS:
HOEVEEL VERDER
KUNNEN DE PRIJZEN
NOG ZAKKEN EN
HOELANG MOETEN
ZE OP DAT NIVEAU
BLIJVEN OM EEN
MARKTEVENWICHT
TE BEREIKEN**



Olie



Zink



Steenkool



Ijzererts



Metaal



Aluminium



Nikkel



Koper



Staal



Goud

ceren. Iedereen gaat ervan uit dat de markt op korte termijn weer zal aantrekken en wil daarom niet minder gaan produceren. Pas als de kasstromen niet meer voldoende zijn om de schulden af te betalen, moeten activiteiten noodgedwongen worden stopgezet.

Het marktevenwicht wordt verder nog beïnvloed door marktverstorende ingrepen van lokale overheden. Zo is de Chinese ijzerertsindustrie op het gebied van kosten al lang niet meer competitief. Voor Chinese staalproducenten is het zelfs goedkoper om ijzererts in te voeren in plaats van zelf te delven. De lokale productie wordt echter

door de overheid gesubsidieerd zodat deze kunstmatig in leven kan blijven.

HERSTEL

Duurzaam herstel op de grondstofmarkten kan dus nog even uitblijven. Op korte termijn is een technisch prijsherstel het meest waarschijnlijke scenario. Die verwachting hangt samen met de idee dat markten meestal overdrijven in optimisme of – zoals nu – in pessimisme. Cijfers van de Commodity Futures Trading Commission (CFTC) tonen aan dat het aantal uitstaande netto shortposities in koper en goud nooit eerder zo hoog was. Omge-

keerd waren de uitstaande longposities in olietermijncontracten in meer dan drie jaar niet meer zo laag. Deze extreme posities zijn op korte termijn een contra-indicator. Of beleggers daar blij om moeten zijn, is een andere zaak. Prijsstijgingen die niet gedragen worden door fundamentele factoren vertragen alleen maar de totstandkoming van een nieuw marktevenwicht. Dit wordt geïllustreerd door de rally op de oliemarkten tussen maart en juni. Die stopte de afbouw van aanbod waardoor het onevenwicht opnieuw groter werd en de dalende prijstrend in de zomer weer doorzette.

Wat grondstofbeleggers kan

helpen, zijn de strubbelingen op de aandelenmarkten. De correlatie tussen de grondstoffenprijzen en die van aandelen is opnieuw erg laag. Daardoor kan de beleggingscategorie helpen om het risico in een portefeuille te verlagen.

OVER DE AUTEUR

■ Koen Lauwers is onafhankelijk financieel analist, gespecialiseerd in grondstoffen

■ Lauwers heeft geen belangen in genoemde producten en bedrijven

Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

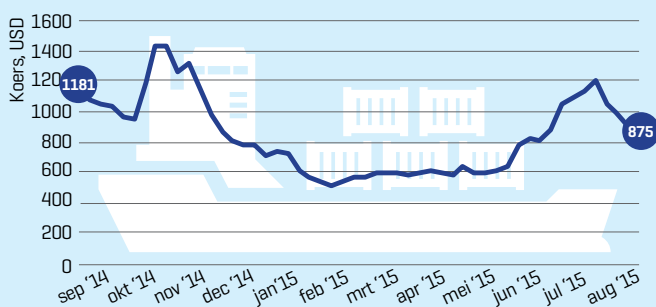
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
7 sep 2015



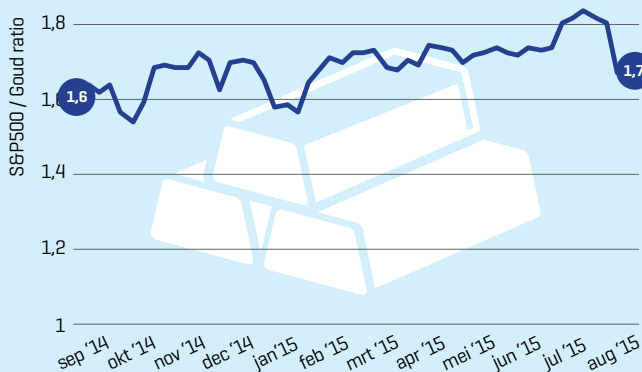
Baltic Dry Index

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



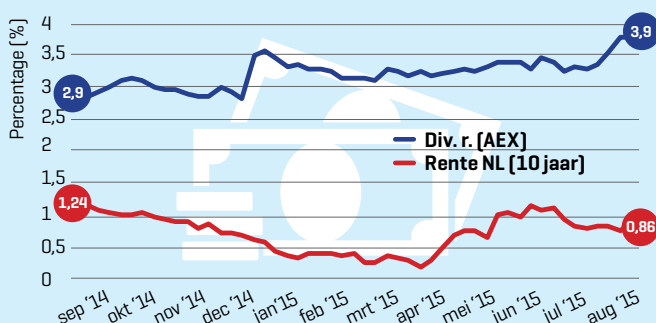
S&P500 / Goud ratio

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

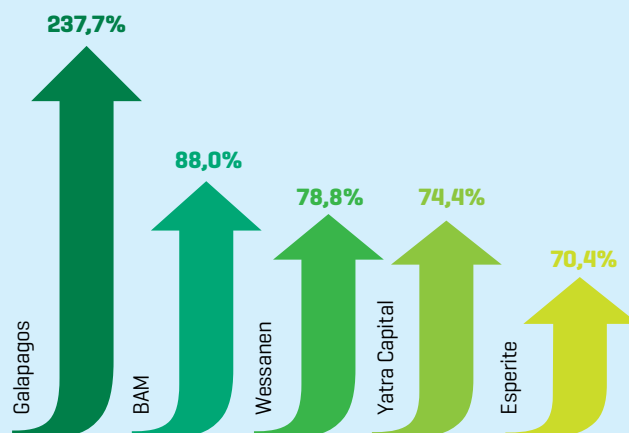


Dividend & rente

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



De snelste koersstijgers dit jaar



Populair bij analisten

Welke aandelen worden het gunstigst beoordeeld door analisten?

- 1 OCI
- 2 TKH
- 3 Kendrion
- 4 Aperam
- 5 NSI

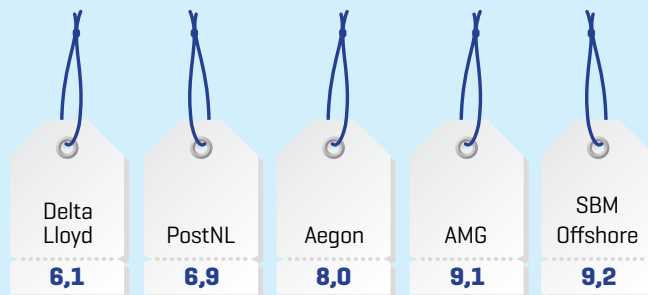
Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

- 1 Delta Lloyd 10,7%
- 2 Telegraaf 10,7%
- 3 Shell 7,4%
- 4 NSI 6,9%
- 5 Besi 6,9%

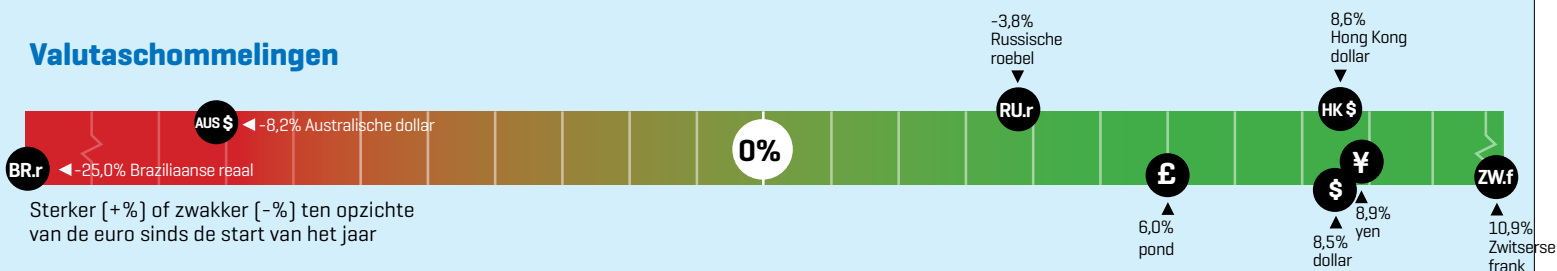
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



*taxaties voor 2015. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



Prestaties belangrijkste beurzen wereldwijd

Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Europa [Stoxx 600]	4,2%
VS [S&P 500]	-6,7%
VK [FTSE 100]	-6,9%
Japan [Nikkei]	2,3%
Zwitserland [SMI]	-2,8%
Hong Kong [Heng Seng]	-12,1%
Brazilië [Bovespa]	-7,0%
Australië [ASX 200]	-7,0%
Rusland [Micex]	21,7%

Best presterende beurzen

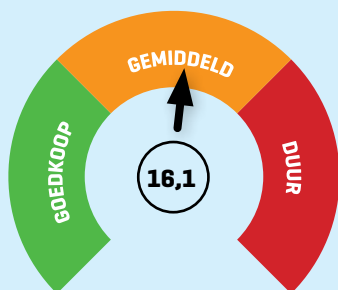
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Venezuela Stock Market	281,9%
Jamaica Stock Exchange	31,4%
Budapest [Hongarije]	28,7%

Goedkoopste beurzen

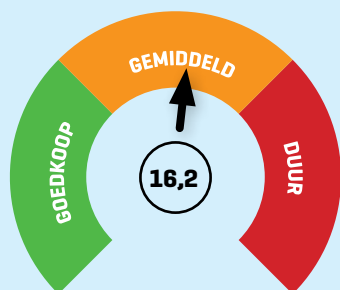
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Micex Index [Rusland]	5,9
Blom Stock Index [Libanon]	6,4
Nigeria Stock Exchange	8,3



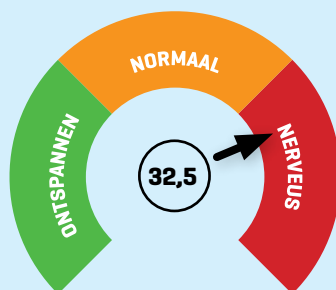
Hoe duur is de AEX?

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



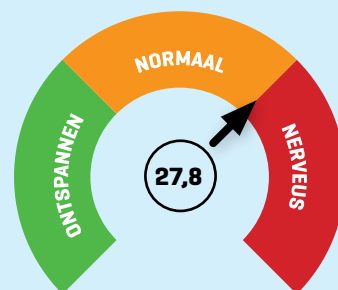
Hoe duur is de S&P 500?

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



Sentiment AEX

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



Sentiment S&P 500

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

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

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

*consensustaxaties. Bron: Bloomberg

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering				Verwacht dividend				
Basismaterialen & Chemie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
AkzoNobel	€ 59,84	3,8%	12	10	5	2,3	71,4	15,2	14,2	2,5	1,0	9,5	€ 1,55	2,6%	€ 1,65	2,8%
Aperam	€ 30,40	23,7%	15	1	0	2,9	45,6	13,9	8,8	1,1	0,5	6,0	€ 0,58	1,9%	€ 0,90	3,0%
ArcelorMittal	€ 6,66	-26,7%	18	13	5	2,4	10,2	-	13,1	0,3	0,2	5,1	€ 0,19	2,8%	€ 0,21	3,2%
DSM	€ 45,77	-9,6%	15	13	4	2,3	54,5	18,0	15,3	1,4	0,8	9,6	€ 1,70	3,7%	€ 1,77	3,9%
IMCD	€ 33,18	17,7%	4	6	0	2,4	38,6	19,1	16,5	2,7	0,5	-	€ 0,48	1,4%	€ 0,58	1,7%
OCI	€ 26,23	-9,2%	5	0	0	3,0	31,3	25,8	13,4	3,6	3,8	22,8	€ 0,33	1,3%	€ 0,45	1,7%
Bouw, Industrie & Infra	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Aalberts Industries	€ 27,36	11,5%	4	5	0	2,4	30,4	16,1	14,3	2,5	1,3	10,7	€ 0,50	1,8%	€ 0,57	2,1%
AMG	€ 6,98	3,3%	3	0	1	2,5	8,8	9,1	6,9	1,6	0,2	3,4	€ 0,00	0,0%	€ 0,25	3,5%
Arcadis	€ 21,51	-13,7%	6	2	2	2,4	27,7	12,0	10,2	1,8	0,5	9,4	€ 0,66	3,0%	€ 0,76	3,5%
Ballast Nedam	€ 1,48	-60,2%	0	1	1	-	1,5	296,8	2,4	-	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
BAM	€ 4,84	88,0%	8	2	1	2,6	5,4	19,0	11,0	1,5	0,2	-	€ 0,09	1,9%	€ 0,15	3,0%
Batenburg Techniek	€ 16,43	0,8%	1	0	0	-	23,5	8,9	7,5	1,1	0,3	-	€ 0,72	4,4%	€ 0,86	5,2%
Boskalis	€ 44,95	-1,1%	4	5	1	2,3	45,4	14,0	15,0	1,6	1,7	7,0	€ 1,57	3,5%	€ 1,57	3,5%
Grontmij	€ 4,44	25,7%	2	3	1	2,2	4,7	24,7	15,3	4,7	0,6	26,1	€ 0,05	1,1%	€ 0,13	2,9%
Heijmans	€ 7,98	-10,8%	3	6	0	2,3	12,3	15,0	6,0	0,8	0,1	-	€ 0,20	2,5%	€ 0,49	6,1%
Imtech	€ 0,07	-98,2%	0	1	5	1,2	0,8	-	-	0,0	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,02	28,6%
Kendrion	€ 23,47	8,5%	6	0	0	3,0	30,3	12,0	10,2	1,9	0,7	7,9	€ 0,86	3,6%	€ 0,94	4,0%
Nedap	€ 30,26	13,0%	2	1	0	2,7	36,5	18,3	14,3	3,7	1,1	4,8	€ 1,25	4,1%	€ 1,40	4,6%
Ten Cate	€ 24,19	29,4%	4	3	0	2,6	24,1	19,5	17,1	1,4	0,6	10,4	€ 0,52	2,1%	€ 0,59	2,5%
TKH	€ 32,92	24,9%	7	0	0	3,0	39,2	13,4	12,1	2,7	1,0	9,5	€ 1,10	3,3%	€ 1,28	3,9%
Communicatie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Altice	€ 23,86	-63,4%	5	4	3	2,2	31,9	19,0	18,5	-	-	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Brill	€ 24,70	-4,0%	0	1	0	-	27,5	-	-	1,8	1,1	9,9	-	-	-	-
DocData	€ 20,14	1,7%	1	1	0	-	22,0	34,1	17,4	3,5	0,8	7,3	€ 0,34	1,7%	€ 0,60	3,0%
KPN	€ 3,53	34,5%	18	11	4	2,4	3,6	65,4	42,1	3,0	1,9	8,3	€ 0,10	2,8%	€ 0,12	3,5%
Reed Elsevier	€ 13,78	-30,5%	9	15	2	2,3	15,3	16,3	15,1	11,5	2,0	14,0	€ 0,42	3,0%	€ 0,44	3,2%
Telegraaf	€ 4,75	-22,0%	3	2	0	2,6	6,5	11,3	11,0	0,8	0,4	4,8	€ 0,50	10,5%	€ 0,16	3,4%
Wolters Kluwer	€ 28,75	13,4%	7	11	5	2,1	29,5	15,4	14,3	3,8	2,1	10,8	€ 0,75	2,6%	€ 0,79	2,8%
Consumptie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Accell	€ 19,70	44,8%	1	3	0	2,3	20,0	14,0	13,2	1,6	0,5	11,0	€ 0,70	3,6%	€ 0,76	3,8%
Acomo	€ 22,00	15,7%	1	4	0	2,2	23,3	15,7	14,7	3,2	-	-	€ 1,09	4,9%	€ 1,13	5,2%
Ahold	€ 17,40	17,9%	17	15	0	2,5	20,2	16,7	15,4	2,8	0,4	7,2	€ 0,53	3,0%	€ 0,57	3,2%
Beter Bed	€ 21,51	25,1%	5	3	1	2,4	24,4	20,2	16,2	7,5	1,0	14,4	€ 0,96	4,5%	€ 1,23	5,7%
GrandVision	€ 22,80	-	9	2	1	2,7	26,3	25,5	23,1	7,7	-	-	€ 0,30	1,3%	€ 0,37	1,6%
Heineken	€ 69,21	17,4%	13	18	4	2,3	75,9	20,1	18,2	2,9	2,0	10,9	€ 1,24	1,8%	€ 1,38	2,0%
Macintosh Retail Group	€ 2,30	-36,1%	2	2	1	2,2	4,8	88,5	5,6	0,5	0,1	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,06	2,5%
Sligro	€ 35,50	13,6%	7	3	0	2,7	37,7	17,5	16,5	2,7	0,6	10,9	€ 1,22	3,4%	€ 1,33	3,8%
Stern	€ 14,41	10,8%	1	1	0	-	20,0	11,2	4,9	0,6	0,1	6,9	€ 0,10	0,7%	€ 0,20	1,4%
Unilever	€ 35,51	8,8%	14	17	9	2,1	41,6	19,4	18,0	6,6	2,0	13,8	€ 1,19	3,3%	€ 1,27	3,6%
Wessanen	€ 9,39	78,8%	3	4	1	2,3	9,5	30,8	28,1	2,6	1,5	34,5	€ 0,12	1,3%	€ 0,14	1,5%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Brunel	€ 14,74	8,4%	3	5	0	2,4	18,1	20,0	16,8	2,2	0,5	8,4	€ 0,72	4,9%	€ 0,78	5,3%
DPA	€ 1,71	3,4%	1	0	0	-	2,0	14,2	13,1	1,7	0,8	22,6	€ 0,08	4,7%	€ 0,04	2,3%
Randstad	€ 55,46	38,4%	12	8	3	2,4	62,1	17,0	14,2	2,8	0,5	13,5	€ 1,53	2,8%	€ 1,80	3,2%
USG	€ 12,87	37,9%	6	2	1	2,6	14,9	17,0	12,5	2,2	0,4	13,0	€ 0,26	2,0%	€ 0,37	2,9%
Energie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Fugro	€ 18,01	4,3%	6	6	2	2,3	21,2	30,4	18,2	1,0	0,6	16,1	€ 0,00	0,0%	€ 0,22	1,2%
SBM Offshore	€ 10,36	5,9%	8	6	5	2,2	12,8	9,2	7,1	0,9	0,6	8,6	€ 0,02	0,1%	€ 0,24	2,3%
Shell	€ 22,58	-18,4%	18	7	3	2,5	30,1	12,2	10,7	0,9	0,5	4,4	€ 1,67	7,4%	€ 1,66	7,4%
Logistiek 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Air France-KLM	€ 6,52	-18,1%	5	14	11	1,8	6,9	-	7,1	-	0,1	2,8	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
PostNL	€ 3,42	10,3%	9	9	1	2,4	5,0	6,9	6,8	-	0,4	3,6	€ 0,00	0,0%	€ 0,06	1,8%
TNT Express	€ 7,52	35,7%	1	16	2	1,9	7,4	31,3	24,2	1,8	0,6	47,8	€ 0,09	1,2%	€ 0,11	1,4%
Vopak	€ 37,53	-12,9%	7	8	3	2,2	45,9	15,2	14,2	2,5	3,5	9,6	€ 0,94	2,5%	€ 0,98	2,6%
Technologie 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
ASMI	€ 32,99	-6,0%	9	3	0	2,8	49,1	11,5	11,1	1,1	3,4	13,7	€ 0,67	2,0%	€ 0,72	2,2%
ASML	€ 83,32	-6,9%	19	14	6	2,3	99,7	25,0	19,8	4,5	5,9	20,0	€ 0,79	0,9%	€ 0,92	1,1%
Besi	€ 18,36	-0,9%	4	3	0	2,6	26,0	13,1	13,0	2,3	1,8	7,2	€ 1,26	6,9%	€ 1,25	6,8%
Gemalto	€ 60,78	-10,5%	13	9	6	2,3	74,9	16,4	13,7	2,3	1,9	15,1	€ 0,45	0,7%	€ 0,48	0,8%
ICT	€ 6,90	18,8%	1	0	0	-	8,0	12,3	11,0	1,8	0,9	9,0	€ 0,24	3,5%	€ 0,27	3,9%
Neways	€ 8,15	11,7%	1	0	0	-	9,2	14,3	9,7	1,4	0,2	9,9	€ 0,17	2,1%	€ 0,25	3,1%
Ordina	€ 0,89	-29,0%	1	3	1	2,0	1,0	14,9	9,6	0,6	0,2	19,8	€ 0,00	0,3%	€ 0,02	2,6%
Philips	€ 23,00	-4,8%	13	13	5	2,3	27,0	16,7	14,2	1,9	0,9	16,4	€ 0,82	3,6%	€ 0,88	3,8%
TomTom	€ 8,96	62,0%	6	6	4	2,1	10,7	43,3	26,6	2,2	2,1	16,6	€ 0,00	0,0%	€ 0,05	0,6%
Overig 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Corbion	€ 19,28	39,6%	5	5	0	2,5	21,6	18,9	17,1	2,6	1,4	12,4	€ 0,51	2,7%	€ 0,44	2,3%
Esperite	€ 2,54	70,4%	0	0	0	-	-	-	-	0,9	0,8	-	-	-	-	-
Fagron	€ 19,83	-42,9%	1	6	0	2,1	29,2	11,0	9,6	4,0	1,3	9,6	€ 1,07	5,4%	€ 1,17	5,9%
Galapagos	€ 52,31	237,7%	8	0	1	2,8	63,0	21,9	-	7,7	22,7	-	-	-	-	-
Value8	€ 10,10	-9,2%	0	0	0	-	-	-	-	1,6	0,5	29,2	-	-	-	-
Yatra Capital	€ 6,00	74,4%	0	0	0	-	-	-	-	1,1	-	-	-	-	-	-

	Koers & Rendement		Karakteristieken		Analisten aanbevelingen					Waardering			Verwacht dividend				
Banken		ref.koers	rend. ytd	Leverage ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
BinckBank		€ 7,43	5,3%	13,3%	16,4%	5	3	1	2,4	9,6	10,3	10,5	1,2	€ 0,36	4,9%	€ 0,36	4,8%
ING		€ 13,30	22,8%	5,9%	8,8%	25	7	0	2,8	16,1	11,7	11,2	1,1	€ 0,76	5,7%	€ 0,84	6,3%
Kas Bank		€ 11,00	11,0%	4,4%	12,4%	3	1	0	2,8	11,9	10,4	10,2	0,8	€ 0,61	5,5%	€ 0,65	5,9%
Vastgoed		ref.koers	rend. ytd	NAV	bezettingsgraad	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Eurocommercial Properties		€ 39,47	12,2%	€ 35,7	99,5%	6	7	0	2,5	43,0	19,4	18,4	1,2	€ 1,97	5,0%	€ 2,03	5,1%
NSI		€ 3,68	-0,2%	€ 4,7	78,6%	4	1	0	2,8	4,7	11,1	11,0	-	€ 0,26	6,9%	€ 0,26	7,1%
Unibail-Rodamco		€ 228,65	7,4%	€ 167,2	98%	8	13	3	2,2	252,9	21,5	20,3	1,5	€ 9,74	4,3%	€ 10,08	4,4%
Vastned Retail		€ 40,19	7,3%	€ 42,7	97,7%	4	3	1	2,4	44,9	17,3	16,9	0,8	€ 2,07	5,2%	€ 2,13	5,3%
Wereldhave		€ 50,91	-10,7%	€ 54,4	92,5%	9	3	1	2,6	60,8	15,7	14,5	-	€ 2,93	5,8%	€ 3,12	6,1%
Verzekeraars		ref.koers	rend. ytd	IGD ratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div.r.15*	div.16*	div.r.16*
Aegon		€ 5,31	-15,2%	208,0%	4,3%	13	12	5	2,3	6,9	8,0	6,7	0,5	€ 0,24	4,6%	€ 0,27	5,1%
Delta Lloyd		€ 9,00	-50,5%	183,0%	-19,1%	5	8	5	2,0	13,8	6,1	4,1	0,9	€ 0,96	10,7%	€ 0,93	10,3%
NN Group		€ 25,99	4,6%	303,0%	6,7%	9	10	3	2,3	29,2	7,9	9,0	0,4	€ 1,28	4,9%	€ 1,32	5,1%

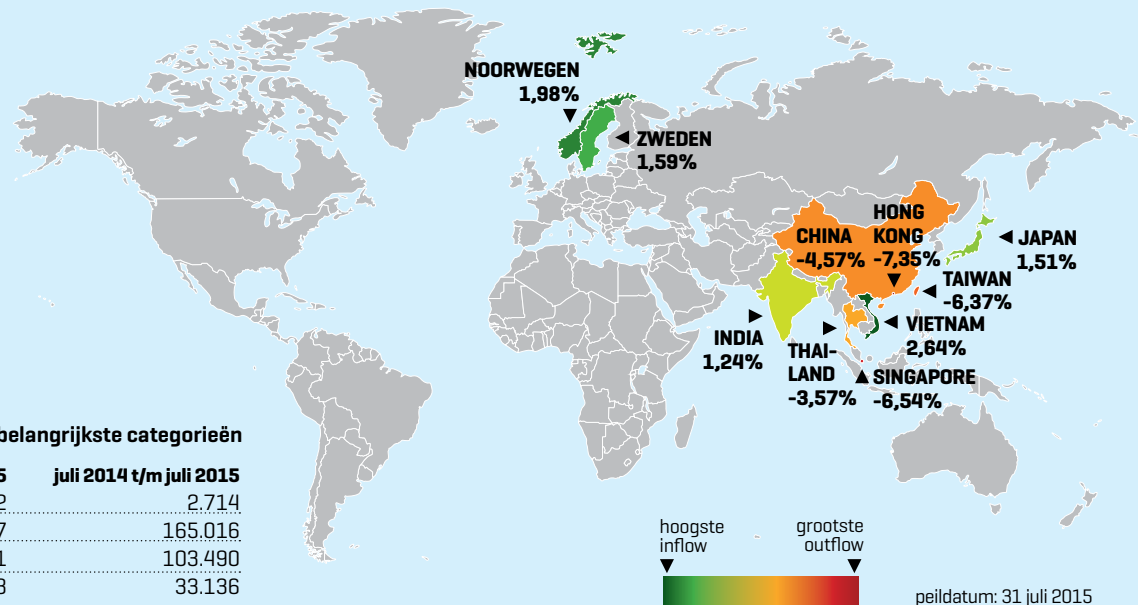
FONDSEN DASHBOARD

Powered by
MORNINGSTAR

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

Geldstromen

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



Beleggingscategorieën

Netto instroom van kapitaal in de belangrijkste categorieën
[in mln. euro]

	juli 2015	juli 2014 t/m juli 2015
Aandelenfondsen	8.292	2.714
Mixfondsen	9.297	165.016
Obligatiefondsen	-591	103.490
Geldmarktfondsen	21.383	33.136

TOP 5

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



Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
ASN Duurzaam Aandelenfonds	26,20	20,68
Morgan Stanley Global Opportunity	25,48	25,61
Pictet-Security	24,97	18,01
Carnegie Worldwide Ethical	23,83	17,09
Carnegie Worldwide	21,69	15,14

Europa

	1 jaar	3 jaar
Adelphi European Select Equity	26,28	20,16
BlackRock European Special Situations	25,56	18,36
E.I. Sturza - Strategic Europe Value Fund	23,97	21,31
GAM Star European Equity	22,91	16,80
Fidelity European Dynamic Growth	21,97	16,89

Nederland

	1 jaar	3 jaar
Kempen Orange	32,72	22,95
Add Value Fund	20,93	11,21
Kempen Oranje Participaties	19,23	19,77
Amundi ETF MSCI Netherlands	18,98	17,36
SSgA Netherlands Index Equity Fund	18,03	16,54



Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
BNY Mellon Global Opportunistic Bond Fund	14,48	6,58
Invesco Global Bond Fund	13,51	5,20
M&G Global Macro Bond	13,24	5,99
Invesco Bond Fund	12,21	2,60
Capital Group Global Bond	10,75	2,18

Europa

	1 jaar	3 jaar
Amundi ETF Govt Bond Euro MTS Broad Inv Grade 10-15y	4,18	11,16
Generali IS Euro Bonds	3,87	6,48
Optimix Income Fund	3,76	4,21
AEGON Europees Obligatie Fonds	3,43	5,76
BlackRock Euro Bond	3,19	6,59

High yield

	1 jaar	3 jaar
Kames High Yield Global Bond	17,48	10,33
PIMCO GIS Global High Yield Bond	17,44	9,71
AB Short Duration High Yield	17,42	7,81
Aviva Investors Global High Yield Bond	17,21	9,65
BNY Mellon Global High Yield Bond	16,01	11,89

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

1 CATEGORIE, 3 FONDSSEN > AANDELEN AZIË-PACIFIC INCL. JAPAN

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

1 Allianz Oriental Income
LU0348783233

2 Fidelity Funds - Pacific Fund
LU0951203180

3 Robeco Asia Pacific Equities
LU0871827209

KENNISMAKING 31 juli 2015 (fonds 1), 31 mei 2015 (fonds 2), 30 juni 2015 (fonds 3)

Top 5 Posities

1	EO Technics	4,85%
2	Koh Young Technology	4,82%
3	Mainfreight	4,78%
4	Yamaha Motor	4,63%
5	Bank Of China	4,05%

1	Orix	3,00%
2	Daou Technology	1,64%
3	Tencent	1,48%
4	SoftBank	1,33%
5	Woori Bank	1,31%

1	Nippon Telegraph & Telephone	3,26%
2	T&D	2,56%
3	China Construction Bank	2,49%
4	Sumitomo Mitsui Financial	2,39%
5	Mizuho Financial	2,31%

Marktkapitalisatieverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]

	1	2	3
Large-cap	43,6% 49,7%	35,6% 40,8%	82,4% 79,0%
Mid-cap	30,2% 27,5%	33,0% 37,2%	16,2% 20,3%
Small-cap	26,2% 22,8%	31,4% 22,1%	1,4% 0,7%

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	12,0%	14,5%	8,0%
Lichtcyclisch	51,6%	38,7%	40,8%
Cyclisch	36,5%	46,8%	51,2%

Regioverdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

	1	2	3
Ontwikkeld	76,9% 78,8%	60,9% 60,1%	79,4% 78,4%
Opkomend	23,1% 21,2%	39,1% 39,9%	20,6% 21,6%

Top 5 landen

1	Japan	38,2%
	China	16,7%
	Zuid-Korea	16,5%
	Taiwan	7,2%
	N-Zeeland	5,8%
2	China	26,3%
	Japan	24,7%
	Zuid-Korea	11,5%
	Australië	7,9%
	India	4,9%
3	Japan	43,4%
	China	14,6%
	Australië	11,6%
	Zuid-Korea	10,1%
	Taiwan	7,1%

Kosten

1	Fondskosten [ongoing charges]	0,99%
2	Fondskosten [ongoing charges]	1,21%
3	Fondskosten [ongoing charges]	0,92%

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

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
Rendement %				
1 jaar	4,43%	3,77%	4,81%	5,80%
3 jaar	10,32%	15,99%	11,88%	9,61%
5 jaar	7,71%	11,21%	9,98%	6,32%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	12,49%	13,33%	12,28%	11,03%
Maximaal verlies	-45,80%	-47,09%	-50,56%	-49,99%

TOEKOMST

Allianz Oriental Income

- PROCES** We waarderen het aandelenselectie proces, maar het is onduidelijk hoe asset allocatie wordt bepaald.
- RENDEMENT** Het fonds heeft op lange termijn zowel de categorie als de benchmark significant verslagen.
- TEAM** Stuart Winchester is al lange tijd de beheerder van dit fonds en heeft drie decennia ervaring.
- FONDSHUIS** Sterke punten, maar over het algemeen neutraal.
- KOSTEN** Met lopende kosten van 0,99% is het fonds iets goedkoper dan de categoriemediaan.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Neutral

Dit is een degelijk aanbod, maar we zouden graag meer structuur zien rond het beleggingsproces.

Fidelity Funds - Pacific Fund

- PROCES** De voorkeur wordt gegeven aan ondernemingen met groeikenmerken.
- RENDEMENT** Er is een lange historie van sterke prestaties, ook al kunnen de rendementen volatiel zijn.
- TEAM** De zeer ervaren beheerder Dale Nicholls volgt deze strategie met succes sinds september 2003.
- FONDSHUIS** Fidelity beschikt over een groot analisten-team voor haar bottom-up gedreven investeringsproces.
- KOSTEN** De totale kosten liggen enigszins boven de mediaan van de vergelijkingsgroep.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Bronze

Fidelity Pacific is een waardige keuze voor degene die geïnteresseerd zijn in Aziatische aandelen.

Robeco Asia Pacific Equities

- PROCES** Een solide en bewezen proces dat bottom-up gedreven is en zich vooral op waarde aandelen richt.
- RENDEMENT** De prestaties onder Van Rijn zijn bovengemiddeld en zeer consistent.
- TEAM** Van Rijn is een ervaren beheerder met een solide track record en wordt ondersteund door een team van hoge kwaliteit.
- FONDSHUIS** Robeco is puur op vermogensbeheer gericht en is overgenomen door het Japanse Orix.
- KOSTEN** De lopende kosten liggen onder de mediaan van vergelijkbare fondsen.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Silver

Dit fonds is één van de beste keuzes voor een aandelenbelegging in de Azië-Pacific regio.

VRAAG HET DE VEB

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

1 DE AANDELENKOERS VAN IMTECH MAAKTE VORIGE MAAND FLINKE KOERS-SPRONGEN. HOE KAN DAT BIJ EEN FAILLIET BEDRIJF?

Er zijn verschillende redenen voor de fluctuaties van de aandelenkoers van een failliet bedrijf. Zo trekken centenfondsen speculanten aan die puur willen profiteren van de koersbewegingen, zonder te kijken naar fundamentele factoren. Daarnaast kan het te maken hebben met het afwikkelen van shortposities. Beleggers die aandelen hebben geleend om te speculeren op een koersdaling, moeten de aandelen terugkopen, om de positie af te wikkelen.

Een andere reden is dat er beleggers kunnen zijn die toch nog iets terugverwachten uit de failliete boedel. Echter, in de praktijk blijft er bij een faillissement van een beursgenoteerde onderneming doorgaans niets over voor aandeelhouders. De curator die het faillissement afwikkelt, gaat na welke partijen recht hebben op betaling uit de boedel. Aandeelhouders staan daarbij achteraan in de rij.

2 IK WIL MIJN AANDELEN TNT EXPRESS NIET AANBIEDEN. WAT GEBEURT ER ALS MINSTENS 95% VAN DE AANDELEN WEL WORDT AANGEMELD?

Wanneer meer dan 95 procent van de aandelen onder het bod wordt aangemeld, kan het Amerikaanse FedEx een uitkoopprocedure bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam starten. Dit is een procedure om de resterende aandeelhouders uit te kopen.

Onlangs heeft de Ondernemingskamer een uitspraak gedaan die het voor bedrijven eenvoudiger maakt om resterende aandeelhouders uit te kopen. De Ondernemingskamer heeft in de uitkoopprocedure van Unit4-aandeelhouders beslist dat bij het vaststellen van de waarde aansluiting gezocht dient te worden bij het bod. Het moment waarop de waarde wordt vastgesteld, is hierdoor gelijk aan het moment van de betaalbaarstelling onder het bod. Hierdoor wordt

minder rekening gehouden met de waardeontwikkeling na het openbare bod. Voor resterende aandeelhouders wordt het zodoende moeilijker om zich tegen de uitkoopprijs te verzetten.

De overname is nog wel afhankelijk van de goedkeuring van de toezichthouders, welke nog onderzoek doen. De deadline is 13 januari 2016.

3 DE OVERNAME VAN GRONTMIJ WORDT DEELS BETAALD IN AANDELEN SWECO. WAT BETEKENT DAT VOOR BELEGERS DIE HUN GRONTMIJ-STUKKEN AANBIEDEN?

Naast een betaling van 1,84 euro in contanten per aandeel Grontmij, ontvangen Grontmij-aandeelhouders van het Zweedse ingenieursbureau Sweco 0,22195 aandeel Sweco B. Op basis van de slotkoers van Sweco B op 29 mei 2015, de dag voor het bod uitkwam, was de waarde van het bod omgerekend 4,66 euro. Doordat het bod deels in aandelen wordt betaald (en de waarde daarvan fluctueert), schommelt de waarde van het bod voortdurend. Een andere factor die voor schommelingen zorgt in de waarde van het bod is de valutakoers. De aandelen Sweco worden verhandeld op de Zweedse beurs en in Zweedse kronen.

Grontmij-beleggers hebben tot en met 22 september aanstaande om hun aandelen aan te bieden (de broker kan het loket eerder sluiten). Beleggers die hun aandelen aanbieden, ontvangen op 1 oktober de biedprijs.

Veel banken en brokers in Nederland hebben de beurs van Stockholm ook in hun productassortiment, zodat beleggers niet met onverkoopbare stukken komen te zitten na de overname van Grontmij. Wel kunnen de kosten om te handelen op de Zweedse beurs hoger zijn dan op de Nederlandse beurs. Beleggers kunnen hierover navraag doen bij hun broker.

4 DE TOPMAN VAN APPLE STELDE IN EEN E-MAIL AAN ZAKENZENDER CNBC DAT JULI EN AUGUSTUS GOEDE MAANDEN ZIJN GEWEEST, WAARNA DE BEURSKOERS OPLIEP. WAT KAN HIERVAN HET GEVOLG ZIJN?

De e-mail, waarin Apple-topman Tim Cook aangaf dat het elektronicabedrijf in juli en augustus sterk groeide in China, zorgde ervoor dat het koersverlies voor een deel werd ingelopen. Het is aan de Amerikaanse toezichthouder om de zaak te onderzoeken. Indien sprake is van overtreding van regels kan een boete worden opgelegd.

Normaal gesproken verstrekken bedrijven informatie in publicaties als kwartaal-, halfjaar- of jaarcijfers en geven zij geen tussentijdse updates. Mocht daartoe toch aanleiding zijn, bijvoorbeeld bij koersgevoelige informatie, dan gelden daarvoor regels.

In Nederland zijn beursgenoteerde ondernemingen volgens de wet verplicht om koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken.



APPLE EN SONY

Met de lancering van de nieuwste iPhone hoopt Apple een turbulente zomer af te sluiten. De paniek op de beurs vanwege China heeft het bedrijf miljarden aan beurswaarde gekost. Topman Tim Cook nam zelfs de uitzonderlijke stap om tussentijds informatie naar buiten te brengen over de verkoop van iPhones. Weet Apple zijn succes vol te houden en wat kan het leren van een in verval geraakte grootmacht als Sony? Wij vergelijken de aandelen van beide technologieconcerns.



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

Redactie

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

Verder werkten mee aan dit nummer:

VEB: Paul Koster, Marianne Kraan

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

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep
[www.redactiepartners.nl]
Brad Kokke, Suzanne Lommers,
Wietske Rodenhuis, Maaike Vries,
Esther van Wezel

Adverteren in Effect of de VEB-nieuwsbrief

Neem voor informatie of vragen contact op met Martijn Penning
Tel. 0314-355 831

E-mail martijn.penning@pshmediasales.nl

Directie

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

Raad van Toezicht

mr. S.E. Eisma, voorzitter,
mevr. A. Gram MBA, vice-voorzitter,
mr. P. Arlman, drs. M. Beijer,
mr. J.A.J. Peeters,
mr. P.C.M.M. Terporten

VEB

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

Beleggersservice

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

Lidmaatschap

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

Disclaimer

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

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

Druk

Roularta, België



Effect
ISSN 0165-6341

Fortis belegger?

De VEB geeft niet op



VEB ACTIE FORTIS

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

De VEB strijdt nog steeds voor compensatie voor gedupeerde beleggers.

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

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

