

WERK AAN DE WINKEL VOOR NEDERLAND



ABN Amro

ASML

TenCate

Shell

Docdata

Hunter Douglas

SNS Reaal

Nedap

Unilever

Vegetarische Slager

LEEGLOOP DAMRAK

Overnameprooien leveren
te weinig op

ABNAMRO

Beursgang verdeelt
beleggers

HUNTER DOUGLAS

Tegendraadse
analyse

INTERVIEW RUBEN WEGMAN

Nedap blijft liever
zelfstandig

WERK AAN DE WINKEL VOOR NEDERLAND



WERK AAN DE WINKEL VOOR NEDERLAND

Nederland is zeer concurrerend, schrijft Robert Rosenau in deze Effect (pag. 24). Wel is het zaak onze hoge positie op de wereldranglijst voor concurrentievermogen vast te houden. Bedrijven als Nedap (pag. 14) en ASML (pag. 17) dragen daaraan bij met investeringen in nieuwe technologie. Zorgelijk is echter dat op het Damrak in hoog tempo gerenommeerde bedrijven verdwijnen door faillissementen of voor overnamebedragen waarmee beleggers hun inleg niet terugverdienen, concludeert Jasper Jansen (pag. 12). Er blijft werk aan de winkel!

inhoud

CEO-INTERVIEW

NEDAP-TOPMAN RUBEN WEGMAN

Veel bedrijven hopen relevant te blijven door dicht op de klant te zitten. Nedap was al klantgericht toen Ruben Wegman in 2009 bestuursvoorzitter werd. Zijn uitdaging: een kleine stap terug doen en producten ontwikkelen die Nedap niet aan één enkele klant, maar aan 'tig' klanten over de hele wereld kan verkopen.



14

TIPS VAN TOPBELEGERS



DE WET VAN MOORE GELDT NOG ALTIJD

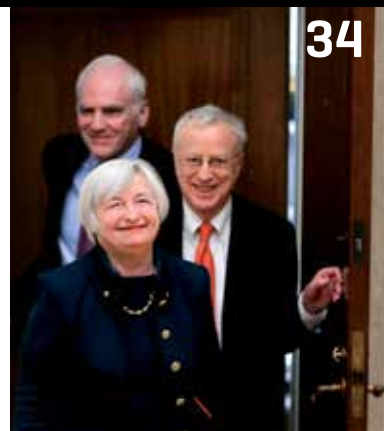
Dit jaar viert de halfgeleiderindustrie de vijftigste verjaardag van de Wet van Moore, die stelt dat het aantal componenten in chips elke twee jaar verdubbelt, terwijl de kosten gelijk blijven. Die ontwikkeling zal doorgaan tot chipcomponenten de omvang van een atoom benaderen.

17

VS

INTERVIEW GEORGE AKERLOF

Samen met Robert Shiller publiceerde George Akerlof dit najaar een fascinerend nieuw boek: *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*. De twee Nobelprijswinnaars in de economie waarschuwen voor alledaagse misleiding en manipulatie.



34

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



39

BELEGGEN KUN JE ZELF

Deze maand verschijnt de eerste jaarboekeditie van *Beleggen kun je zelf*, geschreven door Patrick Beijersbergen. Hij geeft daarin concrete tips en praktische beleggingsadviezen. Waardebelegger Hendrik Oude Nijhuis las het en gaf zijn oordeel.

SECTORANALYSE

AMERIKAANSE AUTOMAKERS STAAN ER HET BESTE VOOR

Het schandaal met de sjoemelsoftware bij Volkswagen heeft de automobiellindustrie wakker geschud, en autobezitters ook. Het aandeel Volkswagen is bijna gehalveerd en lijkt extreem goedkoop, maar is ook aangeschoten wild.



40

EN VERDER...

Ten eerste	04
Actueel: VEB-event 'Sparen of beleggen'	08
Damrak: bedrijven overnemen zonder scrupules	10
Onderzoek: beursexits	12
Tegendraads beleggen: Hunter Douglas, kansrijke achterblijver	20
Interview: S&P-hoofdeconoom Jean-Michel Six	27
Analistenduel: twee visies op Unilever	30
Lezersbrieven	32
Statistieken	44
Ledenvragen	50
Colofon & Next	51

COLUMNS

Paul Koster 05 Paul Frentrop 19 Errol Keyner 29
Marius Kerdel & Jolmer Schukken 37 Sheila Sitalsing 43

OBLIGATIE VEGETARISCHE SLAGER MOËT HET HEBBEN VAN IDEËLE BELEGGER



22

QUOTE

COCO'S VOLGENS BERT WAGENDORP

'BIJ GEWONE MENSEN HEET DAT CHANTAGE, BANKIERS SPREKEN LIEVER VAN EEN REKENVOORBEELD'

Columnist Bert Wagendorp in de Volkskrant
over de kwestie rond de coco's

Coconuts

De rente die banken betalen op financieringsproducten als *contingent convertibles* (coco's) moet aftrekbaar zijn, dat was het idee. De banken voerden een stevige lobby om dit fiscale voordeel veilig te stellen. De kredietverlening zou er weleens onder kunnen lijden, voerden zij aan.

In Europese landen is de rente op hybride producten gewoonlijk aftrekbaar. Coco's vormen een uitzondering, vond de Belastingdienst in Nederland, tot ontevredenheid van de banken. Nederlandse banken zouden hierdoor een concurrentienadeel hebben.

De bankensector hielp de minister een handje om de fiscale aftrekbaarheid wettelijk vast te leggen.

De wettekstvoorstellen die grootbanken indienden, werden letterlijk overgenomen. Het resultaat: een belastingvoordeel van 350 miljoen euro per jaar.

Is de coco geschikt voor de particuliere belegger? Nee. Coco's zijn obligaties die banken helpen te voldoen aan de nieuwe, strengere kapitaaleisen. Bij zwaar weer kunnen ze worden omgezet in aandelen, of zelfs helemaal afgestempeld. Het risico op verlies van inleg en het niet ontvangen van rente is vele malen groter dan bij gewone obligaties. Daarnaast is de waarde lastig in te schatten en weet niemand hoe de markt reageert wanneer een bank in de problemen lijkt te geraken. Een forse koersval en een verdamping van de inleg ligt op de loer.

Vette winst

Een grote belegger met een goede reputatie die instapt, dat is meestal goed nieuws voor een aandeel. Maar wat eind oktober met het aandeel Weight Watchers (NYSE-ticker WTW) gebeurde, was toch opmerkelijk. Het aandeel verdubbelde bijna in één dag en dat was niet omdat Warren Buffett instapte, maar omdat Oprah Winfrey 10 procent in het afslankimperium kocht. Winfrey neemt ook als

adviseur zitting in het bestuur en gaat de afslankprogramma's promoten.

Weight Watchers was diep weggezakt en noteerde rond de 7 dollar voordat Oprah er een klap op gaf. Een leuke winst, maar niet genoeg voor beleggers die in 2012 kochten toen het aandeel boven de 80 dollar stond.

De omzet van het bedrijf staat al jaren onder druk door de

Rampzalig kwartaal:

GOEDE ZAAK

De lage olieprijs doet Royal Dutch Shell pijn. Shell rekent met een olieprijs van 60 dollar voor een vat om break-even te draaien en dat niveau lijkt voorlopig buiten bereik. Het bedrijf heeft het slechtste kwartaal uit zijn geschiedenis gedraaid: een verlies van ruim 6 miljard dollar in het derde kwartaal. Het vierde wordt waarschijnlijk niet veel beter.

Shell grijpt hard in. Duizenden ontslagen en voor tientallen miljarden aan bedrijfszonderdelen in de eta-

lage. Door geen geld meer te steken in Arctisch Alaska en teerzandprojecten in Canada speelt Shell geld vrij dat slimmer besteed kan worden.

En dat is goed. Want hoewel Shell zelf gelooft dat de olieprijs in de toekomst weer omhoog zal gaan, is het bedrijf er nu wel beter op berekend als dit niet gebeurt. Met de kasstroom zit het nu nog wel goed: er komt zo'n 30 miljard dollar per jaar binnen, waarvan slechts 10 miljard voor dividend nodig is.

Het is de komende jaren de



WEIGHT WATCHERS WAS DIEP WEGGEZAKT EN NOTEERDE ROND DE 7 DOLLAR VOORDAT OPRAH ER EEN KLAP OP GAF



Foto DPA - Dennis Van Tine/Geisler-Fotopres

Fittie

Australische belegger John Hempton (links op de foto) en topman Bill Ackman van Pershing Square zijn geen vrienden. Op de vraag of hij de miljardair weleens heeft ontmoet, zei Hempton eerder dit jaar: "Ik ga nog liever om met drugdealers en prostituees." De twee hebben het al een tijdje met elkaar aan de stok. Ackman zag zijn belang in Valeant vele miljoenen minder waard worden nadat dit farmaciebedrijf banden bleek te hebben met het fraude-rende Philidor. Nederlandse beleggers hebben hier ook last van: het in Amsterdam genoteerde Pershing Square verloor de afgelopen maanden een kwart van zijn waarde.



Foto Reuters

vraag wat Shell met die 20 miljard kasstroom die overblijft gaat doen, maar voor nu is het feit dat Shell fors ingrijpt om de winstgevendheid veilig te stellen vooral een goed teken voor de aandeelhouders. De 47 dollarcent die per kwartaal als dividend wordt uitgekeerd, is voorlopig veilig. Het aandeel Royal Dutch Shell is op 13 keer de verwachte winst voor 2016 en met een dividendrendement van ruim 7 procent goedkoper dan het in lange tijd was. Zo is een rampkwartaal toch nog ergens goed voor.

opkomst van gratis afslankapps en allerhande digitale fitnessgadgets, en de beurskoers leek op weg naar het nulpunt. Maar nu is er een waar Oprah-effect, in de eerste plaats voor Oprah zelf: de presentatrice viel zeven kilo af en werd tientallen miljoenen rijker. Maar het bedrijf profiteert ook. Begin november maakte Weight Watchers de derdekwartalcijfers bekend en die vielen ineens enorm mee. Bovendien werden de vooruitzichten

uiteraard opgeschroefd, wat de koers nog een extra impuls gaf.

WAT AL TE SCHEUTIG

Inslaan dus, dat aandeel? Nou, nee. Weight Watchers staat inmiddels op 24 dollar en dat is ruim 30 keer de voor 2016 verwachte winst per aandeel. De dividendbetaling ligt al twee jaar stil en dat blijft nog wel even zo. Dikke kans dat het goede nieuws wat al te scheutig in de koers verwerkt is.

WELKOM TERUG!



door Paul Koster

Als u dit leest, is ABN Amro misschien al weer beursgenoteerd en anders duurt het niet lang meer. Een goede zaak, want ABN Amro is een belangrijk Nederlands bedrijf en het is mooi dat beleggers zelf kunnen beslissen of ze er aandelen in willen hebben of niet. Als staatsbedrijf kan dat niet, dan is iedere Nederlander indirect aandeelhouder.

De VEB zegt dus: 'Welkom terug!' en stelt vast de cijfers beloven dat ABN Amro ook weer snel onderdeel is van de AEX. In het derde kwartaal werd geprofiteerd van het herstel van de economie. De reserveringen voor slechte leningen lopen terug en de nettowinst bedroeg ruim een half miljard euro. Wij peilden wat beleggers vonden van de beursgang van ABN Amro. De meningen liepen sterk uiteen. U vindt een bloemlezing uit de reacties in de brievenrubriek. De meerderheid is positief, en bijna de helft van de beleggers geeft aan op de aandelen te willen inschrijven. Wat het meest verbaasde, was dat een flinke meerderheid de certificering van de aandelen kennelijk geen probleem vindt.

Hier ligt voor de VEB dus nog een schone taak, want dit soort beschermingsconstructies kost beleggers gewoon geld en zij beseffen dat blijkbaar onvoldoende. Aandelen in bedrijven met zware beschermingsconstructies hebben een lagere waardering en blijven vaak achter omdat het management minder met de disciplinerende werking van de aandeelhoudersvergadering rekening hoeft te houden. Nu kost dat vooral de Staat geld: volgens het Centraal Planbureau kost de verdedigingslinie 5 tot 10 procent van de opbrengst.

Financiën denkt dat dit wel meevalt, maar levert daarvoor geen concrete cijfers. De bank is nu op meerdere manieren zwaar bepantserd tegen invloed van degenen die kapitaal leveren om de bank draaiend te houden. Volgens minister Dijsselbloem van Financiën was het moeilijk kiezen welke beschermingsconstructies de bank meekrijgt, maar zo te zien zijn ze gewoon allemaal gekozen. Naast de certificering kent ABN Amro na de beursgang een structuurregime dat commissarissen meer macht geeft en is voor besluiten die het karakter van de onderneming veranderen een twee derde meerderheid vereist. En dan is er nog de Europese Centrale Bank, die aan iedereen die een aandelenbelang in een bank wil nemen van ten minste 10 procent, een Verklaring van Geen Bezwaar moet geven. Die beschermingsconstructie volstaat, zou je zeggen.

De opeenstapeling van beschermingswallen bij ABN Amro is te veel van het goede. Maar het biedt ook kansen: opheffing van delen ervan zal de aandelenkoers steunen. De VEB zal daar op de aandeelhoudersvergaderingen op blijven aandringen. Kritiek dus, maar het positieve overheerst: de terugkeer van ABN Amro op de beurs is een goede zaak. Welkom terug!



Dijsselbloem onthoudt beleggers de

WAARHEID OVER SNS

De Nederlandse staat heeft als (middellijk) aandeelhouder van SNS cassatie ingesteld tegen het oordeel van de Ondernemingskamer dat onteigende aandeelhouders SNS ontvankelijk zijn in hun verzoek tot enquête. Het verzet van de minister van Financiën is opmerkelijk. Waarom hebben aandeelhouders en overige stakeholders, waaronder de belastingbetalers die recent opdraaiden voor de redding van SNS, geen recht op de waarheid over de teloorgang van de bankverzekeraar? Wil de minister zelf niet weten of sprake was van wanbeleid? Premier Rutte was daar eerder stellig over en noemde mismanagement de aanleiding tot de nationalisatie.

Op 1 februari 2013 besloot de minister op basis van de Interventiewet tot onteigening van aandeel- en obligatiehouders SNS. De reden daartoe was de dreigende ondergang van de bank-verzekeraar en de schade die deze systeemrelevante instelling het financiële systeem en de reële economie zou kunnen berokkenen. De Raad van State bevestigde daarop de juistheid van het genomen besluit, en de vergoeding van onteigende effecten is thans onderwerp van een aparte schadeloosstellingsprocedure bij de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam.

Maar dat is slechts een deel van het verhaal. De schadeloosstellingsprocedure ziet op vergoeding van onteigende effecten per

datum onteigening en zegt niets over de oorzaak van het verlies van de beurswaarde van het SNS-concern over de voorafgaande periode. Beleggersvereniging VEB is in gesprek geweest met SNS, de Staat en het Openbaar Ministerie over het noodzakelijke waarheidsvindingsproces. Toen zelfs de advocaat-generaal twijfelde of hij in het openbaar belang van zijn enquêtebevoegdheid gebruik zou moeten maken, diende de VEB in november 2014 een enquêteverzoek in. Het verzoek betreft de periode vanaf de beursgang van SNS in 2006 tot aan de nationalisatie.

RESTRICTIEVE UITLEG

Een mogelijk onderzoek zint de minister niet. Hij verweert zich met een restrictieve uitleg van het enquêterecht: onteigende en derhalve voormalige aandeelhouders ontberen het recht op een onderzoek naar mogelijk wanbeleid. De minister meent verder dat de Interventiewet beoogt het waarheidsvindingsrecht bij een ont-

**TOEN ZELFS
DE ADVOCaat-
GENERAAL
TWIJFELDE OF
HIJ ZIJN ENQUÊTE-
BEVOEGDHEID
ZOU MOETEN
GEBRUIKEN,
DIENDE DE VEB
EEN ENQUÊTE-
VERZOEK IN**

eigening aan aandeelhouders te ontnemen. De Ondernemingskamer stelde eerder dat "het enquêterecht mede strekt ter bescherming van aandeelhouders tegen onjuist beleid dat hun (rechts)positie zodanig ondermijnt, dat een door hen ongewenst verlies van hun hoedanigheid van aandeelhouder het gevolg is". Dat is nu juist wat aandeelhouders bij SNS is overkomen.

De commissie-Hoekstra presenteerde in februari 2014 haar resultaten van het in opdracht van de minister uitgevoerde onderzoek naar de onteigening van de bankverzekeraar. Dat onderzoek ziet echter niet op de glijvlucht waarin SNS is geraakt nadat het, enkele maanden na de beursgang in 2006, bouwfonds Property Finance aankocht. Deze vastgoedportefeuille bracht SNS diep in de problemen door de ongecontroleerde kredietverstrekking. Tot op heden werden daar miljarden euro's op afgeschreven.

Mocht de minister bezorgd zijn dat bij bewezen wanbeleid de onderneming haar portemonnee zal moeten trekken voor vorderingen



VEB wint zaak van Landis-

De rechtbank Amsterdam oordeelde eind oktober dat voormalig ceo Kuiken en voormalig cfo Bus onrechtmatig hebben gehandeld jegens beleggers door een misleidende voorstelling te geven in de Landis-jaarrekeningen en -jaarverslagen over 1999, 2000 en het halfjaarbericht 2001. Ook oordeelt de rechtbank dat Kuiken en Bus onrechtmatig hebben gehandeld door op twee momenten een onjuiste winstverwachting aan beleggers te melden.

De rechtbank veroordeelt Kuiken en Bus hoofdelijk tot betaling van de schade aan de beleggers die hun vordering aan de Stichting VEB Actie Landis hebben gecedeerd. Deze schade zal dienen te worden vastgesteld per belegger in een aparte procedure: de schadeloosstellingsprocedure.

Landis ging failliet in 2002. Door de misleiding leden Landis-beleggers tientallen miljoenen euro's schade. Gedupeerde beleggers kunnen zeer waarschijnlijk

Foto ANP - Bart Maart



EEN ONAFHANKELIJK ONDERZOEK ZOU OOK IN DIE LACUNE IETS KUNNEN BETEKENEN

van aandeelhouders: zover is het nog lang niet. Bestuurders en commissarissen zijn tegen ongelukken verzekerd en mogelijk is er een aansprakelijke accountant.

Voor het overige geldt dat terecht vorderingen op een nette wijze moeten worden afgewikkeld.

Er is nog een andere reden om tot waarheidsvinding over te gaan. Onteigende aandeelhouders is nimmer meer verantwoording afgelegd over het boekjaar 2012. Na de ont-eigening begin 2013 is hen niet meer verzocht de jaarrekening goed te keuren en bestuurders en commissarissen decharge te verlenen. Een onafhankelijk onderzoek zou ook in die lacune iets kunnen betekenen.



De 'Capital Markets Union'

De Europese Commissie heeft een actieplan opgesteld voor de opbouw van een eenvoudige kapitaalmarkt in de Europese Unie. In het actieplan staat beschreven hoe de Europese Unie ook een Capital Markets Union (CMU) kan worden. Het moet vanaf 2019 voor de spaarder en de belegger een stuk eenvoudiger worden om grensoverschrijdende investeringen te doen met lagere kosten. Voor een Nederlander moet het even eenvoudig zijn om geld te investeren in Spanje als voor een Spanjaard in eigen land.

De Europese Commissie wil dat bereiken door meer transparantie van de kapitaalmarkten zodat beleggers zelf beter kunnen beoordelen waarin zij investeren. In Europa zijn steeds minder particuliere beleggers. Om die tendens te keren, moet voldaan worden aan twee voorwaarden. Ten eerste moet er voor een particuliere belegger betere informatie beschikbaar komen. Ten tweede moet de adviesverlening aan de particuliere belegger verbeteren. Het resultaat van dit alles moet zijn dat het midden- en kleinbedrijf nieuwe mogelijkheden krijgt voor financiering, zodat de economie van de verschillende lidstaten wordt gestimuleerd.

In het actieplan staat wel dat er nog onderzoek wordt gedaan naar de meer gedetailleerde uitwerking van het actieplan. Een goede reden voor de VEB om deze ontwikkelingen de komende tijd kritisch te volgen.

bestuurders Kuiken en Bus

LANDIS GING
FAILLIET IN
2002. DOOR
DE MISLEIDING
LEDEN LANDIS-
BELEGERS
TIENTALLEN
MILJOENEN
EURO'S SCHADE

niet schadeloos gesteld worden. Het privévermogen van Kuiken en Bus dekt de miljoenenschade niet. Ook de bestuurdersaansprakelijkheidsverzekering biedt geen soelaas. De volledige dekking is besteed aan de kosten van de voormalige advocaat van de Landis-bestuurders.

Hiermee is de kans verkeken op een reële compensatie voor beleggers. Toch is het belangrijk dat bestuurders die willens en wetens aandeelhouders hebben

misleid niet ongeschonden en ongestraft weg komen. Daarom heeft de VEB deze procedure doorgezet.

DEELSCHIKKINGEN

De VEB is met accountant Ernst & Young nog in gesprek over een mogelijke schikking. Met commissarissen De la Haye en Vriskoop, bestuurders Clemens en Ofman zijn inmiddels door curatoren en de VEB deelschikkingen bereikt.

De VEB gaat de komende tijd meer het land in. In plaats van één keer per jaar op de 'Dag van de Belegger' de belegger te ontmoeten, wil de VEB zich vaker en op meer plaatsen aan beleggend Nederland presenteren.

VEB ON TOUR





Paul Koster: "Let voor je begint met beleggen vooral op de kosten. Die zijn vaak hoog of worden verstopt. Maar ook goede beleggingen gaan soms een tijdje omlaag. Ervaar wat het met je doet als een belegging in waarde daalt. Kun je er tegen? Zeker voor de beginnende belegger kan dat moeilijk zijn."



Op 26 oktober 2015 was de VEB samen met de Rabobank organisator van het event 'Sparen of Beleggen' in Utrecht. Die vraag is voor de VEB niet moeilijk te beantwoorden. Sparen levert momenteel zeer weinig op en talloze onderzoeken wijzen uit dat beleggen op de lange duur de enige manier is om de inflatie en de belastingdruk goed te maken. Niet beleggen is de koopkracht van je vermogen zien krimpen.

VEB-directeur Paul Koster legde uit dat je ook met kleine bedragen kunt beleggen. Wie 65 jaar lang iedere maand 50 euro in een fonds kan steken dat 5 procent per jaar maakt, heeft aan het eind van de rit zo'n 3 ton. Beleg met een lange horizon, was zijn boodschap. De regelmatige inleg voorkomt dat je je te veel laat beïnvloeden door de dagelijkse beweeglijkheid.

GELUK

Het gaat dan ook over de vraag waar je in belegt. Er zijn heel wat producten op de markt waarmee je je geld binnen de kortste keren kwijt kunt zijn, ondanks dat ze schermen met een 'gegarandeerd

rendement'. In *Effect* komen daar regelmatig voorbeelden van voorbij. Je kunt natuurlijk geluk hebben met een exotische beleggingscategorie. Bepaalde wijnen hebben het een tijdje erg goed gedaan, maar beleggingsfondsen daarin zijn bijna allemaal fiasco's geworden. Pas op met producten die een erg hoog rendement beloven, daar zit altijd ook een hoog risico aan vast.

KOSTEN

De mensen in de zaal konden vragen stellen aan de sprekers en panelleden via een app. Namens de VEB zat Niels Lemmers die avond in het panel en hij wees consequent op het derde belangrijke onderdeel bij de keuze hoe te gaan beleggen: de kosten. De kosten van beleggen zijn vooraf grotendeels bekend en zorgen ervoor dat je weet welk rendement je moet behalen om uit de kosten te komen. Voor veel moeilijk te begrijpen producten zijn er eenvoudige varianten die goedkoper zijn in de aanschaf of gedurende de looptijd. Die wetenschap, gecombineerd met het inzicht dat stockpicking op langere termijn risicovoller is dan indexbeleggen, biedt de beginnende belegger een handreiking.

BEDRIJVEN VERKOPEN

De meerderheid beslist, maar met de opvattingen van een minderheid moet terdege rekening worden gehouden. Dit lijkt een uitgangspunt dat boven iedere discussie staat, maar wordt desondanks in steeds meer overnamesituaties met voeten getreden. Een overzicht hoe de bestuurders en commissarissen van Ten Cate, Docdata, Roto Smeets en Ballast Nedam zich van een slechte kant laten zien.


DOCDATA

ontmanteld via deelverkoop

Een belegger die een overnamebod te laag vindt, kan de rechter vragen naar zijn oordeel over een faire prijs. Voor overnemende partijen brengt deze vaak tijdrovende route het risico met zich mee dat er extra betaald moeten worden als de rechter een hogere prijs vaststelt dan in eerste instantie geboden.

Ingram Micro, dat een bod heeft gedaan op de e-commercedienstverlener van Docdata, loopt dat risico niet. Ingram wil niet heel Docdata overnemen, maar laat een klein, slecht renderend onderdeel achter in het bedrijf. Alleen de goed presterende e-commercetak die bestellingen afhandelt voor bedrijven als de Bijenkorf en bol.com wordt gekocht.

Door de structuur van de transactie is de deal al beklonken. In een speciale aandeelhoudersvergadering op 16 december moeten aandeelhouders weliswaar nog instemmen met de deel-

verkoop, maar spannend zal die bijeenkomst niet zijn. Een aantal grootaandeelhouders, samen een meerderheid, heeft al onvoorwaardelijk toegezegd in te stemmen met de transactie. Zij kunnen zo in één keer hun op de beurs slecht verhandelbare aandelenpakketten in klinkende munt omzetten. Daardoor is het bod voor hen aantrekkelijker dan de kale overnameprijs doet vermoeden. Want 21 euro per aandeel, slechts een kleine premie op de laatste beurskoers, is erg mager gezien de formidabele omzetgroei die Docdata weet te genereren.

**DOOR DE
STRUCTUUR VAN
DE TRANSACTIE
IS DE DEAL AL
BEKLONKEN**


TEN CATE

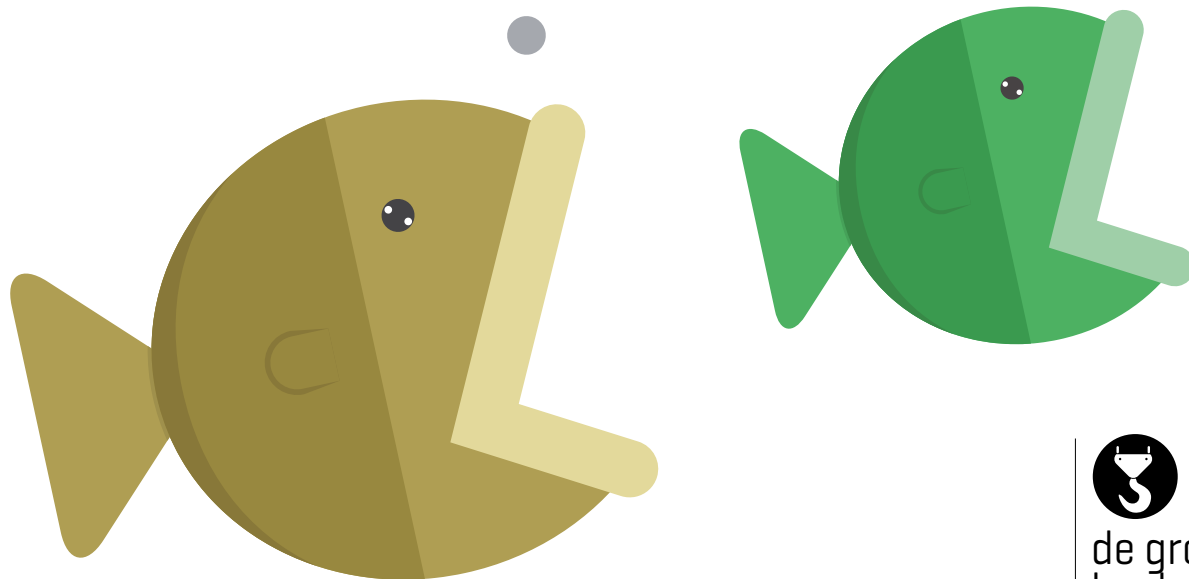
alles voor de beursexit

Bij de voorgenomen overname van kunstvezelproducent Ten Cate door drie private investeerders wordt wel de reguliere route van een openbaar bod gevolgd, maar daarmee is al het goede nieuws meteen verteld.

Veel particuliere aandeelhouders zijn teleurgesteld dat Ten Cate meent buiten de beurs beter af te zijn terwijl het aandeel al jaren in een negatieve trend zit. Ook de hoogte van het bod roept afkeu-

ring op. Genereus is de prijs die betaald wordt zeker niet; daarbij komt dat het eindbod van de drie private investeerders geen cent hoger ligt dan het openingsbod dat de partijen maanden geleden hebben gedaan. Dat duidt niet op een stevig robbertje onderhandelen door bestuur en commissarissen om het maximale uit het vuur te halen voor aandeelhouders. Dat Loek de Vries als bestuursvoorzitter aanblijft na de overname en aandeelhouder wordt in het niet-beursgenoteerde

ZONDER SCRUPULES



ROTO SMEETS GROUP kleine beleggers gepasseerd

Ook bij de verkoop van drukkerijgroep Roto Smeets (RSG) is een grote groep beleggers op een aparte manier gepasseerd.

Zes samen optrekkende grootaandeelhouders, goed voor 87 procent van de aandelen, brachten begin april geen bod uit op de beursgenoteerde aandelen, maar op een dochter-BV waarin het drukkersbedrijf was gestationeerd.

Door die constructie was een normale meerderheid van stemmen genoeg om het bedrijf te ontmantelen.

Een van de partijen die nu met vijf andere grootaandeelhouders RSG opkoopt, probeerde vijf jaar geleden op eigen houtje het bedrijf in te lijven via een regulier openbaar bod. Deze partij, investeringsmaatschappij Riva, trok het bod toen in vanwege verslechterende resultaten van Roto Smeets.

Maar die aanpak was nu geen optie meer. "Een beursexit zou ook bereikt kunnen worden via een openbaar bod op de aandelen", schreef het zestal begin april in een brief aan beleggers. "Zoals een vorige poging in 2010 heeft aangetoond is dit een kostbaar en per definitie langdurig proces, met bovendien een onzekere uitkomst." Beleggers ontvangen met 4 euro per aandeel een historisch lage prijs. Tegelijkertijd kunnen ze dat bod moeilijker aanvechten bij een rechter.

**DE VERBAZING
KWAM ALSNOG
TOEN RENAISSANCE
HET BOD MET
80 PROCENT
VERLAAGDE TOT
30 CENT PER
AANDEEL**



BALLAST NEDAM

de grote
boekentruc

Het komt zelden voor dat een overnamebod lager is dan de laatste beurskoers voorafgaande aan het bod. Bij Ballast Nedam is dat wel het geval, in extreme mate zelfs.

De Turkse bouwvermaatschappij Renaissance bood in juli 1,55 euro per aandeel Ballast Nedam op het moment dat het aandeel op de beurs nog 10 cent meer waard was. Dat er van een overnamepremie geen sprake kon zijn bij het wankelende bouwbedrijf was nauwelijks een verrassing voor aandeelhouders. De verbazing kwam alsnog toen Renaissance het bod met 80 procent verlaagde tot 30 cent per aandeel. Een groot deel van het geld dat uit de zak van aandeelhouders werd gespaard, zal Renaissance gebruiken om de zwakke balans van het concern te stutten. Commissarissen en bestuurders noemden de sterk verlaagde prijs "billijk" en doorgang van het bod "essentieel" voor de continuïteit van het bedrijf. Kortom: het was slikken of stikken voor beleggers.

Ten Cate, is daarbij een saillant gegeven.

Duidelijk is ook dat onderneming en overnemers de voorwaarden ver hebben opgerekt om de transactie te laten slagen. Slechts twee derde van de aandelen hoeft te worden aangemeld en zelfs onder die grens is het goed mogelijk om de overname door te drukken. De resterende aandeelhouders blijven dan achter en hun belang kan vervolgens via diverse juridische constructies verder worden uitgehold.

BEURSEXITS VINDEN VAAK PLAATS UIT ARMOEDE

In het laatste decennium raakten meer dan 100 ondernemingen hun notering op het Damrak kwijt. In het merendeel van de gevallen kwamen beleggers er bekaaid vanaf, zo blijkt uit onderzoek van de VEB.



Veel prominente beursfondsen verdwenen dit jaar van de koersenborden. Diervoederbedrijf Nutreco, TNT Express en bouwbedrijf Ballast Nedam werden opgeslokt door een grotere partij, technisch dienstverlener Imtech ging failliet.

Beëindiging van de beursnotering (*delisting*) is het eindstation voor beleggers: alle waarde die het bedrijf vanaf dat moment creëert, vloeit naar de nieuwe eigenaren. Het lot van de belegging is dus bij het eindbod bezegeld.

Afstand doen van bezit is nooit leuk. Maar dit jaar was er onder beleggers meer onvrede dan anders. De openbare biedingen op Ballast Nedam, Grontmij, TNT Express en het lopende bod op Ten Cate werden op zijn best terughoudend ontvangen.

In de laatste tien jaar verdwenen 101 bedrijven van het

Damrak. Dat is veel: er zitten nu nog maar 122 aandelen in de Amsterdamse 'All-share' Index, waaronder enkele zeer obscure financieringsmaatschappijen en enkele lege hulzen.

OVER DE KOP

Het leeuwendeel van de geschrapte noteringen is het gevolg van een overname door een strategische partij of durfkapitalist. Maar er ging ook een aantal ondernemingen over de kop. Zo verloren beleggers in het handelshuis Van der Moolen, bank-verzekeraar SNS Reaal en technisch dienstverlener Imtech hun inleg.

Het rendement tussen beursgang en exit van 60 ondernemingen waarvoor alle data beschikbaar waren blijkt teleurstellend: het gemiddelde rendement bedroeg een negatieve 8,7 procent per jaar. Dat is aanzienlijk slechter dan de AEX die gemiddeld 1,3 procent per jaar steeg. Vanzelfsprekend wordt het

rendement naar beneden getrokken door een tiental faillissementen, maar in veel gevallen werden bedrijven ook overgenomen tegen een koers die onder de introductiekoers lag. Een kleine 60 procent van de ondernemingen – 35 van de 60 – boekte een negatief rendement in het gehele beursbestaan.

Iedere overname heeft zijn eigen verhaal, maar toch zijn er rode lijnen te ontdekken in fondsen die goed en slecht presteren tussen de beursintroductie en de exit.

MATIG RENDEMENT 1: GEEN STRATEGIE

De grootste teleurstellingen zijn te vinden bij bedrijven met een ondoordachte strategie en onkundig management. De overname kan gezien worden als een mechanisme om slecht management te vervangen en zo meer waarde uit het concern te persen.

SNS Reaal, dat halverwege 2006 naar de beurs ging, is een duidelijk voorbeeld van een ondeugdelijke strategie en hoe het niet moet. De overname van bouw-

fonds Property Finance, die het bedrijf deed met het kapitaal dat werd opgehaald bij de beursgang, kwam voor beleggers compleet onverwacht. Deze risicovolle vastgoedontwikkelaar voldeed niet aan de defensieve overnamecriteria die de bank bij de IPO had aangegeven te hanteren. Uiteindelijk werd de bank genationaliseerd vanwege problemen bij dit onderdeel.

Andere bedrijven presteerden jarenlang ondermaats, leverden diensten en producten die niet onderscheidend waren, of konden vaak geen vuist maken tegen grotere concurrenten vanwege gebrek aan schaalgrootte. Zo werd kantoorartikelenverkoper Corporate Express in 2008 opgeslokt door de Amerikaanse gigant Staples. KPN nam in 2007 het steeds verder afbrokkelende ICT-bedrijf Getronics over. Super de Boer, dat met een marktaandeel van 7 procent, hoge kosten en een gebrekkig serviceniveau niet kon meekomen met de grotere supermarkten, werd geacquireerd door het Brabantse Jumbo. Beleggers in de aandelen van deze bedrijven behaalden een rendement dat veel lager lag dan de index waar die aandelen deel van uitmaakten.

MATIG RENDEMENT 2: ZWAKKE BALANS

Overnemers ruiken bloed als een gedroomde overnamekandidaat, bijvoorbeeld als gevolg van hoge schulden, in zwaar weer zit. Neem buizenfabrikant Wavin, dat tegen een moddervette prijs, maar met een ultrazwakke balans in 2006

BIJ DIM VAST- GOED EN MARITIEM DIENSTVERLENER DOCKWISE PROFITEERDEN OVERNEMERS EQUITY ONE EN BOSKALIS IN MEER OF MINDERE MATE VAN LAGE KOERSEN DOOR SCHULD- PROBLEMEN

door durfkapitalisten naar de beurs werd gebracht. De recessiegevoelige onderneming uit Zwolle overleefde de kredietcrisis ternauwernood en werd in 2012 overgenomen door het Mexicaanse Mexichem. Beleggers verloren na een volatiele rit van zes jaar tweederde van hun inleg.

Bij Dim Vastgoed en maritiem dienstverlener Dockwise profiteerden overnemers Equity One en Boskalis in meer of mindere mate van lage koersen door schuldproblemen. Een zwakke balans en matige vooruitzichten vertalen zich in een slechte onderhandelingspositie voor de prooi.

MATIG RENDEMENT 3: SLECHTE ONDERHANDELAARS

In de laatste dagen van het beurs-

bestaan, als bieders aan de deur kloppen, kan een groot deel van het rendement gemaakt worden. In die periode is een zware rol voor bestuur en commissarissen van het te koop staande bedrijf weggelegd om een zo hoog mogelijke prijs voor de aandelen te ontvangen.

Toch blijkt lang niet elke commissaris een goede onderhandelaar. Zo werd Vendex KBB, een conglomeraat dat de Bijenkorf, V&D en enkele bouwmarkten in bezit had, in 2004 overgenomen door een groep durfkapitalisten. De investeerders verdienden de overnamesom in minder dan een jaar terug door een groot deel van de vastgoedportefeuille te liquideren.

De commissarissen van KLM namen genoeg met een volgens verschillende maatstaven karig bod van Air France. De overname werd terugverdiend doordat de Fransen het pensioenoverschot afroonden. Tot op heden is het Nederlandse onderdeel het enige lichtpuntje in de kwartaalcijfers van de combinatie Air France-KLM.

KAMPIOENEN

Overnames vinden niet alleen plaats uit armoede. Beleggers realiseerden in enkele gevallen ook duizelingwekkende rendementen op aandelen van succesvolle bedrijven die werden overgenomen.

Diervoederproducent Nutreco is de absolute winnaar met een rendement van 936 procent in 18 jaar (de AEX steeg in die periode 133 procent). Het bedrijf, dat uitgroeide tot een marktleider in vis- en veevoer, werd april dit jaar door familieconglomeraat SHV van de beurs gehaald.

Bij dit soort succesverhalen is vaak de vraag waarom een onderneming het nodig vindt om de beurs te verlaten. Bedrijven geven zelf bij hun exit aan de voorkeur te hebben om in de luwte te groeien.

Bedrijf	Beursintroductie	Aantal jaar genoteerd	Rendement	Aex rendement	Outperformance totaal	Outperformance per jaar
Nutreco	3 jun 1997	17,9	936%	133%	804%	9,1%
Univar	28 jun 2002	5,4	537%	35%	502%	35,2%
Unit4	27 feb 1998	16,2	531%	37%	494%	10,1%
Gucci	1 nov 1995	8,7	393%	9%	284%	4,0%
McGregor	29 apr 1999	7,0	253%	2%	252%	19,5%



DE BOODSCHAP VAN
RUBEN WEGMAN
**‘NEDAP IS
ZELFSTANDIG
MEER WAARD’**

Foto Jeroen Derlemans

Bij veel bedrijven is dicht op de klant zitten de heilige graal waarmee ze hopen relevant te blijven. De uitdaging die Ruben Wegman zag voor Nedap was juist om een kleine stap terug te doen en producten te ontwikkelen die het concern niet aan één enkele klant, maar aan 'tig' klanten over de hele wereld kan verkopen.

Deze atypische benadering past bij Wegman, die zichzelf in interviews nadrukkelijk neerzet als een atypische manager. Hoewel hij zijn hele leven managementfuncties heeft gehad, heeft hij een broertje dood aan managementboeken. Hij cultiveert een compromisloze cultuur waarin mensen elkaar de waarheid zeggen als dat nodig is en hekelt het geloof in regels en protocollen dat de laatste jaren opgeld doet.

Onder Wegman is de afgelopen vijf jaar flink geïnvesteerd. Het aantal medewerkers bij Nedap groeide van ongeveer zeshonderd naar zevenhonderdvijftig. De investeringen in onderzoek en ontwikkeling werden flink verhoogd. Dit was nodig om het concern dat technologische oplossingen verkoopt in onder meer de veeteelt, de zorg en de beveiliging, klaar te stomen voor de stormachtige ontwikkelingen die Wegman aan ziet komen.

De tijd van investeren is ook nog niet voorbij. Deze zomer maakte Nedap bekend dat het alle productie gaat uitbesteden. De bijbehorende reorganisatie kost eenmalig 7 à 10 miljoen euro. Wegman heeft de overtuiging dat uiteindelijk een tijd van oogsten zal aanbreken. In dertien vragen licht hij dat toe en geeft hij een inkijk in zijn managementstijl. Ook maakt hij nog eens duidelijk dat 'buurman' en grootaandeelhouder TKH er niet op hoeft te rekenen dat Nedap onder Wegman snel in zal gaan op voorstellen voor een overname.

1 De Nederlandse Apparatenfabriek die stopt met het maken van apparaten, dat lijkt een hele stap.

Waarom deze beslissing?

"Vijf jaar geleden hebben we besloten dat we ons richten op producten waarmee we klanten naar ons toe kunnen halen en de markt kunnen veroveren. We richten ons op producten die we kunnen opschalen. Dat betekent dat we veel meer keuzes moeten maken dan vroeger. We moeten kiezen welke markten we willen bezetten en met welke producten. Wij zijn dus veel kritischer gaan kijken naar waar we toegevoegde waarde kunnen creëren en waar niet, en hebben besloten dat we met het produceren van apparaten onvoldoende waarde toevoegen. Op grote schaal produceren past niet in een organisatie die flexibel en snel moet kunnen reageren. Daarom willen we voor alles dat te maken heeft met het uitbuiten van schaalvoordelen voor productie liever gebruikmaken van de slagkracht van onze partners."

2 Wat drijft die keuze voor schaalbare producten?

"We zien dat de markt aan het veranderen is. We gaan de komende tijd zien dat hele markten op hun kop worden gezet. Vroeger was er in elk land een top drie van bedrijven die allemaal een beetje

geld konden verdienen. Dat maakt plaats voor een wereldwijde top drie terwijl de rest dood is. Daarom hebben we de afgelopen jaren onze investeringen in R&D drastisch verhoogd. Eerder investeerden we 12 à 13 miljoen euro per jaar, nu is dat ruim 20 miljoen euro. Dat doen we om onze producten klaar te maken voor de slag die gaat komen."

3 Heeft u een voorbeeld van een product waarmee het al gelukt is om op te schalen?

"Wij zitten al dertig jaar in de markt voor beveiligingssystemen. Daar zijn we erg succesvol, we hebben het allerbeste systeem met heel veel opties. Dat is mooi, maar het zorgde ook voor keuzestress. Sommige mensen willen gewoon een eenvoudige oplossing die werkt. We hebben daarom vorig jaar AEOS Blue geïntroduceerd, waarmee we een enorm vereenvoudigd aanbod bieden. De prijslijst is teruggebracht van meer dan tachtig naar twee bladzijden. Dan wordt het voor de klant in een keer

heel simpel om te kiezen en dat heeft gezorgd voor een grote impuls in het aantal nieuwe klanten."

4 Flexibiliteit en snel inspelen op kansen zijn erg belangrijk. Is er een grens aan hoe groot een organisatie kan worden zodat die nog wendbaar genoeg is?

"Ik denk het wel. Wij geloven dat een bedrijf succesvol is als het het beste talent heeft en als de organisatie zo is georganiseerd dat het talent ook wat heeft in te brengen. Vijf slimme mensen in een goede organisatie kunnen het moeiteloos winnen van vijfhonderd man in een slechte organisatie. Wat wij als directie ook heel fijn vinden, is dat we nog inhoudelijk kunnen begrijpen wat hier gebeurt, dat we niet op basis van indicatoren gaan sturen. Dat heeft als nadeel dat het aantal mensen binnen het bedrijf laten groeien best wel ingewikkeld is."

5 Is dat ook de reden waarom u een overname door TKH niet ziet zitten?

"Het fundamentele verhaal is dat wij vinden dat de culturen onvoldoende bij elkaar passen. TKH heeft het prima gedaan, maar het is wel een bedrijf dat op een andere manier wordt bestuurd dan dat bij ons gebeurt. Dat kan ook niet anders met kantoren in zesenzeestig landen en 1,4 miljard euro omzet. Wij denken dat we als Nedap zelfstandig meer waarde kunnen toevoegen dan als onderdeel van TKH."

6 Stel nu dat er wordt gezegd dat Nedap binnen TKH, of een ander groot bedrijf, als zelfstandig onderdeel aan de slag kan?

"Dan is de vraag waarom iemand

'WAT WIJ ALS DIRECTIE OOK HEEL FIJN VINDEN IS DAT WE NOG INHOUDELIJK KUNNEN BEGRIJPEN WAT HIER GEBEURT'

ons zou overnemen. Wat voor waarde voegt dat dan toe? Wij hebben de afgelopen jaren een vermogen uitgegeven om Nedap neer te zetten als spannende plek om te werken. Talent wil met talent werken en daar hebben we heel veel aandacht en energie in gestopt. Nedap is een merk geworden. Op het moment dat Nedap onderdeel wordt van een groot conglomeraat, dan is dat helemaal weg. Dat zou ik een heel groot bezwaar vinden."

7 U wilt veel meer wereldwijd uw producten verkopen. Hoe werkt dat in de praktijk?

"Voor grote Europese klanten zoals Unilever zijn we al internationaal gaan werken. Het netwerk dat we daarvoor hebben opgebouwd, gebruiken we nu om ook lokale klanten binnen te halen. Het is wel zo dat de ene markt daar meer geschikt voor is dan de andere. Een voorbeeld is beveiliging. De Amerikaanse markt is anders van karakter dan de Europese markt. Van een bedrijf dat in Amerika de marktleider is, zijn de mensen in Europa niet onder de indruk en andersom. In de retail geldt dan weer dat het niet uitmaakt waar je vandaan komt. In Amerika zijn we nu ook bezig om lokale retailers binnen te halen."

8 De laatste jaren zijn er bij verschillende beursgenoteerde bedrijven problemen geweest met buitenlandse vestigingen. Hoe zorgt u dat u de controle houdt over wat er in het buitenland gebeurt?

"Dat is inderdaad echt een aandachtspunt voor ons. Wel is het zo dat het vooral verkeerd gaat bij overnames, en die doen wij als Nedap niet. Wij sturen altijd eerst

eigen mensen naar het buitenland die een eigen kantoor openen. Daarna nemen we pas lokale mensen aan. We zorgen ook dat alle kantoren draaien op dezelfde administratieve systemen als die we hier hebben en dat alle systemen zo transparant mogelijk zijn. Daarnaast geven wij mensen geen gigantische bonussen. Dat is iets dat kan leiden tot gek gedrag. En we besteden heel veel tijd en aandacht aan onze normen en waarden. Voor veel dingen zijn binnen Nedap namelijk heel simpele uitgangspunten."

9 Om wat voor uitgangspunten gaat het dan?

"Een concreet voorbeeld is het declaratiebeleid. Dat hebben we eigenlijk niet. We hebben als uitgangspunt dat geld dat medewerkers uitgeven voor Nedap wordt betaald door Nedap, maar dat we er wel mee omgaan alsof het ons eigen geld is. Bijna iedereen gaat daar goed mee om. Iedereen die bij Nedap komt, krijgt een introductieprogramma van twee dagen waarin we uitleggen wat we proberen te realiseren en hoe we met zaken als declaraties, vrije tijd en vrije dagen omgaan."

10 Wat doet u als iemand niet goed omgaat met bijvoorbeeld declaraties?

"Als iemand keer op keer net een te duur diner neemt of net een te duur hotel en hij heeft daar iedere keer een vreemd verhaal bij, dan ontslaan we die persoon. Daar zijn we compromisloos in. Het past niet bij Nedap en daar besteden we geen tijd en aandacht aan. We gaan in ieder geval niet de rest van de or-

'ALS IEMAND KEER OP KEER NET EEN TE DUUR DINER NEEMT OF NET EEN TE DUUR HOTEL EN HIJ HEEFT DAAR IEDERE KEER EEN VREEMD VERHAAL BIJ, DAN ONTSLAAN WE DIE PERSOON. DAAR ZIJN WE COMPROMISLOOS IN'

ganisatie lastigvallen met allerhande regels. Die reflex om te grijpen naar regels als er iets verkeerd gaat, is echt een ramp. Steeds meer indekken, steeds meer expliciet maken, steeds meer juridische hulp, dat is de ontwikkeling. Maar op het moment dat je ernaar streeft alle risico's weg te nemen, krijg je een risicoloze organisatie en dat is een kansloze organisatie."

11 Het kennen van de risico's is tegenwoordig niet meer genoeg?

"Risicobewustzijn is weten en accepteren dat iets verkeerd kan gaan. Dat past helemaal niet meer in de huidige cultuur. Dingen mogen niet meer verkeerd gaan, terwijl we natuurlijk allemaal weten dat dingen soms gewoon verkeerd gaan. Ook al heb ik een fantastisch

verhaal hoe wij met elkaar omgaan, het moet toch op papier staan. Ik ontkom er bijvoorbeeld niet aan om een gedragscode te schrijven. Het is de juridisering van de samenleving."

12 De investeringen hebben voor aandeelhouders nog niet echt vruchten afgeworpen. Het aandeel heeft over de afgelopen vijf jaar minder gepresteerd dan de smallcap-index AscX waar Nedap deel van uitmaakt. Werpt u weleens een blik op de koers?

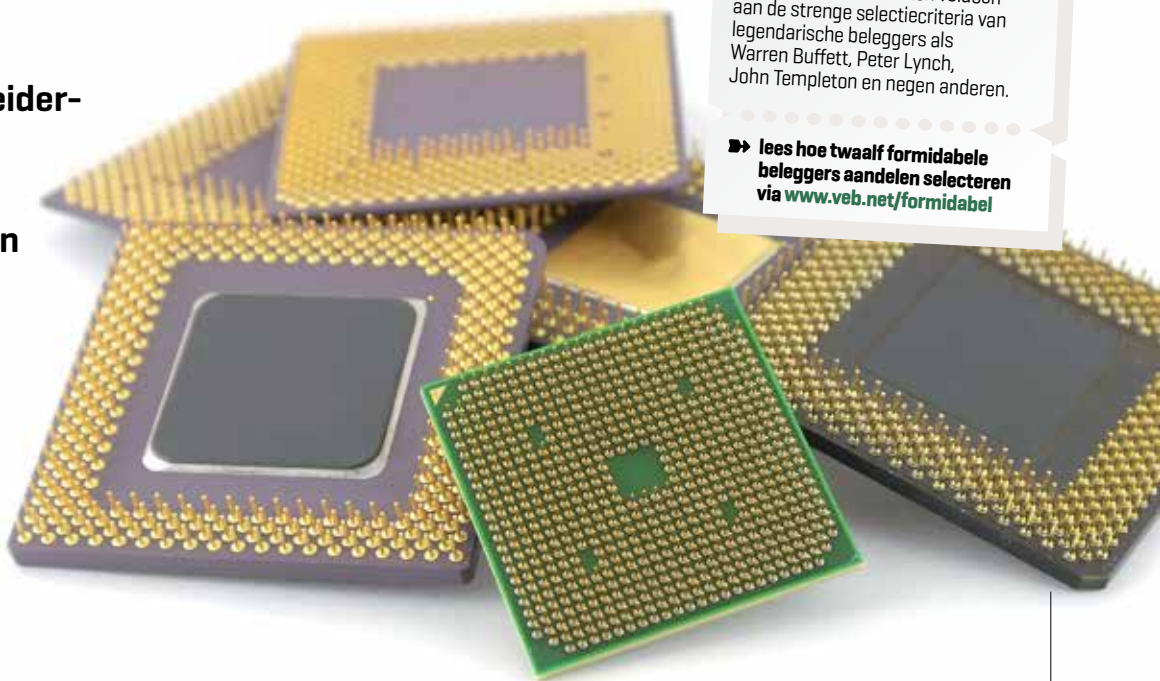
"We hebben één keer aandelen uitgegeven in 1947, dus zo bekeken maakt de beurskoers ons niet zoveel uit. In de praktijk zijn aandeelhouders natuurlijk wel heel belangrijk. We hebben goed contact met aandeelhouders en we vinden het heel belangrijk dat mensen hier regelmatig komen, maar wij gaan geen dingen doen om de aandelenkoers te masseren. We hebben een helder verhaal en proberen heel consistent en zo transparant mogelijk te zijn."

13 En de waardering komt nog wel?

"Dat klopt. Dit bedrijf barst van het potentieel. We hebben grote stappen gezet door veel krachtiger te omschrijven wat we doen, door onze vaardigheden te versterken en door ons te richten op activiteiten waarmee we echt impact gaan hebben. Ik ga geen verwachtingen uitspreken, maar als ik kijk naar de investeringen die we gedaan hebben, dan zorgen die ervoor dat we straks klaar zijn om een succesvolle rol te spelen als de markt verandert. Dat geeft mij een heel goed gevoel."

DE WET VAN MOORE GELDT NOG ALTIJD

Dit jaar viert de halfgeleider-industrie de vijftigste verjaardag van de Wet van Moore, die stelt dat het aantal componenten in chips elke twee jaar verdubbelt, terwijl de kosten gelijk blijven. Die ontwikkeling zal doorgaan tot chip-componenten de omvang van een atoom benaderen.



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 www.veb.net/formidabel

Dat duurt nog even, al lijkt het er wel op dat het tempo iets afneemt nu het productieproces steeds complexer wordt.

Intel-topman Brian Krzanich meldde analisten dit jaar dat de periode voor verdubbeling mogelijk naar 2,5 jaar oploopt. Maar het streven blijft twee jaar, en ook eerdere doodverklaringen van de Wet van Moore werden door Intel altijd gelogenstraft. Wat helpt om de kosten gelijk te houden, is dat bedrijven fuseren om schaal-grootte te verkrijgen. Het samengaan van Tokyo Electron en Applied Materials mislukte omdat volgens Amerikaanse autoriteiten de combinatie te groot zou worden, maar recent lanceerde Lam Research een overnamebod op concurrent KLA-Tencor, waarmee de overnameteller in de sector al op 95 miljard dollar ligt. Gezien de positieve koersreactie op dit nieuws wordt consolidatie verwelkomd.

ZEER DIVERSE BEDRIJVEN

De halfgeleiderindustrie kent zeer diverse bedrijven, zowel naar specialisme als naar de belangrijkste omzetsbestemming. De omzet van de gehele halfgeleiderindustrie komt volgens onderzoeksbureau IDC voor een derde van computers. Dat marktaandeel is aan het krimpen. Steeds meer chips worden echter verwerkt in draadloze apparaten van bijvoorbeeld Apple en Samsung (smartphones, tablets en horloges) en ook de auto-industrie neemt er steeds meer af. Grote spelers binnen de keten, die zich bezighouden met het maken van de chipmachines en de chips zelf, zijn bedrijven als Intel, ASML, Tokyo Electron, Melexis, Lam Research en KLA-Tencor. De minder in het oog springende 'back-end', waar machines worden gemaakt die chips monteren, sorteren en verpakken, wordt gedomineerd door bedrijven als ASM Pacific (onderdeel van ASMI), BESI en Kulicke Soffa.

BEDRIJF	2015	2016	2017
ASML Holding NV			
Return on Equity	17,6%	18,0%	21,2%
KW ratio	27,0	23,4	18,7
Dividendrendement	0,9%	1,0%	1,2%
Melexis NV			
Return on Equity	42,9%	38,4%	34,4%
KW ratio	19,0	18,0	16,9
Dividendrendement	2,8%	3,2%	3,5%

Bron: Bloomberg

1. ASML

Bijna monopolist

ASML uit Veldhoven geldt als wereldmarktleider waar het gaat om de productie van machines die chipfabrikanten gebruiken om chips te maken voor bijvoorbeeld mobiele telefoons, tablets en laptops. Naar schatting heeft ASML wereldwijd een marktaandeel in lithografiemachines van 90 procent. Het gaat dan om de machines met immersietechnologie, waar ASML op dit moment veel geld mee verdient; de rest van de markt is in handen van het Japanse Nikon.

De concurrentie bij deze machines is scherp. Nikon heeft op dit moment een model dat een snelheid heeft van 250 chipschijven per uur. De nieuwste machine van ASML haalt 275 chipschijven per uur. In september leverde ASML de eerste vernieuwde immersie-chip-machine. Uitgaven aan lithografie vormen naarmate de chips kleiner worden een steeds groter deel van de kapitaaluitgaven bij bedrijven als Intel. Dat is goed nieuws voor marktleider ASML.

ASML stevent af op een recordjaar, hoewel het aantal bestellingen de laatste tijd wat terugloopt. De koers van het aandeel is wat gezakt op minder goede cijfers uit de chipindustrie, maar tenzij de Europese en Amerikaanse economie in een recessie schieten, moet deze terug-

val toch als een koopkans worden beschouwd. De marktverwachtingen zijn realistischer geworden nu de verlaagde investeringsbudgetten bij bedrijven als Intel en TSMC zijn verwerkt. Concrete resultaten van de EUV-introductie kunnen komend half jaar de koers stutten. De bijna-monopoliepositie rechtvaardigt volgens analisten de relatief hogere waardering van ASML ten opzichte van sectorgenoten.

WAT ZOU BUFFETT DENKEN?

Of Warren Buffett ooit naar ASML heeft gekeken, valt te betwijfelen; de topbelegger belegt het liefst in bedrijven die hij begrijpt. Als complex technologiebedrijf diskwalificeert ASML zich daarom wellicht. Toch heeft ASML kenmerken die de grootmeester zullen aanspreken, zoals een rendement op het eigen vermogen (return on equity) dat al jaren flink boven de 15 procent ligt. Afgaande op de huidige analistenconsensus blijft dat met de toenemende inkomsten uit EUV nog wel even zo. Het hoge rendement op het eigen vermogen geeft aan dat ASML eenvoudig zijn vereiste rendement haalt, zodat er daadwerkelijk waarde wordt gecreëerd. Een andere eigenschap die de topbelegger zal aanspreken is dat ASML nauwelijks schuld heeft. De netto

EEN RELATIEF HOGE KOERS-WINSTVERHOUDING HOEFT GEEN BELEMMERING TE ZIJN VOOR WARREN BUFFETT

schuld (inclusief kas) is zelfs negatief. Het aandeel noteert tot slot op 23 keer de voor 2016 verwachte winst. Of Buffett bereid zou zijn deze koers-winstverhouding te betalen, is de vraag. Maar een relatief hoge koers-winstverhouding was in het verleden geen belemmering voor Buffett.

WAT VINDEN ANALISTEN?

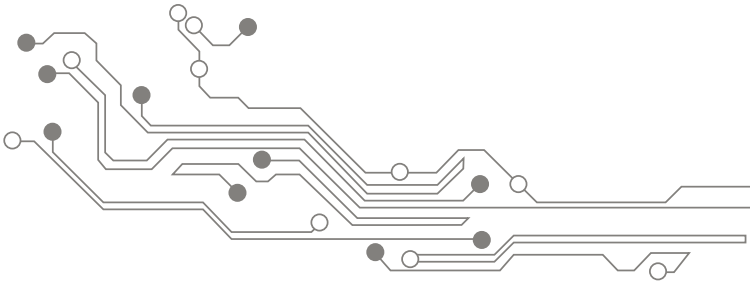
Analisten zijn overwegend optimistisch over de vooruitzichten van ASML. Het aandeel krijgt liefst 20 koopadviezen, 14 keer een houdadvies en 6 keer een verkoopadvies. Dat niet iedereen optimistisch is, blijkt uit de sterk uiteenlopende koersdoelen. Analisten zijn door de verlaagde investeringsbudgetten in de halfgeleiderindustrie de laatste tijd wat voorzichtiger geworden. Optimisten hanteren koersdoelen boven de 100 euro, maar er zijn ook pessimisten. Gemiddeld is het 12-maands koersdoel op dit moment 90 euro.

2. MELEXIS

Profiteren van Dieseltgate

Het Belgische Melexis stond jarenlang bekend als een duf bedrijf dat sensoren en chips voor auto's ontwierp. Dat is nu wel anders, auto's zijn vandaag de dag ware computers op wielen. Bij de laatste BMW 7-serie kan gebruikmakend van Melexis' technologie met een handgebaar de radio zachter gezet worden. Het bedrijf uit Ieper combineert een sterke productportefeuille met een ambitieus groeiplan. Daarnaast heeft Melexis hoge operationele marges en is het vrijwel schuldenvrij. Azië is een belangrijke groeiemarkt, reeds 46 procent van de omzet komt van dat continent.

Melexis kreeg flinke klappen op de beurs na het uitkomen van Dieseltgate. Toch is de verwachting dat de problemen voor het bedrijf beperkt blijven. Volkswagen is weliswaar een belangrijke klant, en zakenbank UBS rekende voor dat een daling van 10 procent van de autoverkopen bij Volkswagen Melexis 0,5 tot 1,5 pro-



cent omzet kost. Maar Melexis levert aan vrijwel de gehele auto-industrie, en sommige analisten verwachten dan ook dat dat de gevolgen beperkt blijven; zij zien in de gedaalde koers een koopkans.

Sterker nog, op langere termijn kan het schandaal rond Volkswagen positief uitpakken. Zo stelt topvrouw Françoise Chombar dat wanneer de regels strenger worden dit in het voordeel is van Melexis. Groenere auto's hebben namelijk meer sensoren en halfgeleiders aan boord. Hybride auto's hebben bijvoorbeeld veel sensoren en halfgeleiders nodig om de twee motoren op elkaar af te stemmen.

WAT ZOU BUFFETT DENKEN?

Melexis kan om dezelfde redenen als ASML als aantrekkelijk worden bestempeld. Het rendement op het eigen vermogen ligt ruim boven het vereiste niveau van 15 procent: het schommelt zelfs al jaren rond de 40 procent,

aanzienlijk hoger dan bij ASML. De verwachting van analisten is dat ook Melexis het rendement op het eigen vermogen relatief hoog weet te houden. Melexis heeft nauwelijks schulden en met de kas erbij opgeteld net als ASML een negatieve netto schuld. Kwaliteit heeft ook in dit geval een prijs. Net als ASML is ook Melexis niet goedkoop, beleggers betalen met bijna 18 keer de verwachte winst voor 2016 een premie voor dit kwaliteitsbedrijf.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Analisten zijn ondanks het sterke trackrecord van Melexis terughoudend. Slechts twee analisten achten het aandeel koopwaardig. KBC en Mirabaud Securities hebben beide een koopadvies en een koersdoel van respectievelijk 52,50 en 55 euro. Liefst 6 analisten hebben het aandeel op houden staan en er zijn geen verkoopadviezen. Het gemiddelde 12-maands koersdoel bedraagt 47,60 euro.

HALFGELEIDERS OP DE BEURS

De aandelen van deze chipbedrijven zijn te koop onder de volgende ISIN-codes:

ASML ISIN: NL0010273215

Melexis ISIN: BE0165385973



VAN MENING VERANDEREN

door Paul Frentrop



Bijna iedere dag wordt in de Tweede Kamer gedebatteerd. Dan brandt het vuur van de democratie. Vol gloed proberen Kamerleden hun collega's te overtuigen. Dat doen ze in Nederland al tweehonderd jaar. Tevergeefs! Nog nooit heb ik mee mogen maken dat een Kamerlid tijdens een debat van mening veranderde. Nooit heb ik iemand horen zeggen: "Mevrouw de voorzitter, de andere partij heeft me overtuigd. Ik had het bij het verkeerde eind. Ik wijzig mijn standpunt." Terwijl politici toch regelmatig een andere mening hebben dan voorheen.

Weet u bijvoorbeeld nog wat maakte dat Geert Wilders in 2004 uit de VVD-fractie stapte? Hij was tegen toetreding van Turkije tot de Europese Unie. De VVD was vóór. Dus Geert moest gaan. Inmiddels is de VVD tegen. Toch heb ik geen VVD'er horen zeggen: "De heer Wilders had gelijk. Wij zagen het toen verkeerd." Of neem minister Dijsselbloem. Toen VNO-NCW voorzitter De Boer ondanks opperde dat de staat een groter aandelenbelang in Air France-KLM moest nemen om tegenwicht te bieden aan de invloed van de Franse staat binnen dat bedrijf, zei de minister van financiën dat daar geen sprake van kon zijn. Een dag later zag hij wel mogelijkheden, maar de regering is niet van mening veranderd. Geen enkele politicus is ooit van mening veranderd. Ook niet over meer geld voor Griekenland.

Het ligt immers niet in de aard van de mens om publiekelijk van mening te veranderen. Zo hij dat doet, dan doet hij dat in een gesprek onder vrienden. Maar niet waar iedereen het kan zien. Zo was de Commissie Tabaksblad onder druk van beleggers nog tegen certificering als beschermingsconstructie. Maar onlangs vertelde driekwart van de beleggers de VEB dat ze vóór certificering bij ABNAmro zijn. Zonder daarvoor argumenten aan te dragen.

Zelfs in de wetenschap — waar iedereen behoort te zwichten voor een doorslaggevend argument — winnen nieuwe ideeën alleen doordat oude hoogleraren met pensioen gaan. De grote wetenschapper Robert Hooke wist dan ook al dat publieke discussie zinloos is. Hij schreef Isaac Newton, die volgens hem zijn theorie over de zwaartekracht had gepikt: "Laten we over deze zaken in privé corresponderen, dat is de beste aanpak. Want als we hier publiekelijk over discussiëren zullen we alleen maar het vuur oprakelen."

Misschien moeten we als we van mening veranderen voortaan gewoon Johan Cruyff volgen die ooit zei: "Ik ben overal tegen. Tot ik een besluit neem. Dan ben ik voor."

HUNTER DOUGLAS: KANSRIJKE ACHTERBLIJVER



Het aandeel Hunter Douglas heeft het de laatste jaren minder goed gedaan dan de markt. Toch zijn er genoeg argumenten te bedenken waarom dit aandeel de komende periode een inhaalslag maakt. Een tegendraadse kijk op een relatief onbekend wereldbedrijf.

Hunter Douglas is wereldmarktleider in raambekledingsproducten. De regio's Amerika en Europa waren in de eerste zes maanden van 2015 goed voor 83 procent van de omzet. Het bedrijf is ook actief in Latijns-Amerika, Azië en Australië waar bij elkaar 17 procent van de omzet wordt behaald. Belangrijke merknamen zijn Hunter Douglas, Luxaflex, Duette en Silhouette, waarmee vooral het hogere segment van de markt voor raamdecoratie wordt bediend. Het bedrijf heeft een periode van herstructurering achter de rug waarbij onder andere het aantal assemblagefabrieken van de merknaam Hunter Douglas in de VS is teruggebracht van 13 naar 3.

BEURSGENOTEERD

Hunter Douglas is sinds 1969 beursgenoteerd in Amsterdam. Slechts

een klein deel van het aandelenkapitaal is vrij verhandelbaar omdat de familie Sonnenberg meer dan 80 procent van de gewone aandelen bezit. Geef orders in dit aandeel daarom altijd met een limiet op aangezien het verschil in bied- en

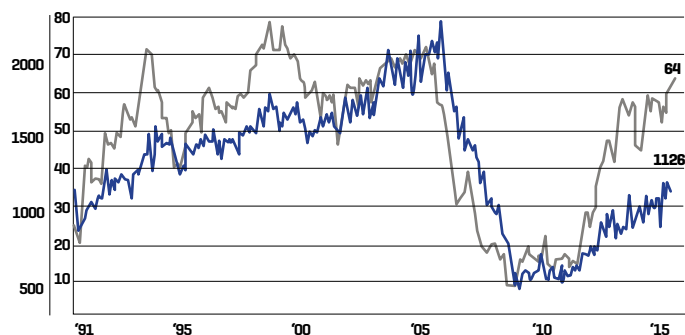
laatkoers zo maar 5 procent kan zijn.

Het bedrijf boekte in 2014 een omzet van 2,7 miljard dollar en is op de beurs iets meer dan de helft van die jaaromzet waard. Hunter Douglas keerde over 2014 een dividend van 1,35 euro per aandeel uit

HUIZENMARKT

De huizenmarkt is cruciaal voor Hunter Douglas. Beurskoersen in de bouwsector volgen de index van in aanbouw genomen woningen met enige vertraging

■ In aanbouw genomen woningen in de VS (USHBMIDX)
■ Index Amerikaanse woningbouwsector (NHSPSTOT)



Bron: Bloomberg

op een winst per aandeel van 2,71 euro. Over de eerste 6 maanden van 2015 werd een nettowinst per aandeel geboekt van 1,98 euro waarbij de verkoopvolumes in Amerika, Europa en Australië stegen, terwijl de volumes in Azië en Latijns-Amerika daalden. Vooral in de VS ging het goed, in Azië was het moeilijk.

De consumentenbestedingen en de stand van de huizenmarkt zijn cruciaal voor Hunter Douglas. Dat het aandeel de laatste jaren achterbleef, heeft te maken met de stagnerende economische ontwikkeling in Europa waardoor de huizenmarkt zich zwak heeft ontwikkeld. Ook de huizenmarkt in de VS is nog niet hersteld van de klap die in 2008 is uitgedeeld. De aantallen in aanbouw genomen eengezinswoningen liggen daar nog ruim onder de topniveaus uit 2006. Wel ligt de gemiddelde loan-to-value ratio van Amerikaanse hypotheeknemers momenteel op 68 procent, het laagste niveau in 10 jaar.

Er zijn andere redenen voor het achterblijven van de beurskoers. Herstructureringslasten hebben de nettowinst bij het bedrijf de laatste 4 jaar negatief beïnvloed. Verder spelen de beperkte verhandelbaarheid, de macht van de grootaandeelhouder, de afwijkende corporategovernancestructuur en de beperkte bekendheid bij grote beleggers een rol.

OVERTOLLIG KASGELD

Het aandeel is niet duur. Hunter Douglas heeft overtollig kasgeld, dat momenteel bij diverse vermogensbeheerders is ondergebracht. De beurskoers staat 1,3 keer de boekwaarde, waar de brede Europese aandelenmarkt gemiddeld 1,8 keer doet. Ook het dividendrendement van Hunter Douglas is hoger dan het Europese gemiddelde. Daar komt bij dat er nauwelijks interesse is van analisten van grootbanken door de beperkte verhandelbaarheid.

Katalysatoren voor een betere beursprestatie in de komen-

DE CONSUMENTEN-BESTEDINGEN EN DE STAND VAN DE HUIZENMARKT ZIJN CRUCIAAL VOOR HUNTER DOUGLAS

de jaren zijn: een toenemende activiteit op de huizenmarkten in zowel Amerika als Europa en de vruchten die de herstructureringsinspanningen van de afgelopen jaren moeten gaan afwerpen. Minder waarschijnlijke katalysatoren zijn: aanpassingen in de corporate governance, een betere verhandelbaarheid, meer aandacht, een afbouw van de beleggingsportefeuille, een hoger dividend en/of een volledige 'delisting'.

KOERSDOEL: 50 EURO

Het aandeel Hunter Douglas dobert nu rond 36 euro. Waar kan die koers naar toe? Om de waarde van het bedrijf en de toekomstige vrije kasstromen in te schatten, zijn omzetgroei, operationele marge, afschrijvingen, kapitaalsinvesteringen en de vermogenskostenvoet van belang. In 2014 behaalde Hunter Douglas een operationele winstmarge na eenmalige posten van 6,3 procent. Ter vergelijking; in de topjaren 2006 en 2007 werd een marge van 13,0 en 9,9 procent behaald.

Uitgaande van omzetgroei tot 2020 van 3 procent, een vermogenskostenvoet van 8 procent en een operationele marge na eenmalige posten die tot 2020 geleidelijk rich-

CONTRAIR BELEGGEN

Het kopen van de angst van de massa, zo kun je contrair beleggen ook noemen. Angst om achter te blijven en angst om een aandeel te kopen waarbij je steeds moet uitleggen waarom en waarover je op feestjes maar liever je mond houdt.

Contrair of tegendraads beleggen kan een goede methode zijn om de markt te verslaan, mits consistent en met een goede spreiding uitgevoerd. De tegendraadse belegger zoekt naar aandelen die zijn achtergebleven bij de markt, die niet geliefd zijn bij beleggers en een lage waardering hebben. Aandelen met lage verwachtingen dus. Tegendraads beleggen speelt in op verschillende psychologische aspecten van het beleggen en op het principe van *mean reversion*, de terugkeer naar gemiddelde waarden. *Mean reversion* is een fenomeen dat zowel in de economie als op financiële markten zichtbaar is en waarvan geprofi-teerd kan worden.

HOE WERKT EEN TEGENDRAADSE AANDELENANALYSE?

1. Begrijpen waarom een aandeel is achtergebleven en waarom de verwachtingen van beleggers momenteel laag zijn.

2. In kaart brengen hoe aantrekkelijk een aandeel is.
 - Hoeveel is het aandeel achtergebleven?
 - Wat is de waardering op basis van kengetallen als koers/boekwaarde en verwacht dividendrendement en hoe sterk is de balans?
 - Wat is de mate van geliefdheid?
3. Wat zijn logische katalysatoren voor verbetering van toekomstige koersprestaties?
4. Wat is de intrinsieke waarde op basis van verwachte toekomstige vrije kasstromen?

De analyse van mogelijke katalysatoren speelt een belangrijke rol, want die faciliteren de toekomstige terugkeer van de beurskoers naar de verwachte intrinsieke waarde. Te denken valt aan bijvoorbeeld terugkerende groei in een belangrijke regio of bedrijfs onderdeel, een managementverandering, een herstructurering, een verkoop van een bedrijfs onderdeel, een nieuwe kansrijke productgroep, een verlaging van de productiecapaciteit, een dividendverhoging, een toeschietelijker toezicht-houder of een overname. Hoe meer logische en onafhankelijke katalysatoren er te bedenken zijn hoe beter.



HANS VAN DE WEG

is zelfstandig vermogensbeheerder. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring met het beheer van aandelenportefeuilles voor onder andere Aegon Asset Management en ING Investment Management. Hij behoorde over die 20-jarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit aandelen Hunter Douglas.

ting het niveau van 2007 (9,9 procent) groeit, is een waarde boven de 50 euro te rechtvaardigen. Beleggers lijken bij de huidige koers uit te gaan van nul omzetgroei en geen verbetering van de operationele marge. Dat zijn lage verwachtingen. Hunter Douglas is een aandeel dat past in een klassiek *mean reversion* patroon en is een prima aanvulling op een goed gespreide aandelenportefeuille met bovengemiddeld kansrijke andere achterblijvers.

OBLIGATIE VEGETARISCHE SLAGER MOET HET HEBBEN, VAN IDEEELE BELEGGER

De obligatie van de Vegetarische Slager zal de sympathie van beleggers winnen die hun steentje willen bijdragen aan een betere wereld. Maar met een puur financiële blik weegt het rendement niet op tegen het risico.



De beste ondernemings-ideeën ontstaan uit ergernissen. Oprichter en grootaandeelhouder van de Vegetarische Slager Jaap Korteweg was jarenlang een groot vleesliefhebber, maar hij kreeg steeds meer moeite met de schaduwkant van het product: dierenleed en milieuschade.

Eind jaren negentig besloot Korteweg vegetariër te worden. Maar doordat vleesvervangers qua smaak en structuur niet konden tippen aan het echte product, bleek het lastig vasthouden aan zijn nieuwe geloofsovertuiging.

Korteweg besloot met plantaardige eiwitten zoals sojabonen,

vleesvervangers te produceren die echt op vlees lijken. Die inspanningen resulteerden uiteindelijk in de opening van de Vegetarische Slager in het centrum van Den Haag in 2010.

De oprichter schernt graag met zijn grootste wapenfeit: de Gouden Gehaktbal-wedstrijd van De Telegraaf in 2013, waar 44 deelnemers hun beste bal aan de jury voorlegden. De gehaktbal (geen spelfout) van de Vegetarische Slager kreeg de derde prijs. De jury had niet door dat het om een bal ging waar geen grammetje vlees in zat.

Inmiddels liggen de vegetarische gehaktballen, kipstukjes en worstenbroodjes op 2600 verkoop-

DE 'GEHACKTBAL' WON DE DERDE PRIJS. DE JURY HAD NIET DOOR DAT HET OM EEN BAL GING WAAR GEEN GRAMMETJE VLEES IN ZAT

punten in Nederland en België in de schappen, waaronder bij Albert Heijn, Jumbo en het Belgische Delhaize. Voor verdere groei wil de onderneming een groter deel van de productie in eigen hand nemen en een fabriek bouwen in Breda. De Vegetarische Slager wil het project financieren door kapitaal op te halen bij (particuliere) beleggers.

Hoe sympathiek de missie van de Vegetarische Slager ook moge zijn; het gaat om een stevige investering, een belegger verschaft achtergesteld kapitaal en het is de vraag hoe onderscheidend de producten van de Vegetarische Slager werkelijk zijn. Per saldo lijkt het geboden rentepercentage van 5 niet



Slager zijn dus met 2,9 miljoen euro aanzienlijk groter dan de boekwaarde van alle bezittingen, denk aan machines, voorraden en liquide middelen.

Alle huidige leningen zijn verschaft door de oprichters en aandeelhouders. "Indien het vanuit een accountantsperspectief nodig mocht zijn om de leningen te converteren naar aandelen om het eigen vermogen te versterken, dan zullen wij hiertoe overgaan", aldus het prospectus. Het is niet duidelijk waarom deze conversie nog niet heeft plaatsgevonden, maar dit zou belastingtechnische redenen kunnen hebben (rente is aftrekbaar). In het algemeen is een negatief eigen vermogen geen teken van kracht.

IDEAAL BOVEN RENDEMENT

De Vegetarische Slager heeft nog nooit winst gemaakt. Dit jaar wordt onderaan de streep voor het eerst een positief bedrag verwacht. "Die verwachting is gebaseerd op de huidige verkoopvolumes en de verwachte assortimentsuitbreiding in de bestaande verkoopkanalen. Zowel Albert Heijn als Jumbo zullen in de laatste maanden van het jaar het assortiment van Vegetarische Slager-producten uitbreiden", aldus het informatiedocument.

Winst lijkt inderdaad realistisch. Van 2013 naar 2014 groeide de omzet van 2,8 miljoen euro naar 3,7 miljoen euro en werd het verlies verkleind van 315 duizend euro tot 30 duizend euro. Voor dit jaar wordt door de nieuwe deals een omzetspurt tot 6 miljoen euro verwacht, waardoor winst vrijwel zeker is.

Minpunt is dat de Vegetarische Slager geen meerjarige prognose afgeeft waarin cijfermatig wordt onderbouwd hoe de winst en omzet zich zullen ontwikkelen. Wel blijkt uit één zinsnede in het prospectus dat de ideële kant van de investering belangrijker is dan het rendement. Een almaar hogere winst is geen doel. "De winst zal naar onze



verwachting niet anders dan geleidelijk oplopen, want de Vegetarische Slager wil zijn winstmarges zo laag mogelijk houden, zodat producten tegen acceptabele verkoopprijzen kunnen worden aangeboden aan een groot publiek."

ACHTERAAN

De Vegetarische Slager geeft meer rente dan de bank, maar de risico's zijn ook groter. Beleggers stellen in feite achtergesteld kapitaal ter beschikking. Uit het prospectus blijkt dat goed mogelijk is dat eventuele nieuw uit te geven leningen in senioriteit boven deze obligaties komen te staan. Dit betekent dat beleggers die inschrijven, achteraan staan als de zaken minder voorspoedig gaan dan gehoopt.

De Vegetarische Slager somt een waaier aan risico's op: fouten in het productieproces kunnen serieuze reputatieschade opleveren, toeleveranciers kunnen over de kop gaan of de concurrentie kan superieure vleesvervangers op de

markt brengen. Het laatste punt baart het meeste zorgen.

Vleesvervangers zijn nu goed voor slechts 2 procent van de Nederlandse vleesomzet. Maar het is niet onaannemelijk dat stevige groei van de markt, nieuw aanbod van vleesvervangers zal uitlokken. Hierbij is de vraag hoe onderscheidend en uniek het productieproces van de Vegetarische Slager is. In het prospectus staat dat het bedrijf er niet voor kiest om producten te beschermen met patenten. "Methoden als patentering vragen om publicatie van je kennis, en juist die publicaties leiden tot imitatie." Als voedselgiganten als Unilever, Mars of Nestlé zich in vleesvervangersstrijd gaan mengen, zal dit stevige concurrentie betekenen.

VERHANDELBAARHEID

De inschrijving is inmiddels gesloten omdat de beoogde 2,5 miljoen euro is opgehaald, maar de obligaties worden verhandeld op de alternatieve MKB-beurs NPEX. Gezien de beperkte omvang van de uitgifte is het te verwachten dat de handel dun zal zijn. De kans bestaat dus dat beleggers die hun obligaties willen verkopen dat alleen met verlies zullen kunnen. Beleggers die alsnog willen instappen doen er goed aan hun kooporder een limiet mee te geven. Houd er ook rekening mee dat NPEX een provisie van 2,5 procent rekt.

VERDICT

Het is de vraag of de rentevergoeding van deze achtergestelde lening opweegt tegen de risico's. De meeste beleggers zullen echter in deze obligatie stappen om van de wereld een betere plek te maken. Naast de rente ontvangt de obligatiehouder bovendien een korting van 5 procent in de winkel in Den Haag gedurende de looptijd van de lening. Een belegger die alleen financieel rendement zoekt, zal dat worst wezen.

voldoende compensatie voor de risico's die een belegger loopt.

FORSE INVESTERING

De Vegetarische Slager heeft in totaal 2,5 miljoen euro opgehaald met obligatieleningen van 500 euro per stuk. De leningen hebben een looptijd van 7 jaar.

Uit het prospectus blijkt dat de bouw van de fabriek een investering vergt van in totaal 6,5 miljoen euro. Dat is fors. Het balanstotaal van de onderneming bedroeg eind 2014 slechts 1,5 miljoen euro. Saillant gegeven daarbij is dat het eigen vermogen van de onderneming 1,4 miljoen euro negatief is. De schulden van de Vegetarische

Nederland is de nummer vijf op de wereldranglijst voor concurrentievermogen. We scoren goed op hoger onderwijs, infrastructuur en innovatie. Maar de starre arbeidsmarkt belemmert verdere voorspoed. Wat kan (nog) beter?

Economen hebben het over 'het nieuwe normaal': een hogere werkloosheid, lagere productiviteitsgroei en een gematigde, onzekere economische ontwikkeling. De nasleep van de grootste crisis in tachtig jaar temperde niet alleen het herstel, maar vooral ook de verwachtingen voor de toekomst.

Toch hoeft dat angstbeeld niet de standaard te worden, zo blijkt uit onderzoek van The World Economic Forum (WEF). De onderzoekers van de Zwitserse denktank wijzen op de veelbelovende vierde industriële revolutie en nieuwe manieren voor consumptie, zoals de deeleconomie.

Steeds vaker komt het voor dat mensen kennis, vaardigheden en spullen met elkaar delen. Daarbij valt te denken aan initiatieven als Thuisafgehaald voor een maaltijd in plaats van een restaurant, Airbnb voor een overnachting in plaats van een hotel en Uber voor vervoer in plaats van een taxi.

INNOVEREN

Deze ontwikkelingen kunnen volgens de WEF-onderzoekers een volgende golf van innovaties inluiden die economische groei stimuleren. Daarbij moeten beleidsmakers, bedrijven en maatschappelijke organisaties met elkaar samenwerken.

Ook hangt het af van de uitgangspositie per land. Het ene land is immers beter gepositioneerd dan het andere land.

Zo staat Nederland op plaats 5 van de 140 landen die op concurrerend vermogen zijn gerangschikt. Daarmee moet het alleen Duitsland, de Verenigde Staten, Singapore en Zwitserland voor zich dulden.

Op innovatie en hoger onderwijs, twee van de twaalf pilaren onder de concurrentiepositie, komt Nederland goed mee met landen hoger op de ranglijst. De kwaliteit van wetenschappelijke onderzoeksinstituten is hoog, er worden veel patenten aangevraagd en er is een goede samenwerking tussen universiteiten en het bedrijfsleven op het gebied van onderzoek en ontwikkeling.

In vergelijking met Duitsland en de Verenigde Staten, scoort Nederland zelfs beter op de beschikbaarheid van internet op scholen, de kwaliteit van managementscholen en van wetenschappelijk on-

WERK AAN DE WINKEL VOOR DE NEDERLANDSE ECONOMIE



derwijs en de beschikbaarheid van gespecialiseerde trainingen. Sterk presteren op hoger onderwijs en training is van belang om complexe taken uit te kunnen voeren, snel aan te kunnen passen aan een veranderende omgeving en continu bij te leren. Er zijn ook verbeterpunten. Zo geven het Duitse en Amerikaanse bedrijfsleven meer uit aan onderzoek en ontwikkeling, is er meer ruimte om te innoveren en zijn meer onderzoekers en technici beschikbaar dan in Nederland.

WEGENNET

Een indicator die er voor Nederland in positieve zin nog meer uitspringt dan onderwijs en innovatie, is de infrastructuur. Regelmatig terugkerende files, omleidingen en opgebroken wegen doen wellicht anders vermoeden, de Nederlandse infrastructuur scoort uitstekend. De wegen, het spoornet en het luchtverkeer behoren tot de beste in de wereld. De Nederlandse havens hebben die topositie inmiddels al bereikt.

De onderzoekers naar de concurrentiekracht per land geven aan dat een uitgebreide en efficiënte infrastructuur belangrijk is voor het functioneren van de economie. Zij wijzen erop dat in het verleden beter verbonden dorpen en steden welvarender zijn geweest. Of het nu gaat om de havens en verharde wegen in de klassieke oudheid, de zijderoute die China met Europa verbond of de Europese en Amerikaanse spoorwegsystemen in de negentiende eeuw, infrastructuur faciliteerde de uitwisseling van ideeën en producten. Meer, goedkopere en snellere vervoersvormen, naast de digitale mogelijkheden, werken die uitwisseling verder in de hand.

Een blik op de data leert dat lang niet ieder land de infrastructuur op orde heeft. Met name opkomende landen laten daardoor economische potentie liggen. Een armetierige infrastructuur maakt een land onnodig kostbaar en belemmert binnen- en buitenlandse

handel. Met investeringen in wegen, havens en elektriciteitsvoorzieningen is over het algemeen een snelle impuls te geven aan de productiviteit. Opkomende landen kunnen succesvolle technieken en technologieën van volwassen economieën kopiëren. Wanneer imiteren niet langer werkt en de technologiegrens in zicht is gekomen, is verdere vooruitgang alleen te boeken door innovatie, waar de koplopers van de ranglijst in uitblinken.

ROMPSLOMP

Hoewel Nederland goed scoort op de meeste van de twaalf pijlers die het concurrerend vermogen bepalen, zijn er ook duidelijke achterblijvers. Zo is de moeilijke toegang tot financiering een van de grootste belemmeringen om zaken te doen. Nederland staat daarin niet alleen. Ook in veel andere Europese landen is het moeilijk om financiering aan te trekken. En dat remt de mogelijkheid om ideeën op de markt te brengen.

Andere factoren die het bedrijfsleven in de weg staan, zijn terug te vinden op de arbeidsmarkt, in het belastingstelsel en bij de

OPKOMENDE LANDEN KUNNEN SUCCESVOLLE TECHNIEKEN EN TECHNOLOGIEËN VAN VOLWASSEN ECONOMIEËN KOPIËREN

overheid. Zo hebben bedrijven beperkte flexibiliteit om lonen vast te stellen en personeel aan te nemen en te ontslaan, zijn belastingregels complex, belastingtarieven hoog en is sprake van inefficiënte overheidsbureaucratie.

Dit zijn direct ook zaken die knellen bij de andere landen die hoog op de concurrentieranglijst staan, waardoor bedrijven minder snel kunnen inspelen op kansen en minder makkelijk ideeën kunnen testen. Een verklaring is dat wet- en regelgeving bedoeld is om bepaalde groepen, zoals

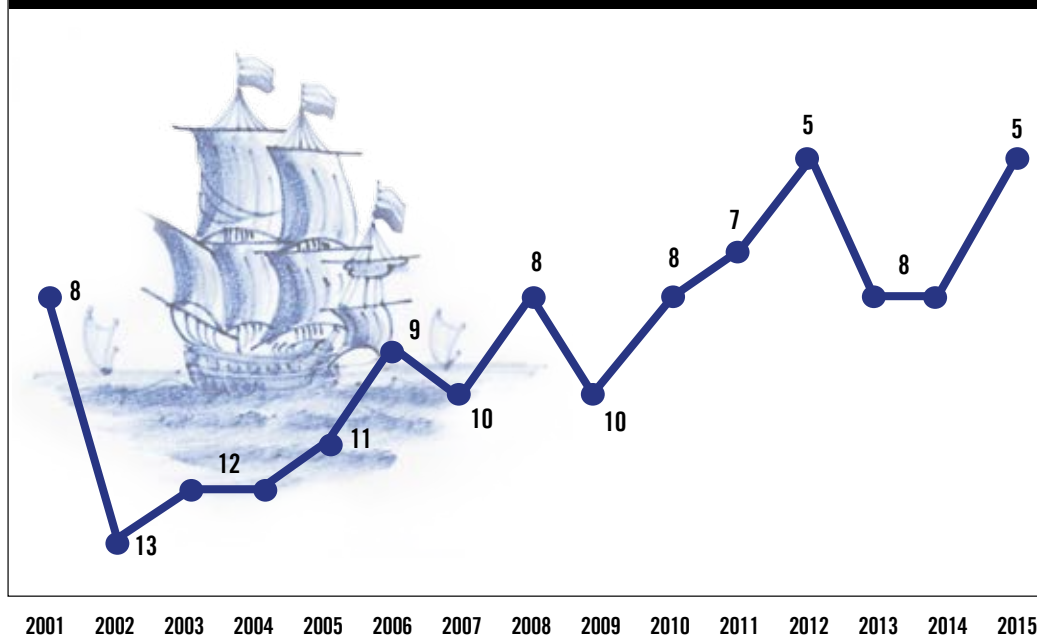
werknemers, te beschermen. Dat maakt hervormingen politiek gevoelig. De op een na slechtste score, na het vaststellen van lonen, is de beleggersbescherming. Op dit deel terrein doen landen als Zimbabwe en Nepal het nog beter.

VERBETERING

Alles overziend is Nederland sinds de concurrentieranglijst van een jaar eerder drie plaatsen omhoog geschoven. Daarmee is het de snelste stijger binnen de top tien. De inhaal mogelijkheden zijn voorlopig nog niet uitgeput. De arbeidsmarkt kan flexibeler, het begrotingstekort kan nog verder worden teruggedrongen en op het gebied van innovatie zijn er toch verbeterpunten. Nieuwe ideeën, producten, diensten en processen moeten het technisch haalbare verder oprekken.

Op het eerste gezicht heeft Nederland op de wereldranglijst voor concurrentiekracht nog slechts vier plaatsen te winnen. Maar ieder land dat de top heeft bereikt op een deel terrein, zet automatisch een nieuwe standaard voor de rest. Ook voor Nederland blijft er werk aan de winkel.

NEDERLAND STIJGT OP DE MONDIALE LIJST VAN DE MEEST CONCURRENTIE ECONOMIEËN



GRATIS PERSOONLIJK ADVIES

SECOND OPINION in uw woonplaats

Aangeboden door AdvanceBeleggen.nl in samenwerking met Onafhankelijk Vermogensbeheer 's-Gravenhage BV

Doel: het genereren van een hoger rendement en het voorkomen van onnodige risico's.

Het advies is geheel gratis. Aanmelding is gewenst via www.gratisadvies.org

De door ons gekozen locatie in onderstaande plaatsen treft u aan in onze afspraakbevestiging.



Regio	Plaatsnaam	Datum tijd	Regio	Plaatsnaam	Datum	Regio	Plaatsnaam	Datum tijd
Noord-Holland	Bloemendaal	7 dec 11.00h	Friesland	Beetsterzwaag	7 dec 11.00h	Noord-Brabant	Oisterwijk	7 dec 11.00h
	Heiloo	7 dec 14.00h		Leeuwarden	7 dec 14.00h		Veldhoven	7 dec 14.00h
	Amstelveen	8 dec 11.00h		Harlingen	8 dec 11.00h		Den Bosch	8 dec 11.00h
	Wieringerwerf	8 dec 14.00h		Sneek	8 dec 14.00h		Bergen op Z.	8 dec 14.00h
	Hoorn	9 dec 11.00h		Zuid Laren	9 dec 11.00h		Breda	9 dec 11.00h
	Purmerend	9 dec 14.00h	Groningen	Winschoten	9 dec 14.00h	Limburg	Weert	9 dec 14.00h
	Zaandam	10 dec 11.00h		Gieten	10 dec 11.00h		Venlo	10 dec 11.00h
	Volendam	10 dec 14.00h		Assen	10 dec 14.00h		Roermond	10 dec 14.00h
	Laren	11 dec 11.00h		Borger	11 dec 11.00h		Sittard	11 dec 11.00h
	Naarden	11 dec 14.00h		Emmen	11 dec 14.00h		Heerlen	11 dec 14.00h
't Gooi	Loosdrecht	14 dec 11.00h	Drenthe	Meppel	14 dec 11.00h		Maastricht	14 dec 11.00h
	De Bilt	14 dec 14.00h		Zwolle	14 dec 14.00h		Vaals	14 dec 14.00h
	Doorn	15 dec 11.00h		Hengelo	15 dec 11.00h	België	Knokke	15 dec 11.00h
	Bunschoten	15 dec 14.00h		Deventer	15 dec 14.00h		Brasschaat	15 dec 14.00h
	Leusden	16 dec 11.00h		Zutphen	16 dec 11.00h		Lommel	16 dec 11.00h
Zuid-Holland	Wassenaar	16 dec 14.00h	Overijssel	Emmeloord	16 dec 14.00h		Maaseik	16 dec 14.00h
	Noordwijk	17 dec 11.00h		Urk	17 dec 11.00h	Frankrijk	Lanaken	17 dec 11.00h
	Leiden	17 dec 14.00h		Lelystad	17 dec 14.00h		St Tropez	10 dec 11.00h
	Gouda	18 dec 11.00h		Almere Stad	18 dec 11.00h		Cannes	11 dec 11.00h
	Rotterdam	18 dec 14.00h		Zeewolde	18 dec 14.00h		Nice	11 dec 14.00h
Utrecht	Vlaardingen	21 dec 11.00h	Gelderland	Apeldoorn	21 dec 11.00h	Spanje	Denia	15 dec 11.00h
	Dordrecht	21 dec 14.00h		Ede	21 dec 14.00h		Altea	16 dec 11.00h
	Hellevoetsluis	22 dec 11.00h		Elburg	22 dec 11.00h		Marbella	17 dec 11.00h
	Goes	22 dec 14.00h		Epe	22 dec 14.00h		Benalmádena	17 dec 14.00h
	Zierikzee	23 dec 14.00h		Putten	23 dec 11.00h	Zwitserland	Geneve	10 dec 11.00h
Zeeland	Middelburg	7 dec 14.00h		Barneveld	23 dec 14.00h		Lugano	11 dec 11.00h
	Huist	8 dec 14.00h		Lichtenvoorde	9 dec 14.00h			
	Terneuzen	9 dec 14.00h		Arnhem	10 dec 11.00h			
	Sluis	10 dec 14.00h		Nijmegen	10 dec 14.00h			

Advance
Beleggen

Succesvol beleggen in aandelen, obligaties en beursgenoteerd vastgoed.
Voorts recensies over alle nieuwe beleggingsproducten in Nederland.
Tip: Neem gratis proefabonnement op de nieuwsbrieven via www.amaail.nl



Onafhankelijk Vermogensbeheer 's-Gravenhage BV
Uw partner in vermogensbeheer sinds 1994

www.OVGBeheer.nl / Tel. 065 232 6782

- Maatwerk: OVG vermogensbeheerders bedienen maximaal 50 relaties; hierdoor kunnen zij daadwerkelijk maatwerk leveren.
- De partnerstructuur van OVG zorgt voor een alignment of interest. Ruim 100 jaar effectenkennis en -ervaring bij 4 partners.
- Beheerrelaties van OVG hebben op eigen naam een effectenrekening bij Binck Bank of Theodoor Gilissen Bankiers.

A close-up portrait of Jean-Michel Six, a middle-aged man with a receding hairline, wearing a grey suit, a blue striped shirt, and a blue patterned tie. He has a serious expression and is looking directly at the camera.

Je verwacht het misschien niet van een organisatie die de afgelopen jaren de kredietstatus van tientallen Europese bedrijven en landen heeft verlaagd, maar ratingbureau S&P is optimistisch over de Europese economie. Volgens hoofdeconoom Jean-Michel Six lijdt Europa zelfs aan een te negatief zelfbeeld.

JEAN-MICHEL SIX

‘EUROPA IS TE PESSIMISTISCH OVER DE EIGEN TOEKOMST’

De Europese economie. Dat zou het onderwerp van gesprek zijn met Jean-Michel Six, hoofdeconoom van kredietbeoordelaar S&P in Europa. Maar het eerste kwartier heeft de Fransman het toch vooral over de acties van de Europese Centrale Bank (ECB). Dat is volgens hem een logisch gevolg van de hoofdrol die de ECB speelde in de bestrijding van de eurocrisis. En nog steeds is de positie van de centrale bank er een in de schijnwerpers, dankzij de agressieve geldpolitiek die zij voert. Hoe bijzonder dat is, beseft Six terdege. "Als we elkaar in 2010 hadden gesproken en ik had gezegd dat de ECB meer dan 1000 miljard euro in markt zou pompen, zou je me hebben weggezet als een volslagen gek."

Sinds 2010 is dan ook het nodige gebeurd in de eurozone. Vrijwel alle lidstaten en tal van ondernemingen zagen hun financiële positie flink verzwakken. S&P, net als Fitch en Moody's een toonaangevende kredietbeoordelaar, had de handen vol aan het verlagen van de kredietstatus van tientallen landen en bedrijven. Zo verloren Nederland, België, Frankrijk en de VS in korte tijd de AAA-rating waarmee zij zo voordelig konden lenen.

De afwaarderingen leidden tot publieke en politieke ophef, waarbij S&P de nodige verwijten kreeg. In de aanloop naar de wereldwijde kredietcrisis had het ratingbureau nog opzichtig gefaald. Zo gingen Lehman Brothers en verzekeraar AIG failliet, ondanks een hoge (AA-) rating van S&P. Om een herhaling van deze beschamende situatie te voorkomen, zou S&P aan overcompensatie doen en in de jaren na 2008 extra streng te werk gaan.

EEN PAAR HOOFDLETTERS

Jean-Michel Six staat met zijn economisch team aan het begin van het proces dat eindigt in een kredietoordeel van een paar hoofdletters. Alles tussen AAA en BBB- is

kredietwaardig, daaronder lopen de risico's voor beleggers en kredietverstrekkers gestaag op. Six kent de kritiek op zijn organisatie en ziet het als onderdeel van het spel. "De mechanismen zijn altijd hetzelfde. Als je een land afwaardert, ben je als kredietbeoordelaar niet geloofwaardig, verhoog je de kredietstatus dan zijn we weer een deskundige partij. Feit is dat een kredietverlaging nooit als een verrassing komt voor de autoriteiten ter plaatse. Onze landenanalisten hebben veel overleg met de beleidsmakers en ze begrijpen ons standpunt meestal. Dat ze het er niet mee eens zijn is een tweede. Onze werkwijze is zeer transparant. Iedereen kan die nalezen op onze website."

GOEDE START

Terug naar het nu en dus terug naar de ECB, die sinds maart iedere maand voor 60 miljard euro aan obligaties koopt. De bank gaat daar op zijn minst mee door tot september 2017.

Volgens Six begon de ECB goed. "Het opkoopprogramma heeft een goede start gehad. De omvang van het steunpakket was geloofwaardig en de euro ging omlaag ten opzichte van andere valuta's, wat ook de bedoeling is. Natuurlijk kun je zeggen dat de ECB te laat in actie is gekomen als je kijkt naar andere centrale banken wereldwijd, maar in Europa gaan de zaken nu eenmaal anders. De ECB mag dan onafhankelijk zijn, er is wel politiek draagvlak nodig voor haar daden en dan heb je binnen de eurozone te maken met achttien landen met alle gevolgen voor de effectiviteit van besluitvorming."

Acht maanden na de start van de ECB-opkoopoperatie hebben dalende grondstofprijzen, onzekerheid rond een renteverhoging in de VS en signalen over afzwakking van de economische groei in China de zaak veranderd. Six verwacht dan ook dat het huidige opkoop-

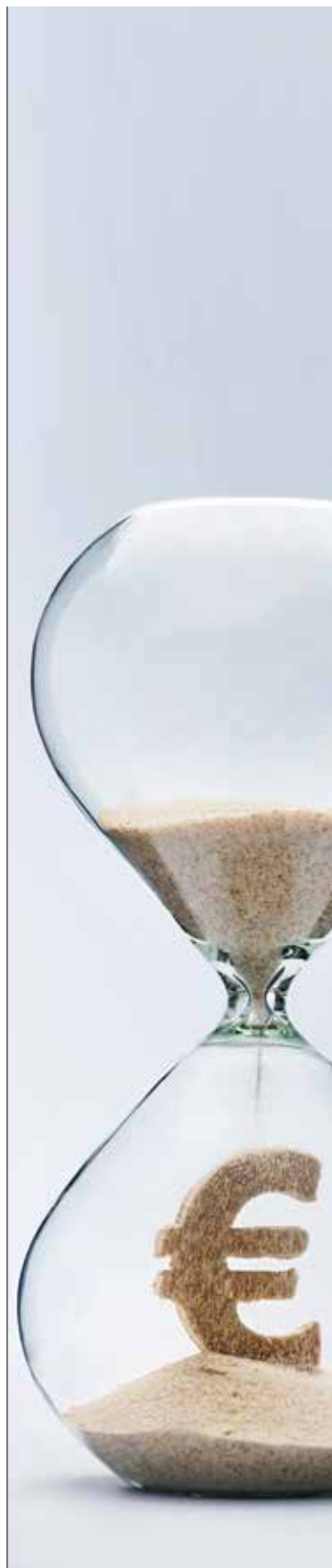
programma wordt verlengd en uitgebreid tot meer dan 2000 miljard euro. De ECB heeft daar nog geen concrete uitspraken over gedaan, maar dat is een gebruikelijke tactiek volgens Six. "De ECB heeft het in recente persconferenties bij woorden gelaten, maar sterke woorden. 'We zijn klaar om in actie te komen'. Dat hebben we al vaker gehoord. Ik denk dat ECB-voorzitter Mario Draghi die woorden nog vaker gaat gebruiken. Hij zal ze in december herhalen en de markt laten wachten tot volgend jaar. Dat is dan wel hoopvol wachten en daar gaat het hem om."

Vorig jaar, bij de aankondiging van het opkoopprogramma, zei u dat de ECB zich op zeer glad ijs begaf. Hoe moeten we dan een mogelijke uitbreiding van de stimuleringsmaatregelen zien?

"Die bezorgdheid blijft overeind. Ook al waren de eerste resultaten van de ECB-stimulering hoopgevend, we hebben geen voorbeelden uit het verleden over de gevolgen op langere termijn. Een van de aannemelijke risico's van het opkoopprogramma is dat het een wig drijft tussen de goed presterende Europese landen en de slecht presterende. Tot nu toe is dat niet het geval. Duitsland leent gratis, maar ook Italië betaalt minder dan 2 procent rente op nieuw uit te geven tienjarige leningen. Voor een land met een staatsschuld boven de 100 procent is dat best bijzonder."

Is het wel gezond dat beleggers in nieuwe Italiaanse staatsobligaties maar zo'n beperkte vergoeding krijgen voor het risico dat ze lopen?

"Het hangt er helemaal van af wat de Italiaanse overheid doet met de ruimte die ze krijgt door deze situatie. Het is als een dokter die je een medicijn geeft die de symptomen van een ziekte vermindert. Als je vervolgens blijft feesten omdat de



SIX VERWACHT DAT HET HUIDIGE OP-KOOPPROGRAMMA WORDT VERLENGD EN UITGEBREID TOT MEER DAN 2000 MILJARD EURO

klachten door de medicatie onderdrukt worden, dan is dat niet gezond. Werk je aan herstel dan heeft het zin.

Voor beleggers is het kredietoordeel an sich nog niet eens het meest interessant. De *outlook* is belangrijker, de verwachting die S&P en andere kredietbeoordelaars hebben voor de rating in de toekomst. Economisch onderzoek toont aan dat de *outlook* op lange termijn een van de belangrijkste graadmeters is voor beleggers in staatsobligaties. Voor Italië is onze *outlook* nu stabiel. Ik voel me comfortabel bij dat kredietoordeel. Of de verhouding risico-rendement 'gezond' is, zoals je vraagt, is niet aan mij. Dat moeten beleggers zelf bepalen."

Benutten de 'zwakkere' euro-landen de ruimte die ze gekregen hebben?

"Er gebeurt het een en ander. In Spanje, Italië en recent nog Frankrijk zijn de nodige hervormingen doorgevoerd. De intentie om de eigen economie concurrerender te maken en schulden te verlagen, is absoluut aanwezig. Het is een beetje een kip-of-eiverhaal. Je kunt de schulden niet omlaag krijgen zonder groei, maar je wilt de groei ook niet stimuleren door extra schulden te maken. Je moet uit dat di-

lemma zien te geraken door meer te vertrouwen op de private sector die de groei een impuls geeft. Dat betekent bijvoorbeeld vertrouwen op innovatie en export.

De vraag is of de hervormingsdrang overleefd blijft nu heren en der verkiezingen naderen en mensen zich mogen uitspreken over de – veelal – bezuinigingen."

U bent hoofdeconoom voor S&P in Europa. Is het moeilijk om uw collega's buiten Europa uitleg te geven over de dynamiek binnen de Eurozone?

"Na de eurocrisis en de ontwikkelingen in Griekenland de laatste jaren zijn mijn collega's uit Amerika en Azië wel wat gewend. Wat mij altijd weer opvalt als ik met niet-Europese beleggers spreek, is hun positieve beeld van Europa. Ze zien het nog steeds als een rijke regio, zeer ontwikkeld met diepe financiële markten op een hoog scholingsniveau. Zij bekijken de zaken positiever dan wij Europeanen doen. Wellicht zien zij het wel beter. We komen uit een tijdperk waarin landen massaal een lagere rating kregen en gaan naar een periode van stabiele ratings en weer groeiende economieën. Als je naar de lange termijn kijkt, is de trend positief."

Naar welke indicatoren kijkt u 's morgens vroeg als eerste om te zien hoe het economisch ervoor staat?

"Ik begin met de olieprijs, als indicator voor alle grondstofprijzen. Lage grondstofprijzen zijn een grote bron van zorg voor opkomende markten en daarom voor Europa. Daarna kijk ik naar de euro-dollar koers om te zien of de opkoopoperatie van de ECB haar werk doet. En als laatste naar de aandelenmarkten, als een soort van sentimentmeter. Beurzen reageren heel heftig op nieuws. Daar moet je als econoom, maar ook als langetermijnbelegger niet te dicht boven op zitten."



DE INVESTERINGS-PARADOX VAN SHELL

door Errol Keyner

Wanneer een onderneming minder investeert, moet je als belegger oppassen. Vaak wordt zo winstgevendheid op de lange termijn opgeofferd voor het kortetermijngewin. Net als alle andere grote spelers, investeert Shell niet een beetje minder in de zoektocht naar olie en gas, maar worden budgetten met tientallen miljarden verlaagd. Alle seinen op rood voor langetermijnbeleggers zou je denken.

Dat hoeft niet. Aangezien belangrijke grote olie- en gasvelden leegraken, zal het aanbod over een aantal jaren fors afnemen, met stijgende energieprijzen als gevolg. Maar zal de vraag naar olie en gas niet nog meer afnemen, waardoor de prijzen uiteindelijk juist verder dalen?

Natuurlijk, de westerse landen willen via onder meer windenergie en energiebesparing een groene wereld bewerkstelligen. Het ligt echter voor de hand dat vooral steenkool – de meest vervuulende van de fossiele brandstoffen – daaronder zal lijden. Steenkool wordt in veel energiecentrales gebruikt om de elektriciteit te produceren die met wat omwegen uw schone elektroauto aandrijft. De vraag naar olie en gas zal redelijk op peil kunnen blijven, ook ondersteund door de groei van de wereldbevolking en het welvaartsniveau in landen als India en China.

Zolang alternatieve energiebronnen te duur en te klein zijn om aan de wereldwijde energiebehoefte te voldoen, zullen olie en gas onmisbaar blijven. Een tekort aan olie en gas kan niet snel worden ingehaald, gezien de jarenlange doorlooptijd tussen het vinden en ontwikkelen van nieuwe bronnen. In de tussentijd schieten olieprijs door het dak. Gas is schoner dan olie, dus kunnen gasprijzen nog meer stijgen. Shell is dan spekkoper, aangezien de onderneming de focus heeft verlegd van olie naar gas.

De overname van het Britse BG past naadloos in die strategie, hoewel Shell de hoofdprijs lijkt te betalen en een voorschot neemt op (veel) hogere gasprijzen. Aandeelhouders Shell zullen echter geduld moeten betrachten, met of zonder BG. De komende paar jaar is er een wereldwijd overschot aan brandstoffen. Steenkool is verre van uitgebannen en de schaliegasrevolutie in de Verenigde Staten is de kop nog niet ingedrukt.

Op de middellange termijn zal de radicale investeringskrimp van olie- en gasbedrijven echter leiden tot schaarste van olie en vooral gas. Paradoxaal zorgen lagere investeringen van Shell in nieuwe olie- en gasvelden dus niet alleen voor hogere kasstromen nu, maar ook over tien jaar, dankzij stijgende olie- en gasprijzen. Feest voor trouwe Shell-aandeelhouders.

Of het feestje bij Shell over twintig jaar nog steeds druk bezocht is, daar kun je anders over denken. Heel anders.

Het komt vaker voor dat analisten verschillende meningen hebben over hetzelfde aandeel. Vaak gaat het om nuances, soms staan ze lijnrecht tegenover elkaar. Effect haalt er voor u de interessantste uit. Deze keer Unilever [koers 41 euro].



TWEE VISIES OP UNILEVER

JP MORGAN ⇌ BERENBERG

ONDERWEGEN | KOPEN

Unilever toverde bij zijn laatste kwartaalbericht een glimlach op het gezicht van beleggers, die de koers bijna 5 procent omhoog zagen gaan. De maker van Knorr-saus, Dove-zeep en Magnum-ijsjes zag de autonome omzetgroei toenemen met 5,7 procent. Het was de hoogste groei in drie jaar en ruim boven de verwachte 4 procent. Dankzij mooi zomerweer in Zuid-Europa zorgde de ijs- en frisdivisie voor de snelste groei. Ook de divisies voor persoonlijke verzorging en huishoudelijke artikelen vertoonden sterke omzettoenames. De voedingsdivisie, bekend van merken als Unox en Calvé, groeide bescheiden.

De grootste meevallers waren de ijsverkoop in Zuid-Europa, en de totale omzet in Latijns-Amerika en China. De sterke groei in China had ook te maken met de lagere vergelijkingsbasis van vorig jaar, terwijl in Latijns-Amerika consumenten massaal spullen insloegen omdat de prijzen in het vierde kwartaal omhooggaan. Unilever blijft het goed doen in de opkomende markten.

EEN "EXCELLENT BERICHT"

Topman Paul Polman rekt er voor heel 2015 op dat de afzet sneller groeit dan het gemiddelde in de markten waar het bedrijf actief is. De omzetgroei komt naar verwachting uit aan de bovenkant van de

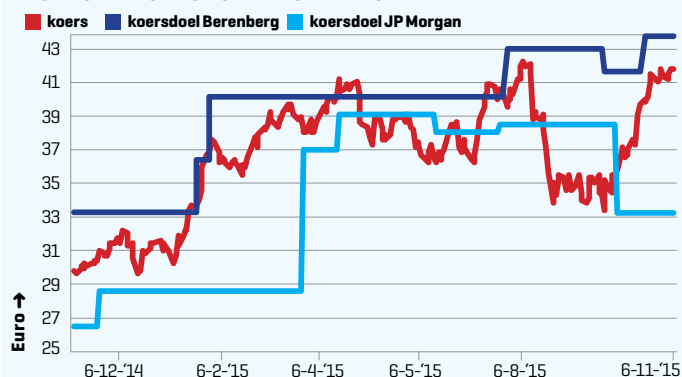
'MET DE OMZET-GROEI ZIT HET WEL GOED, DENKEN BEIDE ANALISTEN. HET IS ECHTER DE WINSTGEVENDHEID VAN DIE OMZET WAAROVER ZIJ VAN MENING VERSCHILLEN'

afgegeven verwachting van 2 tot 4 procent, en de topman houdt vast aan de verwachting dat de marges blijvend zullen verbeteren. Wel gaf Polman aan dat zijn bedrijf nog altijd geen direct effect merkt van de verbeterde wereldeconomie. Een Amerikaanse marktkenner sprak na de cijfers van een "excellent" bericht. De analistengemeenschap liet zich overwegend positief uit na het uitkomen van de kwartaalcijfers. Toch is niet iedereen daarmee ook overtuigd van de zonnige vooruitzichten voor Unilever. Tegenover de 14 koopadviezen staan nu ook maar liefst 8 verkoopadviezen voor het aandeel. We lichten er twee uiteenlopende meningen uit.

WAT VERWACHT...

verwachting	JP Morgan	Berenberg
wpa '15	€ 1,80	€ 1,83
wpa '16	€ 1,87	€ 1,92
wpa '17	-	€ 2,08
omzet '15	€ 52,94	€ 53,09
omzet '16	€ 53,73	€ 53,97
omzet '17	-	€ 56,71
EBIT '15	€ 7,31	€ 7,88
EBIT '16	€ 7,52	€ 8,21
EBIT '17	-	€ 8,79
koersdoel	€ 33,50	€ 43,50

KOERS EN KOERSDOELEN GEMALTO





WAT DE ANALISTEN ZEGGEN

Bear: Celine Pannuti
(JP Morgan) – advies:

ONDERWEGEN, KOERSDOEL 33,50 EURO

Naar aanleiding van de cijfers van Unilever handhaaft analiste Celine Pannuti van JP Morgan haar onderwegen-advies. Ondanks de beter dan verwachte kwartaalcijfers denkt ze dat de consensusverwachtingen gelijk blijven. Pannuti benadrukt dat Unilever voorzichtig blijft in zijn verwachtingen, vooral voor de opkomende markten. Opkomende markten zijn goed voor 57 procent van de omzet bij Unilever. De hogere omzetgroei wordt tenietgedaan door licht negatieve valuta-effecten en lagere marges. Daarmee voorziet de analiste weinig ruimte voor een winstverrassing. Het wordt lastig om marktaandeel te winnen, ondanks initiatieven als 'max the mix', waarmee Unilever met minder, maar wel sterkere, merken marktaandeel wil veroveren. Het koersdoel van 33,50 euro rechtvaardigt Pannuti op basis van een korting van 10 procent ten opzichte van de gemiddelde koers-winstverhouding van de concurrentie. De korting wordt gehanteerd vanwege het relatief zwakke groeiperspectief en de slechts gemiddelde marge-expansie. Met een verwachte koers-winstverhouding van 21 voor boekjaar 2016 geeft de analiste de voorkeur aan concurrenten als Nestlé en Reckitt Benckiser.

Bull: James Targett
(Berenberg) – advies:

KOPEN, KOERSDOEL 43,50 EURO

De Duitse zakenbank Berenberg verhoogde halverwege september het advies voor Unilever van houden naar kopen. Analist James Targett meende dat de korting ten opzichte van concurrenten onterecht was en dat er meerdere factoren zijn om het aandeel omhoog te trekken. Hoewel de analist geen snel herstel ziet in de opkomende markten, gelooft hij wel dat de bodem in organische groei bereikt is en dat Unilever sneller dan de markt kan groeien. Er zijn volgens hem vier manieren om de organische groei en de marges te verbeteren: e-commerce, groei in foodservice, het brutomargeverschil inlopen ten opzichte van concurrenten en het uitbuiten van big data. Unilever heeft ondanks negatieve valuta-effecten en inflatie in het verleden sterke prestaties neergezet en die zullen worden gecontinueerd. De bank gaat ervan uit dat de winst per aandeel tot 2017 met 9 procent per jaar stijgt. Rekening houdend met de eenmalige effecten bedroeg de onderliggende groei 3,5 à 4 procent, dat is fors meer dan in de eerste helft van 2015. In reactie op de kwartaalcijfers verhoogde Berenberg het koersdoel dan ook naar 43,50 euro met een ongewijzigd koopadvies.

VERSCHIL IN DE BOTTOMLINE

JP Morgan en Berenberg verschillen vooral van mening over de winstgevendheid van Unilever. Beide analisten verwachten de komende twee jaar een hogere omzetgroei. Het verschil tussen de beide voorspellingen zit hem dus niet in de omzetaannames, maar in de voorziene ontwikkeling van de marges. Waar JP Morgan's Pannuti weinig van Unilever verwacht, denkt James Targett van Berenberg dat Unilever ruimte heeft om dichterbij de winstmarges van de concurrentie te komen. Dat vertaalt zich uiteindelijk in verschillende verwachtingen voor de operationele winst en winst per aandeel. De tijd moet hier uitwijzen wie gelijk heeft.



Emilio100 / Shutterstock.com



BEURSGANG ABN AMRO

houdt de gemoederen bezig

Beleggers maken heel wat mee, blijkt uit de vele brieven en e-mails die de VEB iedere maand weer krijgt. Het is lang niet altijd mogelijk daar juridisch iets aan te doen. Maar medebeleggers waarschuwen kan nooit kwaad, en iets van je afschrijven lucht op. Effect heeft daarom een brievenrubriek waarin u uw verhaal kwijt kunt of kunt reageren op de artikelen in Effect. Deze maand een bloemlezing uit de vele reacties op de aangekondigde beursgang van ABN Amro.

ABN Amro keert nog dit jaar terug op het Damrak, waar het in 2007 door het bankentrio Fortis, Santander en RBS vanaf werd gehaald. Zoals bekend verslikten die banken zich destijds in de overname, en viel ABN Amro niet veel later in handen van de Nederlandse Staat. Wij riepen beleggers op hun mening te geven over de terugkeer van ABN Amro naar de Amsterdamse beurs.

De uitslagen van de poll waren opmerkelijk: 44 procent van de beleggers was van mening dat ABN Amro beter in staatshanden kan blijven, maar liefst 75 procent vindt het verstandig dat ABN Amro door certificering wordt beschermd tegen een vijandige overname en 46 procent van de beleggers is van plan in te schrijven op de aandelen.

Hieronder een selectie uit de vele die u niet wil...

“De beursgang van ABN Amro is het volgende kunstje van de heer Zalm waarvan later zal blijken dat het de samenleving een hoop geld heeft gekost. Hij is immers degene die onze gulden circa 15 procent te laag gewaardeerd in het eurodrama inbracht. En is hij ook niet de man die Italië en Griekenland accepteerde terwijl iedereen wist dat zij de boel flesten?”

“De beursgang van ABN

Amro is een klap in het gezicht van de Nederlandse belastingbetaler.

Met belastinggeld is de bank ‘gered’, dat wil zeggen uit de handen van nog ergere partijen gebleven, maar nu moet men toezien dat er slechts 10 procent aan de particuliere beleggers wordt ‘gegrund’ bij de voorgestelde emissie. Daar slechts een klein deel van de Nederlanders belegt is wellicht 95 procent van de Nederlanders niet in staat te profiteren van de beursgang terwijl ze wel hebben meebetaald aan de redding van de bank. Dus niet naar de beurs voordat door middel van dividend naar de schatkist de rekening uit het verleden is vereffend. Of in andere woorden, zoals al gememoreerd in een interview met Joris Luyendijk: het is de verantwoordelijkheid van de klant zich niet te laten belazeren door zijn bank. Dit laatste dreigt nu weer op grote schaal te gaan gebeuren. Conclusie: Pas naar de beurs als de schade is terugbetaald met een veel groter deel

naar de particuliere belegger en liefst met een grote korting ten opzichte van de institutionele beleggers.”

“De beursgang van ABN Amro is nodig om die bank weer op eigen benen te laten staan, maar moet wel op een of andere wijze goed gecontroleerd worden opdat men niet dezelfde fouten kan maken. De bank is er voor de gebruikers en niet alleen voor de aandeelhouders.”

“Ze blokkeren door die certificering een mogelijk toekomstige overname; dat heeft een blijvend koersdrukkend effect. Ik ga eerst maar eens aankijken wat de koers de eerstvolgende maanden gaat doen voor ik overweeg te kopen.”

“De beursgang van ABN Amro is complete waanzin. Een bank

moet zich niet gedragen als onderneming, maar rust en vertrouwen als kernwaarden hebben zonder de kortetermijndoelstellingen van aandeelhouders.”

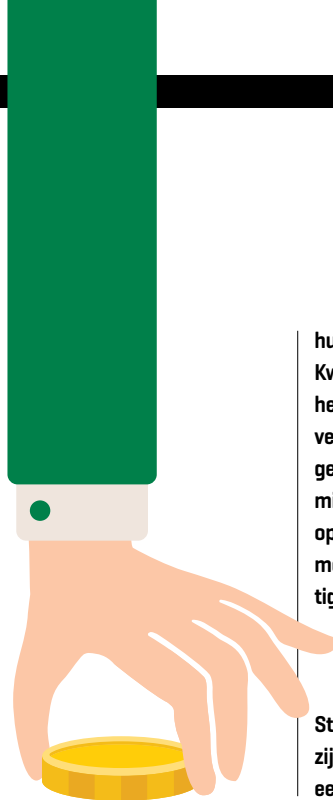
“De beursgang van ABN Amro is een besmette transactie, want eigenlijk is het gewoon heling. De aandelen zouden moeten worden teruggegeven aan de voormalige Fortis-aandeelhouders waar de Staat ze van gestolen heeft.”

**ABN AMRO
IS EEN
AANWINST
VOOR DE
MARKT**

“De beursgang van ABN Amro is een kans voor de Nederlandse Staat om op korte termijn het geïnvesteerde kapitaal [grotendeels] terug te ontvangen. Maar de beursgang komt enkele jaren te vroeg. Overigens is het de vraag of de Staat andere investeringen kan verzinnen die ook circa 5 procent rente [het dividend van ABN Amro] op een vermogen van 15 miljard opleveren?”

? MACINTOSH

Al enige tijd wordt door de ceo van Macintosh het verhaal verteld, dat het bedrijf aan het einde van het jaar geheel of nagenoeg geheel schuldenvrij zou zijn door de verkoop van de Britse tak en Kwantum. Dit is nog laatstelijk bevestigd door hem in Effect van september, maar ook talloze keren daarvoor. Zeer recent moest hij echter bekendmaken dat op de Britse schoenenwinkels een enorm extra verlies genomen zou moeten worden, resulterend in een afboeking van 40 tot 50 miljoen, een week later blijkt dit 53 miljoen te zijn, zoals uit de



huidige cijfers blijkt. De verkoop van Kwantum is nog niet afgerond, maar het bedrijf zal ook na deze laatste verkoop niet geheel of nagenoeg geheel schuldenvrij zal zijn. Ik voel mij door deze wijze van voorlichting op het verkeerde been gezet, en meen dat sprake is van onrechtmatig handelen jegens het beleggend publiek. Het gaat dan om mensen die aandelen gekocht hebben nadat deze voorspellingen door Staelens (Macintosh-topman, red.) zijn gedaan, in het vertrouwen van een nagenoeg schuldenvrij bedrijf per

eind van dit jaar. Nu dit niet haalbaar blijkt, is de koers van ruim boven de 2 euro (rond de 2,50) gedaald tot ruim onder de 1 euro.

[Naam en woonplaats bij de redactie bekend]



Beste belegger,

De VEB heeft contact opgenomen met Macintosh en nadere informatie gevraagd over het biedingsproces. Wordt vervolgd dus.

“De beursgang van ABN Amro is dom. De oude arrogante cultuur is er nog.

Eenmaal op de beurs infiltreren de graaiende zonnekoningen weer. Daarna kunnen de belastingbetalers de boel weer redderen. Maar als we geluk hebben, zijn banken al eerder overbodig. Bankier is een zeer overschat beroep zonder toegevoegde waarde voor de samenleving hoe je het ook maar bekijkt.” “De beursgang van ABN Amro is een beschoren feit. DE bank zal veel competitie krijgen van de andere Nederlandse banken. ABN Amro heeft in Nederland veel kantoren gesloten en dat zal ze nu parten gaan spelen.

Laat de ABN Amro in godsnaam niet in Amerikaanse handen

komen. Amerikanen investeren waardeloze dollars in euro's om nog wat waarde voor hun vers gedrukte geld te krijgen.”

“De beursgang van ABN Amro is voor mij niet nodig. Deze bank heeft ons in 2008 nadat mijn 88-jarige moeder stierf 36.000 euro verlies doen lijden. Dit nadat een medewerker zijn bonus bij deze bank moest spekken en oudere mensen een perpetue leening Landsbanki aansmeerde. Terwijl moeder bij de bank als zeer defensief te boek stond. Later is deze medewerker ontslagen, maar de schadevergoeding bedroeg niet meer dan 6000 euro.

Dus ABN Amro: weg ermee.”



BRIEVEN-RUBRIEK

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

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

VEB - Redactie Effect
Postbus 240
2501 CE Den Haag

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

? KAMES

Betreffende het obligatiefonds Kames High Yield Global Bond zie ik tegenstrijdige info in Effect 10. Op pagina 48 staat voor dit fonds een rendement van 11,9 procent over 1 jaar, terwijl op pagina 49 een rendement staat van -1,98 procent over 1 jaar. Waar is het misgegaan?

Marcel Koek, Rucphen



Beste heer Koek,

Het gaat hier om twee varianten van hetzelfde fonds. Het verschil is dat het fonds op pagina 48 geen valutam hedge gebruikt om zich in te dekken tegen valutaschommelingen en de variant op pagina 49 wel. Dat staat alleen in het kopje rechts bovenaan pagina 49, maar had inderdaad wel duidelijker vermeld mogen worden.



PAS OP VOOR VISSENDE VERLEIDERS

Samen met Robert Shiller publiceerde George Akerlof dit najaar een fascinerend nieuw boek: 'Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception'. De twee Nobelprijswinnaars in de economie waarschuwen voor alledaagse misleiding en manipulatie. De ideeën van het economenduo bevatten ook voor particuliere beleggers belangrijke lessen. Het is kort gezegd oppassen geblazen.

George Akerlof (75) ontvangt zijn Nederlandse gast in zijn eenvoudige werkkamer in een van de achttiende-eeuwse gebouwen van de universiteitscampus die prachtig op een heuvel aan de rivier de Potomac ligt. Hier studeerden mensen als Bill Clinton, José Manuel Barroso en de jonge prins Bernhard. Het is duidelijk waar gedragseconoom Akerlof zijn inspiratie vandaan haalt. In zijn boekenkast staan werken als *Infectious Greed* van Frank Partnoy, *Poison Pills: The Untold Story of the Vioxx Drug Scandal* van Tom Nesi en *Capital* van Thomas Piketty.

Akerlof gaat achter zijn bureau zitten en maakt meteen duidelijk dat hij zijn vrouw niet in verlegen-

heid wil brengen. Akerlof is de echtgenoot van Janet Yellen, de voorzitter van de Federal Reserve. "Ja, ze kookt uitstekend", zegt hij grappend. Als ze tenminste thuis is 's avonds. Als Akerlof vragen worden gesteld over de waardering van aandelen en de rol van banken in de economie valt de hoogleraar stil. "Nee, dat moet ik niet doen. Het is beter dat ik daar niets op zeg." Akerlof schudt nee bij vragen over recente bedrijfsschandalen in de Amerikaanse farmasector en de miljardenwaarderingen van bedrijven als Uber. Vanavond kruipt hij toch weer in het ledikant naast de machtigste vrouw ter wereld. In 2014 had hij een interview om die

reden helemaal per e-mail afgehouden. "Het wordt als niet netjes beschouwd voor mij om interviews te geven."

PHISHING FOR PHOOLS

Maar nu *Phishing for Phools* uit is, durft Akerlof het gesprek aan. Bedrijven en hun verkopers en ceo's staan volgens het boek continu bloot aan prikkels om consumenten (en beleggers) te foppen. Ze weten met de prachtigste verhalen onze besluitvorming te beïnvloeden. Bedrijven weten ons spullen aan te smeren die we eigenlijk niet willen. "Het heeft allemaal natuurlijk met psychologie te maken", zegt econoom Akerlof. "Dat heeft Daniel



Akerlof achter zijn echtgenote Federal Reserve-voorzitter Janet Yellen.

\$2.000

'De helft van de Amerikanen is niet in staat binnen een maand 2000 dollar bij elkaar te sprokkelen'



Foto Reuters

Kahneman mij geleerd toen we ooit samen een college gaven. De term *behavioural finance* bestond toen nog niet. In Amerika liggen mensen elke avond wakker over hun rekeningen. Toch kopen we aan de lopende band dingen die vooral goed zijn voor de verkoper, en in mindere mate voor de koper. We hielden ons daardoor zelden aan onze persoonlijk budgetten. Mensen die creditcards gebruiken, overschrijden veel vaker hun budget. In Nederland spaart men misschien nog, maar Amerikanen doen dat niet, ook al zijn we veel rijker geworden. De helft van de Amerikanen is niet in staat binnen een maand 2000 dollar bij elkaar te



George Akerlof ontving in 2001 de Nobelprijs voor de Economie. Foto ANP

sprokkelen. We kopen van alles, en veel meer dan we nodig hebben. We denken dat we al die spullen nodig hebben, maar dat is niet zo. Dat is irrationeel gedrag. Een economie zou dat niet voorspellen."

VERLEIDING

Het leven is één grote verleiding en daar gaat zijn boek over, zegt Akerlof. Is daar iets mis mee? Akerlof zegt dat vissers niet altijd oplichters zijn. "Vaak zijn het zeer onschuldige mensen", zegt de vriendelijke Akerlof genuanceerd. In het boek stellen de twee Nobelprijswinnaars zich agressiever op. List en bedrog zijn volgens hen inherent aan het kapitalistische systeem. Als concurrenten bedrog plegen, moet je dat ook doen anders overleef je niet als bedrijf. "Bedrijven moeten wel."

Verhevigde competitie verdringt regelmatig de moraal in de markt. "We hebben dat bijvoorbeeld gezien in de financiële wereld

bij de verkoop van effectenportefeuilles. Dertig jaar geleden was slechts een handvol instellingen hierbij betrokken. De concurrentie is verhevigd en de standaarden zijn losser geworden en de beloningstructuren agressiever. De verkopers van pakketten hypotheekobligaties stonden onder druk om te vissen naar klanten. Dat gold ook voor kredietbeoordelaars. Met goede ratings is gestrooid." Natuurlijk wordt reputatie meegewogen als een bedrijf de grenzen op zoekt. "Maar als bedrijven denken dat de winsten groter zijn dan de schade doen ze het toch."

Is dat ook zo gegaan bij Volkswagen? "Ik denk het niet. Die zaak kwam net te laat voor ons boek en

Keuzes

'We zijn machines maar we hebben soms te maken met een defect. We maken keuzes die juist niet kloppen'

past ook maar deels in onze theorie. De winst op dieselauto's zou nooit opwegen tegen de potentiële reputatieschade. De kwestie is des te schokkender." Het boek ligt op een met paperassen bezaaide werktafel van de hoogleraar. Akerlof bladert om de tien minuten driftig in het werk op zoek naar een bepaalde passage. Meermaals tevergeefs. De toon van *Phishing for Phools* is even populair als de gekunstelde titel, haast in de vlotte stijl van Freakonomics. Nee, Akerlof vindt niet dat de economische wetenschap wordt vervuild met populair-wetenschappelijke boeken. Het is alleen maar een verrijking dat economen met dit soort toegankelijke boeken komen. "Wat de mensen in schoolbanken leren over economie is vaak veel te beperkt. Er zit ook veel economie in het boek hoor", zegt hij. De omslag is getekend door Edward Koren, een beroemde generatiegenoot van Akerlof. Het is een plaatje van een slang die nonchalant met een hengel vist naar twee groepjes gretige harige wezens. Het aas is een appel met een dollarteken erop.

De phools in hun boek zijn de sukkels die in de verleidingen trappen. Er zijn veel mensen die slachtoffer worden van handige verkopers én hun eigen zwakte. Akerlof: "Mensen laten zich bewust om de

tuin leiden. In de economische wetenschap wordt nog vaak gezegd dat mensen rationele en functionele beslissingen nemen. Dat is onjuist. We zijn machines maar, we hebben soms te maken met een defect. We maken keuzes die juist niet kloppen. Een van de beste voorbeelden staat in het begin van het boek. Dat is het verhaal over Molly, de arme gokverslaafde vrouw in Las Vegas." Deze vrouw weet dat ze altijd de sigaar zal zijn. Toch verspeelt ze in haar volle bewustzijn haar geld. "Ze ruïneert haar leven." Het vlees is zwak, maar Akerlof vindt ook dat bedrijven telkens de grenzen opzoeken met hun marketing. "Ik was laatst in de supermarkt. Dan zie je dat bij de kassa het snoep voor kinderen in rekjes staat. Supermarkten weten dat kinderen bij de kassa ongeduldig worden en gaan zeuren om snoep. Ik ontdekte dat de snoepzakjes ook nog eens op ooghoogte van de kinderen wordt gehangen. Dat vond ik toch wel een schok eigenlijk."

NOBELPRIJS

Akerlof kreeg in 2001 zijn Nobelprijs (samen met Joseph Stiglitz en Michael Spence). Hij onderzocht hoe 'asymmetrische informatie' de relatie tussen kopers en verkopers verstoort. Mensen worden zo opzettelijk een rad voor ogen gedraaid met misinformatie. Er worden knollen voor citroenen verkocht, vandaar dat Akerlofs studie *The Market for Lemons* heette. Nederlandse kopers van woekerpolissen en aandelenleaseproducten weten er alles van. Of de financiële sector daar enorm misbruik van heeft gemaakt? Aarzelen: "Dat is zo, natuurlijk." Of financiële instellingen levensvatbaar zijn zonder die informatievoorsprong? Akerlof laat een stilte vallen. "Ik zou het niet weten eerlijk gezegd." Volgens de hoogleraar bestaat de perfecte markt, waarin kopers en verkopers allemaal over volledige



De man achter Janet Yellen durft niet teveel over de beurzen te zeggen.

informatie beschikken, niet. Assymetrie is eerder regel dan uitzondering. Mensen worden misleid en laten zich misleiden. "In de praktijk is er geen duidelijk onderscheid. Het is vaak een combinatie van de twee."

Deze goedgelovigheid heeft een brede impact op de economie. Robert Shiller en George Akerlof stipten het thema ook aan in de andere bestseller die ze samen schreven: *Animal Spirits*. Zij doen het in hun nieuwste boek opnieuw. De instincten in de mens zorgen ervoor dat markten geen afspiegeling zijn van rationeel gedrag. Emoties van mensen dragen in hun redenering bij aan zeepbellen en uiteindelijk aan het falen van het systeem. Een van die menselijke instincten is om eindeloos verhalen te vertellen. Meeslepende verhalen, heldenverhalen én sprookjes. Dat gebeurt dan ook volop door politici, bankiers, fondsmanagers en financieel dienstverleners. "Het verklaart voor een belangrijk deel waarom mensen telkens aan de haak worden

Crisis

'In goede tijden gaan verhalen rond als een epidemie. Totdat iemand zegt dat het allemaal niet zo mooi is. Dan zit je in een crisis'



Foto Getty Images

geslagen. We willen zelf onderdeel van het verhaal worden. Zo zitten we in elkaar. Daar spelen adverteerders ook prachtig op in. In reclames is het heel duidelijk."

Deze menselijke behoefte om onderdeel van een verhaal te worden leidt er volgens Akerlof toe dat beleggers in kuddes achter elkaar aan lopen. Beleggers willen om die reden bijvoorbeeld onderdeel worden van de wonderbaarlijke technologische doorbraken in Silicon Valley. Daarom betalen ze duizelingwekkende bedragen voor aandelen als Tesla. "In goede tijden gaan verhalen rond als een epidemie. Totdat iemand zegt dat het allemaal niet zo mooi is. Dan zit je in een crisis." Zijn beurskoersen overgewaardeerd door de verhalen die ceo's, analisten en aandelenbrokers rondbazuinen? "Dat is wel een van mijn stellingen ja. Ik ben zelf geen speculant. Maar je moet ongelooflijk oppassen en zelf de verhalen checken die mensen elkaar vertellen. Dat is lastig hoor."

Akerlof aarzelt. Hij begeeft zich

op glad ijs. Of het bandje even uit kan? Hij kan moeilijk nog thuiskomen bij Yellen als hij rondschreeuwt dat op de beurs sprake is van lucht-fietserij. De auteurs komen in hun boek met de term *bezzle*, dat zijn de niet ontdekte malversaties in de beurswereld. "De meeste affaires komen naar buiten in slechte tijden", zegt Akerlof. "In goede tijden worden schandalen opgebouwd, zonder dat we het weten. Mensen zijn niet kritisch genoeg. Dat is niet goed. In slechte tijden komt het opeens allemaal naar buiten. Dat hebben we in 2008 ook gezien. We zien het nu weer gebeuren bij Volkswagen. Het begon met een ogenschijnlijk geïsoleerd probleem. Maar dan gaan mensen dieper graven en komt er meer bovendrijven."

BELEGGINGSLES

Aan het eind van het gesprek laat Akerlof zich toch nog verleiden tot een beleggingsles waar de gemiddelde Nederlandse particulier misschien niet blij van wordt (en zijn vrouw ook niet als ze het terug zou lezen). Maar beleggers kunnen er wel iets aan hebben. Het is niets nieuws, maar mensen kunnen het niet vaak genoeg goed in hun oren knopen. "Professionele beleggers zullen altijd profiteren van de minder goed geëquiperde belegger. Dat heeft te maken met het fenomeen dat ook wel *noise* wordt genoemd." Naïeve beleggers laten zich beïnvloeden door losse flodders non-informatie en sprookjes. Professionele beleggers prikken hier eerder doorheen en profiteren structureel van deze voorsprong. "Ze kunnen hun effecten mooi inkopen van de sukkels in de markt. Dat is een vorm van Phishing for Phools." Hoe je als belegger kunt voorkomen dat je telkens wordt bedot? "Koper, let op uw zaak. Als je echt een actieve belegger wilt zijn kun je beter zo goed mogelijk je huiswerk doen."



VASTGESNOERD

door
**Schukken
& Kerdel**



Een herkenbare anekdote legt de New Yorkse komiek Louis C.K. uit hoe hij niets aan het toeval overlaat om zijn twee jonge dochters veilig te houden in zijn auto. Nadat hij zich door een stapel online testverslagen heeft geworsteld om de allerbeste autostoeltjes uit te kiezen, snoert hij zijn dochters elke autorit trouw vast. Maar de enkele keer dat Louis met zijn dochters in de taxi stapt, vliegt dat hele proces uit het raam. Geen kinderstoelen en een roekeloze chauffeur? Geen probleem! Het is een taxi en dan gaat het allemaal net even anders. Volstrekt onlogisch, geeft hij toe, maar zo werkt het in zijn brein.

Het is ook veel beleggers niet vreemd om periodiek vakantie te nemen van de ijzeren discipline die ze zichzelf hadden opgelegd. Neem het recept dat we in deze column regelmatig naar voren schuiven: maak een beleggingsplan en hou je eraan. Laat daarbij het gekwetter van journalisten en beursgoeroes langs je heen gaan. Zo geef je jezelf de beste kans om je doelen te halen. Toch zien we ook veel aanhangers van deze aanpak regelmatig van hun eigen voornemens afwijken. Zeker als het beursklimaat, zoals in de afgelopen maanden, onstuimig is. Ons brein is niet te beroerd om die beslissingen keurig te rationaliseren. In augustus dachten we nog: "het barsten van de Chinese bubbel gaat een enorm effect op de wereldeconomie hebben. Laat ik een deel van mijn portefeuille verkopen en even op de spaarrekening zetten". Toen begin november de beurs wereldwijd weer 15 procent omhoog was gespoten, veranderde ons intern kompas. "De markt herstelt altijd van tijdelijke dips. Ik koop nu alvast flink wat aandelen bij, anders ben ik te laat."

Net als bij kinderstoelen biedt beleggingsdiscipline vooral veiligheid als je die consequent gebruikt. Wie denkt dat de schade van af en toe een uitzondering wel meevalt, komt bedrogen uit. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het verschil tussen het rendement van een index en het rendement dat beleggers in de praktijk boeken met het bijbehorende indexfonds. De S&P 500-index bijvoorbeeld, leverde de afgelopen 15 jaar gemiddeld 4,4 procent per jaar aan rendement. Beleggers in het grootste en oudste S&P 500-indexfonds streken in die periode nog geen 2 procent per jaar op. Dat ligt niet aan het fonds, want dat houdt de index keurig bij. Het verschil ontstaat doordat de gemiddelde belegger een ongelukkige timing heeft.

Beleggers kopen graag als de beleggingsbomen tot in de hemel lijken te groeien en zijn geneigd te verkopen als bedrijven in de uitverkoop zijn. Je kunt een keer mazzel hebben, maar consequent op het juiste moment in- en uitstappen is een illusie. De enige remedie is ook onszelf vast te snoeren. Zeker bij wisselvallig weer.



SAFARI IN AFRIKA?

Ruim 100 inspiratiereizen vindt u op www.jambo.nl en in onze brochure of bel met onze Afrika specialisten op 020-2012740 voor een reis op maat. De mogelijkheden zijn eindeloos, privé reizen geheel conform uw wensen!

DÈ AFRIKA
SPECIALIST!



**Tanzania . Kenia . Madagaskar
Seychellen . Mauritius . Zuid-Afrika
Oeganda . Zimbabwe . Namibië
Mozambique . Zambia . Botswana**



BELEGGEN KUN JE ZELF

tips & tricks 2016

Deze maand verschijnt de eerste jaarboekeditie van 'Beleggen kun je zelf', geschreven door Patrick Beijersbergen. Hij geeft daarin concrete tips en praktische beleggingsadviezen. Waardebelegger Hendrik Oude Nijhuis las het en gaf zijn oordeel.

Beleggen kun je zelf, tips & tricks 2016, is vlot leesbaar en een aanrader voor zowel de beginnende als de meer ervaren belegger. De auteur geeft een heldere, goed onderbouwde visie waar- bij hij ook zijn nek durft uit te steken. Zo wordt op de aller- eerste pagina gelijk al aangege- ven waarom de olieprijs in 2016 best naar 20 dollar kan, nog eens een halvering gerekend vanaf de huidige niveaus.

Beijersbergen is een bekende in de beleggingswereld. Hij is sinds 1996 actief als beleggingsadviseur, vermogensbeheerder, analist en tegenwoordig hoofdredacteur van Effect. Eerdere boeken van zijn hand over geld en beleggen vielen onder beleggers stevast in de smaak.

VOORZICHTIG MET OBLIGATIES

De auteur geeft beleggers de raad komend jaar voorzichtig te zijn met obligaties. En uitgelegd wordt ook waarom aandelen eigenlijk veiliger zijn dan spaargeld, mits de beleggingshorizon maar voldoende lang is.

Beijersbergen geeft aan dat wat

aandelen betreft de voorkeur uit- gaat naar waarde-aandelen omdat deze op den duur simpelweg beter renderen dan groeiaandelen. Uitge- legd wordt ook hoeveel spreiding optimaal is. De auteur stelt dat het best vreemd is dat personen met afwijkende beleggingsprofielen soms wél in precies hetzelfde pensi- oefonds zitten en waarom banken de neiging hebben te conservatieve

beleggingen te adviseren wat ten koste gaat van rendement.

VOLOP KOOPADVIEZEN

Interessant, zeker voor beginnende beleggers, zijn de drie uitgebalan- ceerde voorbeeldportefeuilles voor de langere termijn aan het einde van het boek. Deze portefeuilles zijn samengesteld op basis van de koop- adviezen in het boek zelf. Voor an-

deren zijn de voorbeeldportefeuilles die zijn afgestemd op risicoprofiel - behoudend, neutraal of offensief - interessant vergelijkingsmateriaal voor hun eigen, bestaande portee- feuille. Naast praktische tips en tien- tallen kansrijke, laag gewaardeerde aandelen komt een aantal goedko- pe, goed presterende beleggings- fondsen aan bod.

'Beleggen kun je zelf' is al met al een handleiding waar iedere beleg- ger wel wat van zijn gading in zal vinden. Het boek staat bol van concrete tips en is meer dan de moeite van het lezen waard voor wie met beleggen wil beginnen én voor wie zijn beleggingsportefeuille eens kritisch tegen het licht wil houden. Het is een complete beleggingsgids met actuele adviezen voor de langere ter- mijn, met nuttige informatie voor iedere belegger.

'DIT BOEK GEEFT PRAKTISCHE TIPS EN BESPREEKT TIENTALLEN KANSRIJKE, LAAG GEWAARDEERDE AANDELEN'

■ **Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van value-investing en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett - zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk'.**
www.beterinbeleggen.nl.

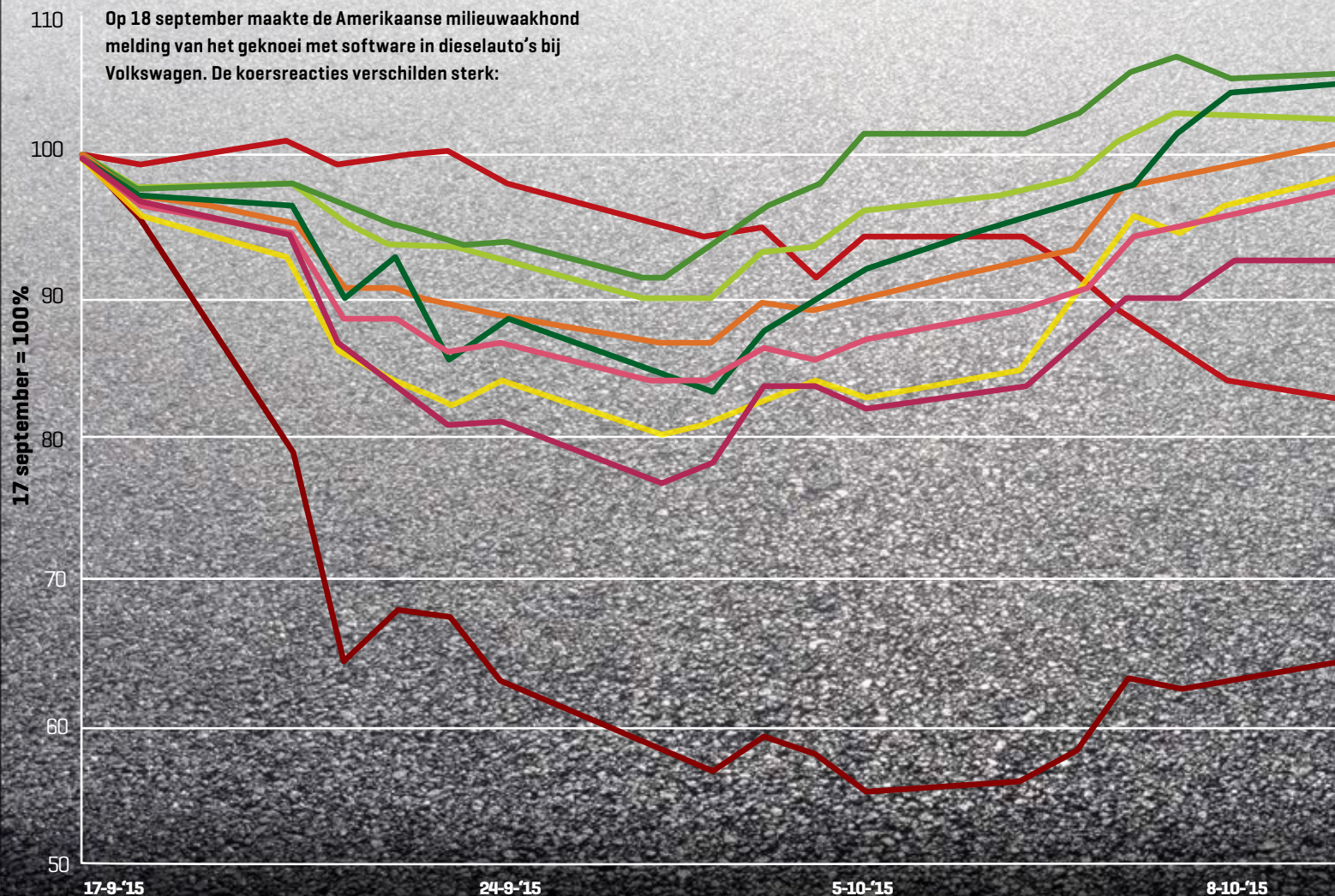
■ **Beleggen kun je zelf, Tips & Tricks 2016, van Patrick Beijersbergen kost € 14,95 in de boekhandel. Het boek is ook te bestellen via de website van de uitgever:**
www.writersunited.nl.

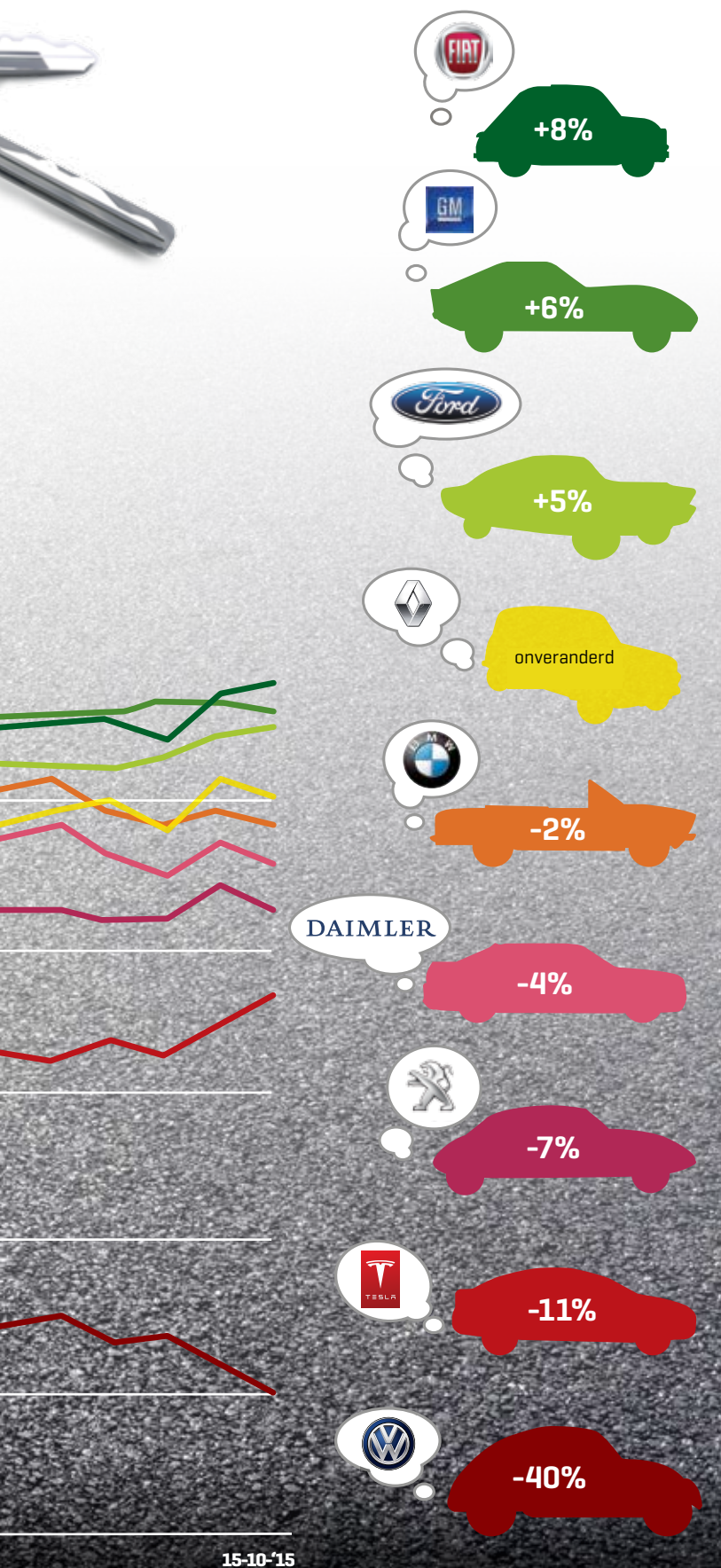
Het schandaal met de sjoemelsoftware bij Volkswagen heeft de automobiellindustrie wakker geschud, en autobezitters ook. Het aandeel Volkswagen is bijna gehalveerd en lijkt extreem goedkoop, maar is ook aangeschoten wild.



AMERIKAANSE AUTOMAKERS STAAN ER HET BESTE VOOR

AUTOMAKERS NA 'DIESELGATE': VOORZICHTIG HERSTEL, MAAR NIET BIJ VW





De koersen van de andere beursgenoteerde automakers gingen mee onderuit, maar die herstelden ook weer grotendeels. Hoe gaan die andere automakers om met het milieu en welk aandeel is nu het aantrekkelijkste? Een analyse van de automobielsector met speciale aandacht voor duurzaamheid.

Die andere grote Duitse automakers, Daimler en BMW, kregen ook stevige tikken van het Volkswagen-schandaal, maar de schade werd snel ingelopen. Daimler had het toch al moeilijk. Het bedrijf groeit de laatste jaren nauwelijks omdat het voor een groot deel van de omzet afhankelijk is van de markt voor bestel- en vrachtwagens. Daimler is hierdoor gevoelig voor de economische cyclus. Het aandeel heeft een hoog dividendrendement, maar is toch niet echt interessant zolang de groei- en verwachtingen zo laag zijn als nu het geval is. Een duidelijk aantrekken van de Europese economie kan daar verandering in brengen. Datzelfde geldt voor Renault, het Franse bedrijf waar Daimler mee samenwerkt.

BMW GAAT VOOR DUURZAAM

BMW doet het goed in China en werkt er hard aan om zijn elektrische modellen op hetzelfde hoge niveau te krijgen als de benzine-modellen. Daar wordt relatief veel geïnvesteerd, wat de komende jaren wat op de winstmarges zal drukken, maar op de langere termijn zijn vruchten moet afwerpen.

De i-series elektrische auto's van BMW zijn bepaald niet de eerste volledig elektrische auto's op de markt, maar het is ook geen overhaaste inhaalpoging. Wat vooral goed is aan de i3 en de i8 is de extreem lichtgewicht carrosserie, gemaakt van ijzersterk carbonfiber. Daarnaast heeft BMW een slimme manier bedacht en gepatenteerd om de batterijen, die het afneemt

bij Samsung, zo met elkaar te verbinden dat een grote batterij ontstaat die stabiel genoeg is om een auto aan te drijven.

BMW heeft duurzaamheid omarmd. Carbonfiber kost veel energie om te produceren, maar de Beierse automaker wil daarvoor alleen duurzame bronnen gebruiken. Bij de BMW-fabriek in Leipzig staan vier windturbines die genoeg energie leveren voor het hele productieproces. De fabriek in de Amerikaanse staat Washington wordt volledig gevoed met elektriciteit uit waterkracht. Daarnaast is er een plan ontwikkeld om de auto's uit de i-serie ook weer te ontmantelen: ongeveer 95 procent van het materiaal van de auto kan worden hergebruikt.

Het aandeel BMW is op 9 keer de winst en met een dividendrendement van bijna 4 procent zonder meer aantrekkelijk geprijsd.

ZELFRIJDENDE PEUGEOT

Het Franse PSA Peugeot Citroën is met zo'n 3 miljoen auto's per jaar de derde automaker in Europa. Het aandeel is onder naam van de holding Peugeot genoteerd in Parijs. Net als BMW lijkt Peugeot stevig in te zetten op duurzaamheid. Het bedrijf zegt van de Europese automakers de leider te zijn als het gaat om terugdringen van de CO₂-emissies met een gemiddelde van 110,3 gram per gereden kilometer in 2014. Maar Peugeot heeft ook een paar ze-



perds gehad. Zoals de 'brandstof-door-lucht Hybrid Air'-techniek, die maar niet van de grond kwam. Daar is veel geld in gestoken en dat moet nu waarschijnlijk als verloren worden beschouwd. Ook uit het ontwikkelen van diesel-hybrides wordt de stekker getrokken. De Peugeot-modellen van de volgende generatie zullen worden uitgerust met de plug-in hybride technologie in combinatie met een benzinemotor.

Peugeot boekte tot nu toe meer successen met de zelfrijdende auto, een markt die in de VS vooral door Alphabet (Google) en Apple wordt onderzocht. Peugeot kreeg als eerste bedrijf in Europa toestemming om met onbemande auto's op de openbare weg te experimenteren en het bedrijf liet onlangs vier auto's zelfstandig de 580 kilometer van Parijs naar Bordeaux rijden en dat ging goed.

'DE KOMST VAN DE CHEVY BOLT KAN DE FANTASIE IN HET AANDEEL GENERAL MOTORS OPPOKEN'

Het aandeel Peugeot kreeg na Volkswagen zelf de grootste klappen in de eerste dagen van Dieselgate en is daar nog altijd niet van bijgekomen. Peugeot heeft het moeilijk: er wordt flink in de kosten gesnoeid waarbij vele banen verdwijnen. Op het aandeel wordt geen dividend uitgekeerd. Ten opzichte van de omzet per aandeel is Peugeot het goedkoopste in de sector. Enig herstel van de momenteel zeer lage winstgevendheid kan het aandeel flink omhoog helpen, maar het aandeel heeft een bovengemiddeld risico.

FERRARI DE DEUR UIT

De koers van Fiat Chrysler had per saldo geen last van Dieselgate, maar dat kwam vooral doordat het bedrijf net dochter Ferrari naar de beurs bracht. Daarmee werd duidelijk verborgen waarde ontsloten. Sommige marktvolgers beweren dat het afscheid van de rode sportwagens de weg vrijmaakt voor een fusie met General Motors. Dat zal in de praktijk neerkomen op een overname, want de Amerikanen zijn een stuk groter. Het aandeel Fiat Chrysler heeft een lage waardering, maar de merken van het bedrijf zijn nu Ferrari de deur uit is toch vooral B-merken.

De aandelen van de Amerikaanse automakers Ford en General Motors hielden zich ook goed. Specialist in elektrische modellen Tesla daalde wel fors, maar dat had meer te maken met de hoge waardering van het aandeel en het dalen van de olieprijs, wat een negatief effect heeft op de relatieve aantrekkelijkheid van elektrisch rijden.

Ford is heel wat goedkoper dan Tesla en draait als een trein. Ford is echter beduidend minder met duurzaamheid bezig. Het bedrijf boekte in de maand september met 23 procent de hoogste groei van het aantal verkochte auto's sinds 2004. En de nieuwe F-150 pick-up truck zal de omzet naar



verwachting de komende maanden nieuwe impulsen geven. Dat dit monster 1 op 4 rijdt, is iets dat kopers van dit soort auto's weinig interesseert, zeker nu benzineprijzen zo laag zijn.

Toch is ook Ford wel met duurzaamheid bezig. Dat uit zich onder meer in een samenwerking met Heinz voor het gebruik van tomatenvezels om materialen te verstevigen, maar ook in de volledig elektrische Ford Focus, hoewel er daar vanwege de kleine actiera-

AUTOMAKERS

	koers	K/W	P/B	P/S	Div%	opmerkingen	ticker
BMW	€ 87	9,2	1,5	0,6	3,7%	Sterk in China	BMW.F
Daimler	€ 72	8,2	1,6	0,5	4,1%	Groeit nauwelijks	DAI.F
Fiat Chrysler	€ 14	10,2	1,2	0,2	0,0%	Goedkoop: PEG-ratio onder 1	FCA.MI
Ford	\$ 15	8	2,3	0,4	4,7%	Fraai dividend	F
GM	\$ 34	6,5	1,5	0,3	4,3%	Fraai dividend	GM
Peugeot	€ 15	8,6	1,2	0,2	0,0%	Herstructurering gaande	UG.PA
Renault	€ 78	6,7	0,9	0,5	2,8%	Groeit nauwelijks	RNO.PA
Tesla Motors	\$ 213	95,9	38	3,2	0,0%	Ingehaald door GM	TSLA
Volkswagen	€ 99	6,5	0,5	0,3	4,9%	Aangeschoten wild	VOW3.F

UITLEG BIJ DE TABEL

K/W: koers-winstverhouding, de koers gedeeld door de verwachte winst per aandeel 2016. Hoe lager hoe beter.

P/B: price-to-book, de verhouding tussen de beurswaarde en het eigen vermogen. Hoe lager hoe beter.

P/S: price-to-sales, verhouding

tussen de beurswaarde en de omzet. Hoe lager hoe beter.

Div%: dividendrendement, het laatste of verwachte dividend gedeeld door de beurskoers. Hoe hoger hoe beter.

Ticker: gebruik dit symbool om de actuele koers van dit aandeel op te zoeken.



dus maar weinig van worden verkocht. Ford zal bij uitstek kunnen profiteren van een verder herstel van de Amerikaanse economie. De verwachtingen voor de winst per aandeel wijzen daar ook op. En het kwartaaldividend werd onlangs verhoogd naar 18 dollarcent, zodat het dividendrendement nu tegen de 5 procent loopt, het hoogste onder de grote automakers.

GM OPENT AANVAL OP TESLA

Actieradius is een belangrijke zaak

voor de goedkopere elektrische auto's. General Motors werkt al jaren aan de Chevrolet Bolt, waarmee minstens 300 kilometer gereden kan worden en die volgend jaar voor 30.000 dollar in de winkel zal staan. Die auto kan een doorbraak zijn en daarmee is GM sneller dan Tesla, dat ook al een tijdje aan een volledig elektrische auto voor een breed publiek werkt. Pas in 2017 moet de Tesla Model 3 op de markt zijn, en die gaat 35.000 dollar kosten.

De komst van de Bolt kan de fantasie in het aandeel GM oppoken. GM is al flink aan het snijden geweest in het aantal merken en modellen, met als doel de efficiëntie te verbeteren. Het bedrijf is nu *lean and mean*. Dat was nodig, want GM ging tijdens de kredietcrisis failliet om in 2010 sterk afgeslankt aan de beurs terug te keren.

Het nieuwe GM heeft een sterke balans en is verlost van dure afspraken met werknemers op gebied van ziektekosten en pensioenen. Van de acht grote merken die het oude GM voerde, zijn er nog maar vier over: Cadillac, Buick, GMC en Chevrolet. Het wachten is nu op de Bolt. Tot die tijd krijgen beleggers net als bij Ford een heel aanvaardbaar dividend.

CONCLUSIE

Alle grote autofabrikanten investeren in duurzaamheid, maar de onderlinge verschillen zijn groot. Het milieubewustzijn bij de klant en de overheid neemt toe en Dieslgate zal dit proces alleen nog maar versterken.

De Amerikaanse automakers General Motors en Ford staan er bedrijfsmatig het beste voor en zijn ook nog eens aantrekkelijk gewaardeerd. GM is een stuk duurzamer. In Europa biedt het aandeel BMW beleggers goede kansen.

LIVE-TELEVISIE

door Sheila Sitalsing



Onlangs begon ik aan *Narcos*, de Netflix-serie over Pablo Escobar, handelaar in cocaïne, miljardair, weldoener, terrorist en massamoordenaar. Buitengewoon verslavend spul, dat gepaard gaat met veel adrenaline, nachtelijke sessies en onverantwoordelijk weinig slaap. Bijna net zo verslavend als de optredens van Reed Hastings, ceo van Netflix. Een muizige, grijze man in trui of ruitjeshemd die achttien jaar geleden Netflix begon met de online verhuur van dvd's die per post werden opgestuurd. Tegenwoordig staat hij te boek als de grote man van de streaming-tv en de disruptieve innovatie in televisieland, de man die series in één klap online gooit, zodat de kijker niet elke week hunkerend hoeft uit te zien naar het vervolg. Een groot spreker zal Hastings nooit worden, en hij heeft ondanks zijn lange ceo-schap nog geen optredens op zijn naam staan die kunnen tippen aan de beroemde Stanford speech van Steve Jobs (*'Stay hungry, stay foolish'*), maar zijn boodschap blijft opwindend en een tikje verontrustend.

Afgelopen maand sprak hij op de Dealbook Conference, waar *the New York Times* mensen met grote ideeën samenbrengt. Terwijl hij op het podium een donut at, deed hij daar opbeurende mededelingen voor de uitbaters van lineaire televisie, van het concept elke-avond-om-acht-uur-live-nieuws, hier ook wel bekend als het 8-uurjournaal. Zoiets, een live-nieuwsprogramma of live-sportuitzendingen, zal Netflix nooit brengen, zegt Hastings. 'Je wilt niet investeren in iets dat op sterven ligt.' Auw.

Volgens Hastings is er geen sprake van een overaanbod op tv – een klacht die andere tv-uitbaters met enige regelmaat uiten. Netflix gaat komend jaar 5 miljard dollar steken in het ontwikkelen van nog meer nieuwe series, series die dankzij gedetailleerd onderzoek naadloos aansluiten op de voorkeuren van kijkers. Een beetje zoals ze in de cokelaboratoria van Pablo Escobar precies wisten waar ze de mensen helemaal gek mee kregen. Toch hinderde het me, de opmerking over de doodsstrijd van live-nieuwsprogramma's of van live-televisie überhaupt. Omdat ik betwijfel of het waar is – ook de visionair van de tv-wereld kan er weleens naast zitten.

Live-televisie heeft een aantal unieke kenmerken: de spanning van het moment, weten dat er niet geknipt kan worden in de opname, dat alles wat op dat moment gezegd, gedaan of nagelaten wordt, ongefilterd een miljoenenpubliek bereikt, de wetenschap dat niemand op de hele wereld nog weet wat er zo meteen gaat gebeuren. Daar kan acht uur achterelkaar kijken naar een psychopaat die duizenden Colombianen over de kling joeg niet tegenop.

Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

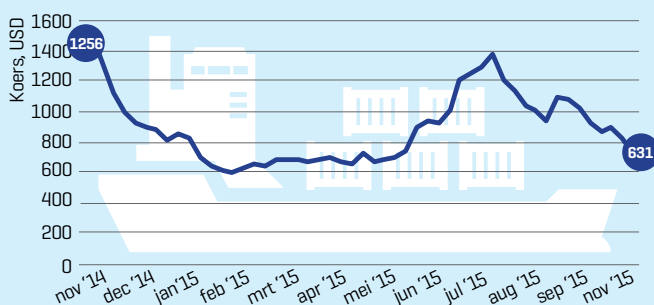
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
9 nov 2015



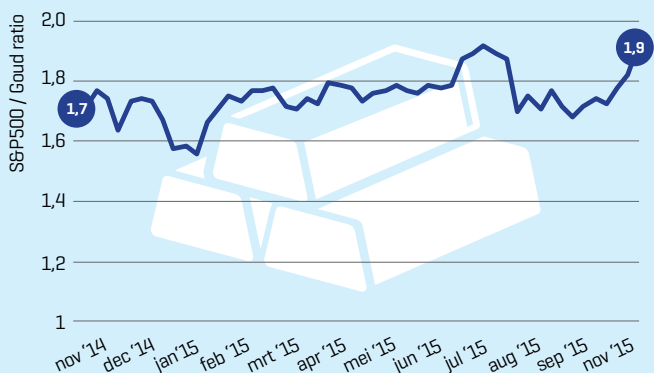
Baltic Dry Index

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



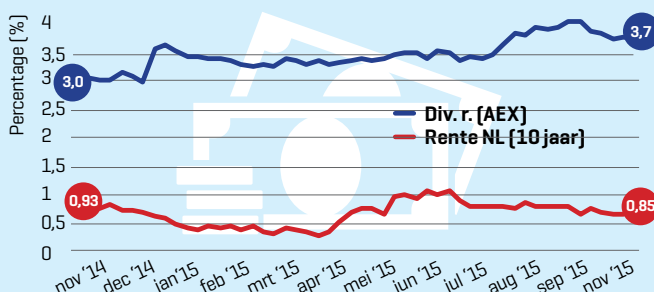
S&P500 / Goud ratio

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

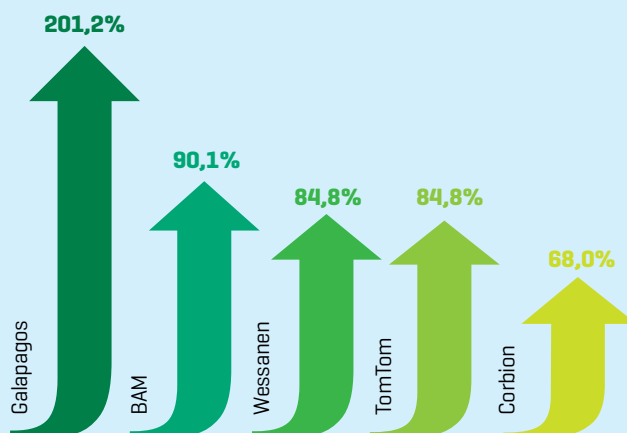


Dividend & rente

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 BAM
- 2 TKH
- 3 Kendrion
- 4 Flow Traders
- 5 USG

Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

- 1 Delta Lloyd 11,3%
- 2 Shell 7,1%
- 3 NSI 6,7%
- 4 ING 5,9%
- 5 Kas Bank 5,7%

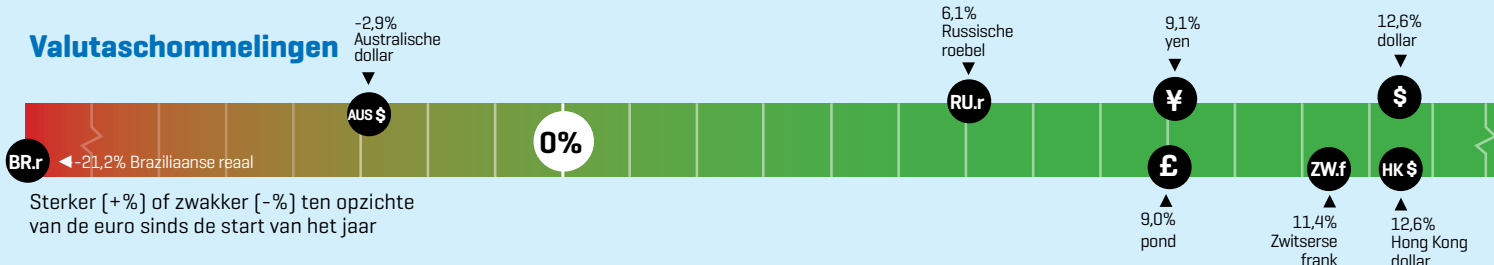
De goedkoopste aandelen

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)	10,7%
VS (S&P 500)	2,0%
VK (FTSE 100)	-3,3%
Japan (Nikkei)	12,6%
Zwitserland (SMI)	-0,6%
Hong Kong (Heng Seng)	-3,7%
Brazilië (Bovespa)	-6,2%
Australië (ASX 200)	-5,4%
Rusland (Micex)	25,7%

Best presterende beurzen

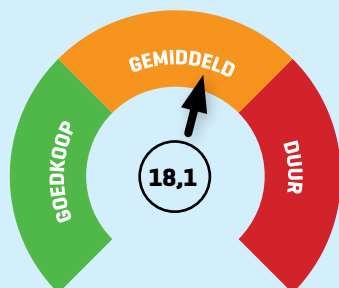
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Venezuela Stock Market	209,5%
Jamaica Stock Exchange	75,7%
Merval (Argentinië)	50,4%

Goedkoopste beurzen

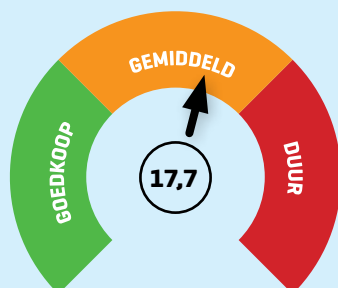
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Nigeria Stock Exchange	5,6
Blom Stock Index (Libanon)	6,2
Micex Index (Rusland)	6,3



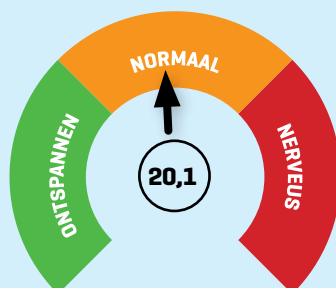
Hoe duur is de AEX?

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



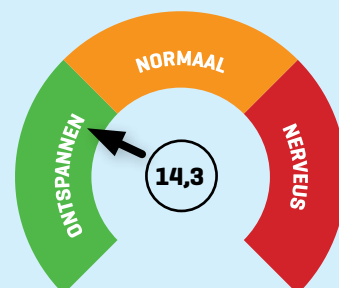
Hoe duur is de S&P 500?

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.

peildatum
9 nov 2015

Legenda *ref. koers*: referentiekosten 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	€ 65,31	15,7%	11	9	6	2,2	€ 69,50	16,6	15,6	2,7	1,1	9,5	€ 1,53	2,3%	€ 1,64	2,5%
Aperam	€ 33,20	35,0%	14	1	1	2,8	€ 40,50	16,7	11,5	1,3	0,6	6,3	€ 1,16	3,5%	€ 1,19	3,6%
ArcelorMittal	€ 5,14	-42,3%	20	10	5	2,4	€ 7,60	-	16,9	0,3	0,1	4,8	€ 0,19	3,7%	€ 0,22	4,2%
DSM	€ 49,10	0,1%	16	12	3	2,4	€ 54,80	20,1	16,7	1,6	0,9	12,7	€ 1,70	3,5%	€ 1,77	3,6%
IMCD	€ 32,91	17,4%	4	5	0	2,4	€ 37,80	18,8	16,3	2,7	0,5	19,8	€ 0,49	1,5%	€ 0,58	1,8%
OCI	€ 25,29	6,7%	4	1	0	2,8	€ 30,70	25,9	12,7	3,4	3,5	21,8	€ 0,00	0,0%	€ 0,43	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	€ 30,63	26,9%	5	4	0	2,6	€ 31,10	18,2	16,2	2,8	1,4	11,7	€ 0,50	1,6%	€ 0,56	1,8%
AMG	€ 7,85	17,9%	3	0	1	2,5	€ 9,50	10,0	7,7	1,8	0,2	3,6	€ 0,11	1,4%	€ 0,23	3,0%
Arcadis	€ 23,65	-3,1%	5	2	1	2,5	€ 26,80	13,3	11,2	2,0	0,6	10,1	€ 0,66	2,8%	€ 0,75	3,2%
Ballast Nedam	€ 0,29	-92,1%	0	1	1	-	€ 0,30	58,6	0,5	-	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
BAM	€ 4,90	90,1%	10	0	0	3,0	€ 5,70	21,5	11,7	1,5	0,2	-	€ 0,08	1,7%	€ 0,15	3,1%
Boskalis	€ 44,12	0,5%	3	7	1	2,2	€ 45,40	12,1	14,8	1,6	1,7	6,9	€ 1,60	3,6%	€ 1,60	3,6%
Heijmans	€ 7,00	-21,8%	3	6	0	2,3	€ 10,20	-	8,6	0,7	0,1	-	€ 0,05	0,6%	€ 0,27	3,9%
Kendrion	€ 20,00	-5,0%	5	0	0	3,0	€ 27,70	10,8	9,4	1,6	0,6	7,1	€ 0,81	4,1%	€ 0,94	4,7%
Nedap	€ 30,51	18,2%	1	1	0	-	-	18,5	14,4	3,8	1,2	4,8	€ 1,25	4,1%	€ 1,40	4,6%
Ten Cate	€ 24,56	34,4%	2	4	0	2,3	€ 24,60	18,1	16,6	1,4	0,6	10,5	€ 0,50	2,0%	€ 0,59	2,4%
TKH	€ 36,07	41,1%	6	0	0	3,0	€ 39,00	15,0	13,5	2,9	1,1	10,2	€ 1,09	3,0%	€ 1,27	3,5%
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	€ 16,11	-1,3%	7	7	0	2,5	€ 27,00	26,5	13,4	-	-	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Brill	€ 23,35	-5,3%	0	1	0	-	€ 27,50	-	-	1,7	1,0	-	-	-	-	-
DocData	€ 22,05	14,3%	1	1	0	-	€ 22,00	55,1	18,0	3,8	0,9	8,1	€ 0,22	1,0%	€ 0,64	2,9%
KPN	€ 3,19	25,7%	17	12	3	2,4	€ 3,60	51,5	37,1	2,7	1,7	7,7	€ 0,10	3,2%	€ 0,12	3,9%
Reed Elsevier	€ 15,63	24,6%	12	12	1	2,4	€ 16,20	18,5	17,2	13,0	2,1	15,8	€ 0,42	2,7%	€ 0,44	2,8%
Telegraaf	€ 4,00	-34,4%	2	2	0	2,5	€ 6,70	14,6	13,0	0,7	0,4	4,1	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Wolters Kluwer	€ 32,18	30,8%	8	8	8	2,0	€ 31,90	17,4	16,2	4,3	2,4	11,9	€ 0,75	2,3%	€ 0,79	2,5%
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	€ 19,48	48,3%	1	2	0	2,3	€ 22,50	13,8	13,1	1,6	0,5	10,9	€ 0,70	3,6%	€ 0,76	3,9%
Acomo	€ 23,00	26,6%	0	4	0	2,0	€ 22,10	16,6	15,3	3,4	-	-	€ 1,07	4,6%	€ 1,12	4,8%
Ahold	€ 19,21	33,5%	18	12	1	2,5	€ 20,30	18,5	17,0	3,1	0,4	7,9	€ 0,53	2,7%	€ 0,57	2,9%
Beter Bed	€ 22,40	34,8%	5	3	0	2,6	€ 25,50	21,6	17,2	7,0	1,0	13,1	€ 0,94	4,2%	€ 1,19	5,3%
Lucas Bols	€ 21,60	-	2	0	0	-	€ 22,00	-	17,4	-	-	-	€ 0,10	0,5%	€ 0,68	3,1%
GrandVision	€ 25,33	-	9	3	0	2,8	€ 26,60	28,5	25,6	8,6	-	-	€ 0,29	1,1%	€ 0,36	1,4%
Heineken	€ 82,60	42,4%	12	18	3	2,3	€ 82,40	23,5	21,4	3,5	2,4	12,6	€ 1,27	1,5%	€ 1,40	1,7%
Macintosh Retail Group	€ 0,67	-81,5%	1	0	2	1,7	€ 0,50	-	1,7	0,2	0,0	-	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
Refresco Gerber	€ 15,00	-	5	4	0	2,6	€ 16,80	18,7	13,6	2,7	-	-	€ 0,32	2,1%	€ 0,42	2,8%
Sligro	€ 33,88	11,7%	5	4	0	2,6	€ 37,70	17,3	16,5	2,6	0,6	10,5	€ 1,21	3,6%	€ 1,33	3,9%
Stern	€ 15,45	18,8%	1	1	0	-	€ 20,00	13,0	5,4	0,6	0,1	7,1	€ 0,10	0,6%	€ 0,20	1,3%
Unilever	€ 40,77	28,6%	13	17	7	2,2	€ 40,90	22,4	21,0	7,6	2,3	15,4	€ 1,20	3,0%	€ 1,26	3,1%
Wessanen	€ 9,57	84,8%	2	5	0	2,3	€ 9,80	31,4	28,5	2,6	1,5	35,0	€ 0,12	1,3%	€ 0,14	1,4%

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Verwacht dividend			
Detachering 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Brunel	€ 17,70	35,0%	2	5	0	2,3	€ 18,10	24,2	20,4	2,7	0,6	10,4	€ 0,73	4,1%	€ 0,78	4,4%
DPA	€ 1,73	8,0%	1	0	0	-	€ 2,00	14,4	13,3	1,7	0,8	23,0	€ 0,08	4,6%	€ 0,04	2,3%
Randstad	€ 53,86	37,5%	11	7	4	2,3	€ 60,90	16,7	14,2	2,7	0,5	12,4	€ 1,53	2,8%	€ 1,78	3,3%
USG	€ 14,45	56,9%	7	1	0	2,9	€ 16,20	17,6	13,4	2,5	0,5	15,0	€ 0,26	1,8%	€ 0,38	2,6%
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	€ 17,91	3,8%	2	9	2	2,0	€ 18,40	32,5	27,3	1,0	0,6	19,7	€ 0,00	0,0%	€ 0,14	0,8%
SBM Offshore	€ 13,14	34,3%	9	5	4	2,3	€ 13,80	11,9	9,5	1,2	0,7	9,6	€ 0,02	0,1%	€ 0,22	1,7%
Shell	€ 24,34	-7,9%	17	8	2	2,6	€ 28,20	13,7	12,6	1,0	0,6	6,6	€ 1,73	7,1%	€ 1,73	7,1%
Logistiek 	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
Air France-KLM	€ 7,18	-9,9%	4	13	11	1,8	€ 6,70	-	7,3	-	0,1	2,3	€ 0,00	0,0%	€ 0,00	0,0%
PostNL	€ 3,09	-0,5%	9	9	1	2,4	€ 4,00	6,8	7,0	-	0,3	3,3	€ 0,00	0,0%	€ 0,08	2,4%
TNT Express	€ 7,67	39,0%	1	17	0	2,1	€ 7,90	38,0	27,0	1,9	0,6	34,1	€ 0,07	0,9%	€ 0,09	1,2%
Vopak	€ 39,44	-6,8%	7	8	2	2,3	€ 42,70	16,4	15,9	2,7	3,7	9,9	€ 0,93	2,3%	€ 0,98	2,5%
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	€ 37,90	9,5%	10	2	0	2,8	€ 45,40	13,8	14,6	1,3	3,6	15,0	€ 0,66	1,7%	€ 0,72	1,9%
ASML	€ 90,06	1,3%	20	13	6	2,4	€ 89,80	28,4	24,6	4,8	6,1	20,2	€ 0,77	0,9%	€ 0,87	1,0%
Besi	€ 20,91	19,8%	4	3	0	2,6	€ 21,60	19,5	22,0	2,6	2,2	10,0	€ 0,90	4,3%	€ 0,79	3,8%
Geralto	€ 60,44	-10,6%	13	8	5	2,3	€ 69,10	17,6	14,4	2,3	1,9	15,0	€ 0,44	0,7%	€ 0,50	0,8%
ICT	€ 7,39	31,4%	1	0	0	-	€ 8,00	12,1	10,3	1,9	1,0	9,7	€ 0,24	3,2%	€ 0,29	3,9%
Neways	€ 7,99	12,7%	1	0	0	-	€ 9,20	14,0	9,5	1,3	0,2	8,1	€ 0,17	2,1%	€ 0,25	3,1%
Ordina	€ 1,07	-14,9%	0	2	1	1,7	€ 1,00	20,2	10,4	0,7	0,3	23,3	€ 0,00	0,3%	€ 0,02	1,6%
Philips	€ 25,38	8,5%	13	13	3	2,3	€ 26,40	19,4	16,0	2,0	1,0	12,5	€ 0,81	3,2%	€ 0,88	3,5%
TomTom	€ 10,20	84,5%	7	5	3	2,3	€ 11,20	50,0	29,7	2,5	2,3	20,4	€ 0,00	0,0%	€ 0,01	0,1%
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	€ 21,99	68,0%	4	4	0	2,5	€ 23,40	19,0	18,2	3,0	1,6	14,0	€ 0,64	2,9%	€ 0,46	2,1%
Fagron	€ 20,15	-40,5%	3	5	0	2,4	€ 23,00	12,9	12,9	3,8	1,3	9,0	€ 0,92	4,6%	€ 0,94	4,7%
Flow Traders	€ 35,49	-	4	0	0	3,0	€ 42,70	17,1	14,1	-	-	-	€ 1,26	3,5%	€ 1,44	4,0%
Galapagos	€ 46,66	201,2%	6	2	0	2,8	€ 54,40	37,1	-	6,9	20,3	-	-	-	-	-
Kiadis Pharma	€ 12,00	-	2	0	0	-	€ 14,80	-	-	108,6	-	-	-	-	-	-
Value8	€ 9,73	-7,1%	0	0	0	-	-	-	-	1,5	0,6	29,4	€ 0,14	1,4%	€ 0,14	1,4%

	Koers & Rendement		Karakteristieken		Analisten aanbevelingen				Waardering			Verwacht dividend					
Banken		ref.koers	rend. ytd	Leverageratio	ROE	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	k/w15*	k/w16*	price/book	div.15*	div. r.15*	div.16*	div. r.16*
BinckBank		€ 8,05	20,1%	13,3%	13,7%	4	3	1	2,4	€ 9,8	10,9	11,3	1,3	€ 0,38	4,8%	€ 0,38	4,7%
ING		€ 13,69	29,5%	5,9%	7,4%	24	9	0	2,7	€ 15,8	12,3	11,7	1,2	€ 0,81	5,9%	€ 0,82	6,0%
Kas Bank		€ 10,78	14,8%	4,4%	5,5%	2	1	0	2,7	€ 11,9	10,2	10,0	0,8	€ 0,61	5,7%	€ 0,65	6,0%
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		€ 40,61	21,0%	€ 35,70	99,5%	4	8	0	2,3	€ 43,10	20,0	19,2	1,2	€ 1,97	4,8%	€ 2,03	5,0%
NSI		€ 3,86	11,3%	€ 4,70	78,6%	3	1	0	2,8	€ 4,50	11,4	11,3	-	€ 0,26	6,7%	€ 0,27	6,9%
Unibail-Rodamco		€ 243,55	19,1%	€ 167,20	98%	6	12	4	2,1	€ 254,70	23,1	21,7	1,6	€ 9,72	4,0%	€ 10,04	4,1%
Vastned Retail		€ 42,25	18,0%	€ 42,70	97,7%	5	2	0	2,7	€ 46,60	17,6	17,4	0,9	€ 2,07	4,9%	€ 2,13	5,0%
Wereldhave		€ 53,48	1,0%	€ 54,40	92,5%	8	3	0	2,7	€ 63,00	16,5	15,0	-	€ 2,91	5,4%	€ 3,11	5,8%
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		€ 5,90	-2,2%	206,0%	4,3%	16	6	5	2,4	€ 6,60	9,9	7,6	0,5	€ 0,24	4,1%	€ 0,27	4,5%
Delta Lloyd		€ 7,65	-54,8%	179,0%	-18,8%	4	9	4	2,0	€ 10,50	29,2	3,9	0,7	€ 0,86	11,3%	€ 0,80	10,5%
NN Group		€ 29,98	25,4%	306,0%	6,3%	9	10	3	2,3	€ 30,10	8,5	10,2	0,5	€ 1,33	4,4%	€ 1,32	4,4%

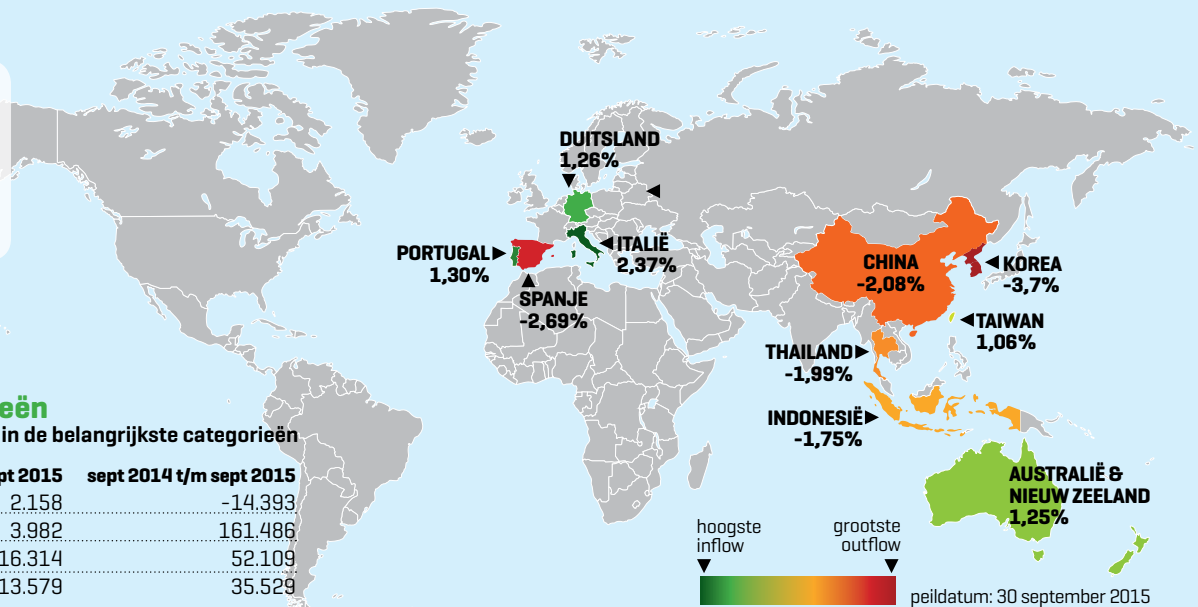
FONDSEN DASHBOARD

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)

	sept 2015	sept 2014 t/m sept 2015
Aandelenfondsen	2.158	-14.393
Mixfondsen	3.982	161.486
Obligatiefondsen	-16.314	52.109
Geldmarktfondsen	-13.579	35.529

TOP 5

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



Aandelenfondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Morgan Stanley Global Opportunity	32,95	29,43
ASN Duurzaam Aandelenfonds	28,00	22,97
JOHCM Global Opportunities	25,54	19,36
Investec GSF Global Quality Equity	25,51	17,44
Pictet-Security	24,74	20,93

Europa

	1 jaar	3 jaar
Adelphi European Select Equity	22,98	19,10
BlackRock European Special Situations	21,82	16,57
E.I. Sturza - Strategic Europe Value Fund	19,83	20,61
Fidelity European Dynamic Growth	19,50	15,39
GAM Star European Equity	19,28	15,32

Nederland

	1 jaar	3 jaar
Kempen Orange	38,17	22,35
BNP Paribas Netherlands Classic	24,72	15,04
Add Value Fund	23,68	10,56
NN Dutch Fund	22,83	14,47
Amundi ETF MSCI Netherlands	22,42	18,39



Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
Invesco Bond Fund	12,65	4,32
BNY Mellon Global Opportunistic Bond	12,08	7,25
F&C Macro Global Bond	11,68	5,67
Threadneedle Global Bond	11,04	3,33
M&G Global Macro Bond Euro	10,47	6,41

Europa

	1 jaar	3 jaar
Amundi ETF Govt Bond Euro MTS Broad Inv Grade 10-15y	7,86	11,20
Generali IS Euro Bonds	6,80	6,44
db x-trackers iBoxx Sovereigns Eurozone Yield Plus	6,13	9,38
Lyxor ETF Euro MTS 7-10y Investment Grade	5,13	7,79
iShares Euro Government Bond 7-10y	5,07	6,85

High yield

	1 jaar	3 jaar
Aviva Investors Global High Yield Bond	15,05	10,50
AB Short Duration High Yield	14,63	8,89
BNY Mellon Global High Yield Bond	14,54	11,83
PIMCO GIS Global High Yield Bond	14,44	10,53
Kames High Yield Global Bond	14,24	10,95

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct, 31 oktober 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 EUROPA SMALL-CAP

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 Europe Small Cap Equity
LU0294427389

2 Fidelity European Smaller Companies
LU0346388456

3 Kempen (Lux) European Small-Cap
LU0927663731

KENNISMAKING 31 juli 2015 (Fonds 1) en 30 september 2015 (Fonds 2 en 3)

Top 5 Posities

1	Sartorius Stedim Biotech	2,85%
2	NetEnt	1,71%
3	Kingspan Group	2,00%
4	Bellway	1,73%
5	De'Longhi	1,72%

1	Just Eat	1,85%
2	Luxoft Holding	1,73%
3	Rightmove	1,45%
4	HellermannTyton Group	1,38%
5	Regus	1,37%

1	Wirecard	6,16%
2	Dignity	5,96%
3	Dunelm Group	5,35%
4	Hill & Smith Holdings	4,30%
5	CompuGroup Medical	3,83%

Regioverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]

	1	2	3
Ontwikkeld	100,0%	99,70%	100,0%
Opkomend	0,0%	0,30%	0,0%

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	17,90%	10,60%	12,70%
Lichtcyclisch	40,00%	43,10%	45,50%
Cyclisch	42,10%	46,20%	41,80%

Marktkapitalisatieverdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

1	Large-cap	0,00%	0,30%
	Mid-cap	75,60%	68,70%
	Small-cap	24,40%	31,00%

2	Large-cap	2,90%	1,90%
	Mid-cap	47,60%	40,90%
	Small-cap	49,50%	57,20%

3	Large-cap	0,00%	0,00%
	Mid-cap	54,60%	37,10%
	Small-cap	45,40%	62,90%

Top 5 landen

1	VS	21,70%
	Zweden	11,90%
	Duitsland	9,50%
	Frankrijk	7,90%
	Italië	7,80%

2	VK	47,70%
	Duitsland	11,30%
	Frankrijk	6,30%
	Ierland	5,20%
	Zwitserland	4,70%

3	VK	24,70%
	Duitsland	24,10%
	Zwitserland	12,50%
	Italië	7,20%
	Finland	6,70%

Kosten

1	Fondskosten [ongoing charges]	0,74%
2	Fondskosten [ongoing charges]	1,18%
3	Fondskosten [ongoing charges]	1,00%

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

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
Rendement %				
1 jaar	34,29%	28,70%	30,00%	27,75%
3 jaar	20,25%	19,05%	21,37%	19,87%
5 jaar	15,48%	12,64%	13,55%	13,56%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	12,04%	10,30%	11,45%	10,08%
Maximaal verlies	-8,21%	-7,79%	-8,79%	-7,41%

TOEKOMST

Allianz Europe Small Cap Equity

- PROCES** We waarderen het aandelenselectie proces, maar het is onduidelijk hoe asset allocatie wordt bepaald.
- RENDEMENT** Fundamentele beleggingsbenadering om snelgroeiende small-cap aandelen te selecteren.
- TEAM** Hansen beheert het fonds sinds 1999 en wordt ondersteund door een gevestigde aandelenteam.
- FONDSHUIS** Diverse sterke punten, maar over het algemeen hebben we een neutrale beoordeling.
- KOSTEN** De lopende kosten van de AT aandelenklasse liggen iets boven de mediaan van de categorie.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: **Silver**

Wij blijven positief, maar verlagen de rating met één niveau.

Fidelity European Smaller Companies

- PROCES** Stone's zoektocht naar groei leidt hem vaak neerwaarts de marktkapitalisatieladder af en in off-benchmark posities.
- RENDEMENT** Stone heeft een solide lange termijn track record bereikt, maar het fonds heeft grote schommelingen in de prestaties gezien.
- TEAM** Het fonds wordt beheerd door een ervaren beheerder met de steun van het pan-Europese onderzoeksteam van Fidelity.
- FONDSHUIS** Fidelity beschikt over een groot analistenteam voor haar bottom-up gedreven investeringsproces.
- KOSTEN** Het fonds is redelijk geprijsd in zijn categorie.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: **Silver**

Dit is een solide fonds voor beleggers die zich bewust zijn van de risico's.

Kempen (Lux) European Small-Cap

- PROCES** De geconcentreerde portefeuille komt tot stand op basis van grondige fundamentele analyse.
- RENDEMENT** Lange termijn prestaties zijn uitstekend, maar het meer recente verleden maakt ons iets minder overtuigd.
- TEAM** Door de vele personele wisselingen in de afgelopen vijf jaar is ons vertrouwen in dit team afgenomen.
- FONDSHUIS** Kempen is een toegewijd fondshuis dat de belangen van haar beleggers goed weet te behartigen.
- KOSTEN** De lopende kosten liggen onder de mediaan van de Morningstar categorie.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: **Silver**

De omloop in het team heeft onze convictie aangetast, maar voor nu handhaven we ons positieve oordeel.

VRAAG HET DE VEB

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

1 HOE KAN EEN ETF LONG MET EEN HEFBOOM OP OLIE BINNEN KORTE TIJD STERK ZIJN GEDAALD IN EEN PERIODE DAT DE OLIEPRIJS PER SALDO NAUWELIJKS IS GEDAALD?

De voornaamste reden dat een etf-belegging sterker is gedaald dan de hefboom op het eerste gezicht doet vermoeden, is te wijten aan de werking van de hefboom zelf. Stel dat u een etf koopt, welke gebaseerd is op

de olieprijs, met een hefboom van 2. Dat betekent dat u tweemaal het rendement van de index behaalt.

Stel vervolgens dat u op drie achtereenvolgende dagen de rendementen, zoals weergegeven in de onderstaande tabel, behaalt. Dan is de index na de derde dag weer terug bij af, maar uw belegging staat met een stand van 91,6 ruim 8 procent lager. Zo werkt in turbulente tijden (en op langere termijn) een vaste hefboom in uw nadeel.

Tijdsduur	Stand index	Rendement index	Stand etf 2 X long	Rendement etf 2 X long
dag 0	100	0	100	0
dag 1	110	+10%	120	+20%
dag 2	88	-20%	72	-40%
dag 3	100	+13,6%	91,6	+27,2%



2 IK HAD TIJDENS DE STERKE KOERSDALINGEN OP 24 AUGUSTUS J.L. AANDELEN BLACKROCK CAPITAL INVESTMENT CORP. GEKOCHT EN TOT MIJN VERBAZING WERD DE ORDER GEANNULEERD. HOE KAN DAT?

Op 24 augustus, de dag dat de aandelenkoersen wereldwijd sterk daalden, hebben zogeheten 'vette vinger'-transacties plaatsgevonden. Het missen of verkeerd zetten van een punt of komma bij een transactie kan tot een sterk afwijkende order leiden. Dat is ook gebeurd bij het aandeel BlackRock Capital Investment Corp. net na opening van de Amerikaanse beurs. Terwijl de koers rond de 6 dollar schommelde, is een aantal transacties uitgevoerd op minder dan een dollar. Dat was niet de bedoeling van de tegenpartij, waardoor de beurs de order op diens verzoek heeft teruggedraaid. Uw broker heeft u vervolgens weer geïnformeerd.

Bij dergelijk sterk afwijkende orders bieden de regels van de beurs de mogelijkheid om orders terug te draaien. Snelheid is daarbij wel geboden. Een verzoek om herziening dient binnen een half uur na de uitvoering van de "verkeerde" order te worden gedaan.

3 IN DE NASLEEP VAN DE NATIONALISATIE VAN SNS SPELEN MEERDERE PROCEDURES BIJ DE ONDERNEMINGSKAMER (OK). WELKE PROCEDURES ZIJN DIT EN WAT IS HET VERSCHIL?

De OK is bevoegd om verschillende typen zaken te behandelen. Bijvoorbeeld de schadeloosstellingsprocedure. Op grond van de Interventiewet heeft de minister de effecten van beleggers in SNS op

1 februari 2013 afgenomen en daarmee SNS genationaliseerd. Beleggers dienen hiervoor op grond van de wet schadeloos te worden gesteld. Het is aan de OK om de waarde van de onteigende effecten van beleggers vast te stellen. De waarde zal de minister aan onteigende beleggers dienen te voldoen.

De andere procedure die bij de OK loopt, is de enquêteprocedure. Een enquête is een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken binnen een onderneming. De OK kan zo een verzoek toewijzen als hij meent dat twijfels bestaan aan een juist beleid. De VEB meent dat dit bij SNS het geval was. Als de OK dit oordeel ook is toegedaan, kan hij onafhankelijke deskundigen benoemen die het handelen van (voormalige) bestuurders en commissarissen van SNS onder de loep gaan nemen.

4 WAAROM KUN JE BIJ SOMMIGE INDEXVOLGENDE FONDSSEN, ZOALS HET 'VANGUARD EUROPEAN STOCK INDEX' FONDS ALLEEN 'BESTENS' ORDERS INLEGGEN, TERWIJL BIJ ANDERE FONDSSEN OOK LIMIETORDERS ZIJN IN TE LEGGEN?

De ordermogelijkheid, bestens of limiet, heeft te maken met het verschil tussen een indexfonds en een etf (Exchange Traded Fund).

Een indextracker of etf, is continu gedurende de beursdag verhandelbaar. Hoewel Vanguard ook Europese etf's aanbiedt, betreft het fonds dat u noemt (ISIN: IE00BFPM9L96) een indexfonds.

Een indexfonds is een beleggingsfonds dat slechts eenmaal per dag wordt verhandeld tegen de netto fondswaarde (NAV). Daarom kunt u bij een order voor een indexfonds geen prijslimiet opgeven.

GEZONDHEIDSZORG

Philips richt zich in de toekomst volledig op gezondheidszorg. Met welke concurrenten krijgt het nieuwe Philips te maken en met welke bedrijven kunnen beleggers het aandeel Philips straks het best vergelijken? Welke aandelen zijn het aantrekkelijkst? Een analyse van de medische sector, een wereldmarkt met wereldbedrijven.

**VOLGEND
NUMMER**



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

Redactie

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

Verder werkten mee aan dit nummer:

VEB: Sibe de Bok, Paul Coenen, Errol Keyner, Geert Koster, Paul Koster, Eric van Kuijeren, Marianne Kraan, Niels Lemmers, Michael Westra

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

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep
[www.redactiepartners.nl]
Marloes Cox, Brad Kokke, Suzanne Lommers, Wietske Rodenhuis, 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, mevr. drs. M. Beijer RC,
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


TONZON


“Deze investering
in een duurzame
toekomst levert ook
ons direct iets op.”


TONZON
VLOERISOLATIE

TONZON Vloerisolatie®

Meer wooncomfort en lagere woonlasten

TONZON Vloerisolatie is gebaseerd op het Thermoskussen, een revolutionair isolatiemateriaal dat in 1980 in Nederland werd ontwikkeld. Het is volledig opvouwbaar en isoleert als een thermosfles.

Het materiaal is handig te verwerken in vaak krappe kruipruimtes en blijkt in de praktijk een hoger effect op de vloertemperatuur te hebben dan andere isolatiematerialen. De opmerkelijke werking is onder meer bevestigd met live-experimenten voor de tv-camera's van 'Wist Je Dat?' (RTL4) en VARA's 'Kassa Groen'. De hogere vloertemperatuur biedt niet alleen meer wooncomfort, maar ook een veel grotere energiebesparing die

bij vloerverwarming kan oplopen tot wel 40 procent!

TONZON Vloerisolatie: grotere energiebesparing en toch heel betaalbaar

Omdat het opvouwbaar materiaal handig te verwerken is in vaak krappe kruipruimtes, valt de investering reuze mee. De all-in richtprijs voor het aanbrengen van TONZON Vloerisolatie (inclusief materiaal, montage en btw) bedraagt bij een oppervlakte van 30 m² € 1.325,- en bij 50 m² € 1.850,-. Dat is nog zonder de eventuele subsidie! Daarvoor krijgt u niet alleen een warme vloer, ook het vocht uit de kruipruimte

wordt gestopt door een stevige, kamerbrede bodemfolie.

De belangrijkste voordelen van deze dubbele aanpak op een rijtje:

- Meer wooncomfort
- Minder vochtproblemen
- Hoog rendement op uw investering
- Duurzame oplossing tempert klimaatverandering

**Waarom nog langer wachten?
Kijk snel op www.tonzon.nl**

T: 0900 - 28 66 966 (€ 0,10 p/min)
E: info@tonzon.nl



TONZON Vloerisolatie • sinds 1980 de oplossing


TONZON