

Effect

12

veb**2016**

HET JAAR VAN HET AANDEEL

RONDE TAFEL

Zes topbeleggers geven hun tips

SECTORANALYSE

De nieuwe concurrenten van Philips

VS

Wat verwacht Wall Street voor 2016?

ENERGIEMARKTEN

Troebele vooruitzichten

HET JAAR VAN HET AANDEEL



HET JAAR VAN HET AANDEEL

Het wordt het jaar van het aandeel, beursjaar 2016. Zoals elk jaar eigenlijk. Maar waar liggen de kansen precies, dat is het thema van dit nummer. Zes Nederlandse topbeleggers geven hun top 3 voor 2016 (pag. 8) en Gerben van der Marel stak zijn licht op bij de Amerikaanse grootbanken (pag. 38). Conclusie: er zijn nog genoeg interessante sectoren met koopwaardige aandelen. En als u genoeg weet, is er ook nog een kerstpuzzel, met prijzen.

inhoud

RONDE TAFEL

GENOEG KANSEN IN 2016

2015 was een hectisch beleggingsjaar, waarbij de AEX een paar keer heen en weer stuitte tussen de psychologische grenzen van 400 en 500 punten. Wat gaat 2016 brengen? Effect sprak zes gerenommeerde Nederlandse beleggers en vroeg hen naar hun tips voor het komende jaar.



8

TIPS VAN TOPBELEGGER



19

EUROPESE SUPERMARKTEN KOMEN UIT HET DAL

De omzet en het prijsniveau in supermarkten in Frankrijk, Spanje en Italië namen het afgelopen jaar voor het eerst sinds vaak meerdere jaren weer toe. In het Verenigd Koninkrijk staan de prijzen nog altijd onder druk en dit is slecht voor de marges.

TEGENDRAADS BELEGGEN

MEER FOCUS, BETERE WINST- GEVENDHEID?

Het aandeel Van Lanschot is de laatste vijf jaar een achterblijver en daar zijn verklaringen voor. Is de bank, die zich onder de vorige topman Floris Deckers nog positioneerde als kleine grootbank, daarmee nu een interessante *mean reversion*-kandidaat?



26

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

28



BELEGGEN IN STENEN VAN ONVERKOOP- BARE HUIZEN

Samen een huis kopen biedt zich aan als een veilig alternatief voor een spaarrekening. Met dit initiatief kan een belegger in een stukje van een lastig te verkopen huis investeren. De stevige kosten en navenante risico's maken het rendement van 4 procent mager.

MACRO

WAT WE KUNNEN LEREN VAN DENEMARKEN

Goede sociale voorzieningen, een gelukkige bevolking en tegelijkertijd economische voorspoed is waar Denemarken om bekendstaat. Wat is het geheim van Denemarken?

30



EN VERDER...

Ten eerste	04
Actueel: VEB op de Beleggersfair RAI	06
Lezersbrieven	13
Damrak: interview Neways-topman Huub van der Vrande	15
Juridische zaken	23
Kerstpuzzel	32
Sectoranalyse: gezonde beleggingen	34
Grondstoffen: troebele vooruitzichten energiemarkten	42
Statistieken	44
Ledenvragen	50
Colofon & Next	51

COLUMNS

Paul Koster ⁰⁵ Paul Frentrop ¹¹ Errol Keyner ²¹
Paul Coenen ²⁵ Marius Kerdel & Jolmer Schukken ³⁷
Sheila Sitalsing ⁴¹

AMERIKAANSE BANKEN: 2016 WORDT EEN GOED JAAR



38

Rammelend overnameproces

TENCATE

De geplande overname van TenCate door drie investeringsmaatschappijen is een van de meest tumultueus verlopende beursexits van de afgelopen jaren. Beleggers uitten vorige week hun ongenoegen over de handelwijze van bestuur en commissarissen van het textieltechnologieconcern tijdens een vijf uur durende aandeelhoudersvergadering.

Het was een soms chaotische marathonzitting waarin de emoties hoog opliepen. Beleggers verwijten topman Loek de Vries en de vier commissarissen van het textielconcern het veel te snel op een akkoordje te hebben gegooid met het consortium tegen een ondermaatse prijs.

'BELEDIGING'

Veel aandeelhouders die al lange tijd bij TenCate aan boord zijn, waaronder grootaandeelhouders als Kempen & Co en Van Herk, vinden het bod van 24,60 euro per aandeel in contanten (inclusief het dividend over boekjaar 2015) geen recht doen

aan de potentie van de producent van brandwerende materialen en kunstgras. Een van hen typeerde het bod tijdens de buitengewone aandeelhoudersvergadering (bava) als "een belediging voor de langetermijnaandeelhouders".

Een consortium van drie private-equitypartijen (Gilde, ABN Amro en Parcom) wil het Twentse bedrijf uit de Amsterdamse midkapindex inlijven nu de beurskoers al vier jaar een neerwaartse lijn vertoont. Vorig jaar december heeft het drietal voor het eerst contact gezocht met TenCate. Ruim zeven maanden later, in juli van dit jaar, kwamen de partijen tot overeenstemming.

DUBBELROL

De dubbele petten die het bestuur en één commissaris in dit overnameproces hebben, wakkerden de argwaan bij beleggers aan. Topman De Vries, zijn financiële rechterhand en commissaris Egbert ten Cate zullen samen met de drie investeringsmaatschappijen gaan investeren in het nieuwe, niet-



Foto ©TENCATE 2015

beursgenoteerde TenCate. Door die dubbelrol hebben zij geen belang bij een zo hoog mogelijke biedprijs. Die verkoopprijs bepaalt namelijk hun instapkoers.

ANDERE GEÏNTERESSEERDEN

Behalve de teleurstellende biedprijs, was het overnameproces omgeven met onduidelijkheden. Bijvoorbeeld of TenCate wel open heeft gestaan voor andere geïnteresseerde partijen. In een reactie op schriftelijke vragen van de VEB

DE DUBBELE PETTEN DIE HET BESTUUR EN EEN COMMISSARIS IN DIT OVERNAME-PROCES HEBBEN, WAKKERDEN DE ARGWAAN BIJ BELEGGEREN AAN

QUOTE

JAAP VAN DUJN OVER DE ONTKENNING VAN HET KLIMAATPROBLEEM

'DIE ONTKENNING VAN HET KLIMAATPROBLEEM IN CONSERVATIEVE KRINGEN IS OPMERKELIJK OMDAT MEN ZOU DENKEN DAT JUIST MENSEN DIE WILLEN DAT ALLES BIJ HET OUDE BLIJFT, IEDERE MAATREGEL ONDERSTEUNEN DIE VERDERE OPWARMING VAN DE AARDE VOORKOMT.'

Jaap van Duijn in zijn *Telegraaf*-column [5 december 2015]

Kopen wij KLM?

Ronald Bobbe, financieel adviseur te Eindhoven, wil KLM reddend door het bedrijf terug te kopen van Air France. Hij heeft daartoe een website geopend en hoopt door middel van crowdfunding 500 miljoen euro bij elkaar te brengen van 'betrokken Nederlanders' en bedrijven. De rest van het benodigde geld moet komen

van banken en pensioenfondsen. Als de Fransen niet willen meewerken, sluit hij een vijandig bod op het hele concern niet uit.

Pensioenfondsen die het verwijt krijgen dat ze te weinig investeren in de Nederlandse economie, kunnen daar iets aan doen. En banken als ABN Amro, die zijn gered met geld van de



weigerde bestuursvoorzitter De Vries voorafgaand aan de bava te zeggen welke andere partijen zich aan de bedrijfspoor in Almelo hebben gemeld, wanneer dat is geweest en waarom TenCate geen heil zag in die toenaderingen.

President-commissaris Jan Hovers zei tijdens de bava dat "zowel met Nederlandse als buitenlandse partijen is gesproken die over ruime budgetten beschikken. Met een enkele partij bleef het bij één gesprek, met andere potentieel

geïnteresseerden ging het om vele gesprekken", aldus Hovers. Over de precieze redenen waarom dergelijke gesprekken nooit tot resultaat hebben geleid, zei Hovers dat "de ene [partij, red.] weinig fiducia had in één bedrijfsonderdeel, terwijl de andere belangstelling had voor slechts één onderdeel".

HAL

Vorige week maandag, de dag waarop de bava plaatsvond, bleek uit een publicatie van Het Financieel Dagblad dat investeringsmaatschappij HAL zich in mei van dit jaar in Almelo heeft gemeld met een voorstel.

Hovers bevestigde tijdens de bava in het Almelo Polmanstadion die avance van de Rotterdamse investeerder en zei bovendien met hen te hebben gepraat. "Dat doen we altijd, ook bij HAL. We hebben wel degelijk met hen gepraat", aldus Hovers. Volgens hem wilden de Rotterdammers een van hun bedrijven onderbrengen in TenCate in ruil voor een aandelenbelang. Een bedrijf dat volgens Hovers niet paste bij TenCate.

Daags na de beleggersbijeenkomst viel ook de naam van durfinvesteerder Waterland als potentieel geïnteresseerde in TenCate. Om onduidelijke redenen hebben De Vries en Hovers ook die partij weer de deur gewezen.



samenleving, kunnen op deze manier ook iets terugdoen, aldus Bobbe.

Bobbe maakt zich zorgen over de ondergeschikte positie van het Nederlandse luchtvaartbedrijf binnen Air France-KLM. Hij vreest dat de Fransen KLM gaan ontmantelen om het eigen bedrijf te redden. Dat zou in Nederland veel banen kosten, ook bij toeleveranciers van KLM en Schiphol.

Geïnteresseerden kunnen op de website www.wijkopenklm.nl een bedrag toezeggen, echt storten hoeft nog niet. Eerst maar eens zien hoeveel er wordt toegezegd. Het is wat de Amerikanen een *long shot* zouden noemen, en wij hebben het dan over de koe die misschien ooit een haas vangt. Of een zwaan in dit geval...



NO FREE LUNCH

door Paul Koster

Voor niets gaat alleen de zon op, maar handelen in aandelen, obligaties en trackers blijkt toch ook ineens gratis te kunnen. De Britse onlinebroker iDealing.com kondigde deze maand commissievrije handel aan op de aandelen die in Amsterdam, Brussel en Parijs genoteerd staan. Concurrent DeGiro kwam direct met een eigen variant van 'gratis'.

Uit de onderzoeken die de VEB sinds 2007 doet, werd al snel duidelijk dat de kosten van zelf beleggen richting nul tenderen. Maar helemaal gratis zal het nooit worden. Er is namelijk *no such thing as a free lunch*. Het is in Nederland sinds het provisieverbod verboden om beleggingsplatforms te laten draaien op reclame, dus de broker zal zichzelf ergens anders mee terug moeten verdienen. Zelf beleggen kan dankzij de verregerende automatisering wel veel goedkoper dan pakweg twintig jaar geleden, toen iedereen zijn orders nog op het kantoor of per fax of telefoon doorgaf aan zijn duurbetaalde beleggingsadviseur. Een beetje order kostte toen al snel tientallen guldens. In Nederland rekent Binck nu 6,50 euro per aandelenorder, plus 0,10 procent van het transactiebepdrag. Daarmee was Binck ooit een 'prijsvechter', maar nu rekent DeGiro nog maar 2 euro plus 0,02 procent: minder dan een derde. Over deflatie gesproken, maar daar gaat deze column niet over.

Bij iDealing kan dus gratis worden gehandeld, maar dat gaat dan wel buiten het orderboek van Euronext om, zodat er geen kosten zijn voor de beurs en de clearing. Je handelt tegen de bied- of laatprijs van een broker, die met dit verschil zijn boterham verdient.

Hierdoor komt een deel van de orders dus niet meer op de beurs terecht en dat gaat leiden tot verminderde liquiditeit en daarmee tot slechtere prijzen. Bij grote orders kan het daarom voordeliger zijn de order gewoon met transactiekosten op de beurs te laten uitvoeren dan 'gratis' bij iDealing.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) zegt elke nieuwe toetreders te verwelkomen, maar als er steeds meer orders door brokers binnenshuis gaan worden afgewikkeld, kan dat er alleen maar toe leiden dat de verschillen tussen bied- en laatkoersen groter worden. Dan betalen beleggers, en vooral de kleinere particulieren, alsnog het gelag.

Beleggers hoeven dus niet per se blij te zijn met al die 'gratis' initiatieven. *In-house-matching* en het versnipperen van de handel over verschillende platforms en marktplaatsen leiden uiteindelijk tot grotere verschillen tussen bied- en laatprijzen en de introductie van allerlei andere onzichtbare of indirecte kosten. *There's no such thing as a free lunch*.

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 belegend Nederland presenteren.

VEB ON TOUR



Foto: s SOUHAIL HADJARI

'HET RENDEMENT OP HET GEINVESTEERDE VERMOGEN VERSCHILT STERK BIJ BEDRIJVEN IN DE FARMACIE-SECTOR. DAAR MOET JE ALS BELEGGER GOED NAAR KIJKEN'



Foto NN



De VEB gaat een aantal partnerschappen aan. Voor komend jaar staan, naast cursussen met ProBeleggen en Think, meerdere sessies met NN Investment Partners (NNIP) op het programma. Op 20 november was daarvan de eerste en daar werd een 'kennissamenwerking' tussen de VEB en FitVermogen.nl aangekondigd.

Tijdens de BeleggersFair in de Amsterdamse RAI organiseerde de

VEB samen met FitVermogen.nl een exclusief congres voor haar leden. Het programma was vooral gericht op mensen die zelf beleggen. Deelnemers hadden aan het eind van de dag een flinke hoeveelheid beleggingstips gekregen.

RENDEMENT

VEB-directeur Paul Koster legde aan de hand van enkele aandelen uit de farmaciesector uit dat je soms tegen grote verschillen aanloopt als het gaat om zaken als het rendement op



het geïnvesteerde vermogen, een maatstaf die een zeer goede indicator kan zijn voor de prestaties van aandelen. John Elliott, senior analist bij NNIP, nam beleggers daarna mee in een uitvoerige analyse van het aandeel ASML. Patrick Beijersbergen, econoom bij de VEB en hoofdredacteur van *Effect*, vertelde aan de hand van enkele concrete voorbeelden over de filosofie die ten grondslag ligt aan zijn boeken over beleggen.

Na de lunch vertelde fondsbeheerder Arjan Palthe waarom een



mooie onderneming niet altijd ook een aantrekkelijk aandeel is, waarna Paul Koster en directeur van FitVermogen.nl Ronald Sminia de samenwerking met de VEB en het ledenvoordeel officieel aankondigden.

Samen willen de VEB en FitVermogen.nl meer mensen ervan bewust maken dat beleggen een belangrijk onderdeel van vermogensopbouw kan zijn. Zeker nu de rente al langere tijd laag staat. Ook willen de organisaties misvattingen over beleggen uit de wereld helpen en meer transparantie scheppen over de kosten van beleggen. De VEB benadrukt dat dit soort partnerschappen niks afdoet aan de onafhankelijkheid van de VEB. De VEB zal kritisch en onafhankelijk blijven optreden richting alle marktpartijen.

FEESTELIJKE ACTIE

Om het samenwerkingsverband feestelijk in te luiden, werd een speciale actie aangekondigd waar iedereen van kan profiteren. Rekeninghouders bij FitVermogen.nl krijgen een jaar web-lidmaatschap van de VEB cadeau. Voorwaarde is dat minimaal 500 euro wordt (bij) gestort op de beleggingsrekening en daarvoor beleggingsfondsen worden gekocht.

Ook bestaande VEB-leden kunnen deelnemen aan de actie: FitVermogen.nl vergoedt de kosten van een web-lidmaatschap voor het eerstvolgende abonnementsjaar, als er minimaal 500 euro wordt gestort op de FitVermogen.nl rekening en daarvoor beleggingsfondsen worden gekocht. Al staat het iedere belegger vrij om ook zonder dit aanbod lid te worden van de VEB!



2015 was een hectisch beleggingsjaar, waarbij de AEX een paar keer heen en weer stuitte tussen de psychologische grenzen van 400 en 500 punten. Wat gaat 2016 brengen? Effect sprak zes gerenommeerde Nederlandse beleggers en vroeg hen naar hun tips voor het komende jaar.

ZES TOPBELEGGERSEN GEVEN HUN TIPS GENOEG KANSSEN IN 2016

Het was me het jaartje wel, 2015. Kwantitatieve verruiming op niet eerder vertoonde schaal, extreem lage renteniveaus, prijzen van grondstoffen en olie daalden dramatisch en sleurden hele sectoren mee. Andere sectoren vertoonden juist een opmerkelijk herstel. En binnen sectoren zijn de verschillen soms enorm, zoals bij de banken en verzekeraars.

WAT BRENGT 2016 EN WAAR LIGGEN DE GROOTSTE KANSEN?

Corné van Zeijl: "Beleggers moeten in 2016 vooral beseffen dat het allemaal wat magerder zal worden. We zijn nog het meest enthousiast over Europese aandelen. 2016 gaat de lang verwachte winstgroei brengen. Maar beleggers hebben daar wel wat voorsprong op genomen. In Europa is een rendement van 17 procent gemaakt, daarvan kwam 3 procent van dividend, slechts 1 procent van hogere winsten en maar liefst 10 procent door hogere waarderingen. Verder moeten beleggers rustig blijven. Ook 2016 zal weer een bijzonder jaar worden (zoals ieder jaar). Beleggers verliezen het meest doordat ze zich door hun emoties laten leiden. Mijn devies: *Keep calm and invest on.*"

Willem Burgers benadrukt dat beleggers het in 2016 gewoon dicht bij huis kunnen houden: "Nederlandse small- en midcaps

hebben nu de beste risico-rendement verhouding. De Nederlandse economie groeit verhoudingsgewijs sterk, de euro is zwak (en de dollar sterk, wat goed is voor de euro-winsten!) en private equity graast de markt af op zoek naar koopjes."

Hendrik Oude Nijhuis drukt beleggers op het hart zich vooral te blijven richten op de langere termijn. "Hoe langer de beleggingshorizon hoe minder riskant het beleggen in aandelen is. Sterker nog, voor de echt lange termijn geldt zelfs dat aandelen de minst risico-volle beleggingscategorie vormen terwijl ze ook nog eens het best renderen."

Jorik van den Bos sluit zich daarbij aan: "Beleggers moeten vooral de lange termijn voor ogen houden. Veel factoren, zoals de Federal Reserve die de rente gaat verhogen of geopolitieke ontwikkelingen, kunnen van 2016 wel een volatiel jaar maken."

Nico Bakker zit als technisch analist wat meer op de korte termijn: "Beleggers moeten in 2016 vooral de trendmatige bewegingen volgen en zoeken naar koopmomenten in de richting van de trend, als deze tenminste opwaarts is gericht. Ook in 2016 geldt: *The trend is your friend.*"

Hein van Beuningen: "Ga vooral op zoek naar gezonde bedrijven. Wie goed kijkt en zorgvuldig selecteert, kan op de beurs prachtige ondernemingen vinden die prima dividend betalen en duurzame groei voor de lange termijn laten zien."

WAAR MOETEN BELEGGER VOOR UITKIJKEN IN 2016?

Willem Burgers: "Vermijd de vastrentende waarden. De rente gaat in 2016 wereldwijd licht stijgen waardoor koersverliezen op obligaties worden geleden. Het absolute en relatieve rendement is hierdoor inferieur aan dat van andere assetcategorieën."

JORIK VAN DEN BOS

'ABN AMRO IS AANTREKKELIJK GEWAARDEERD'

Corné van Zeijl is het met Burgers eens: "Beleggers moeten in 2016 bij 'veilige' staatsobligaties wegblijven. De mogelijke opbrengsten zijn laag, de neerwaartse risico's zijn groot."

Jorik van den Bos zegt dat beleggers niet te veel moeten verwachten van 2016. "Veel toekomstige rendementen zijn al naar voren gehaald en aandelenbeleggers mogen al blij zijn met 5 tot 6 procent rendement. Dividend, als onderdeel van het totaal rendement, zal relatief belangrijk zijn."

Waardebeleggers Hendrik Oude Nijhuis en Hein van Beuningen benadrukken dat beleggers zich niet van de wijs moeten laten brengen door onrust op de beurzen. Oude Nijhuis: "Vele onderzoeken ten spijt blijkt dat er over koersbewegingen op korte termijn eigenlijk niets zinnigs te zeggen valt." Van Beuningen: "Beleggers moeten zich niet laten leiden door de waan van de dag. Wij verwachten dat de onzekerheid die in 2015 tot grote koersuitslagen leidde ook in 2016 een rol zal spelen. Maar onderliggend is de trend in economieën zoals de Nederlandse en de Duitse gewoon positief. Wie investeert in gezonde, waarde creërende bedrijven met goed management kan ook in onzekere tijden naar de portefeuille kijken zonder slapeloze nachten te krijgen. En voorlopig levert zelfs een bescheiden dividendrendement ruim meer op dan de rente op een deposito."



Willem Burgers

is lid van het beheerteam van het Add Value Fund en adviseert de directie ten aanzien van de uitvoering van het beleggingsbeleid. Het fonds belegt met name in kleine en middelgrote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. (www.addvaluefund.nl)

Favorieten voor 2016

1. ASM International
2. TKH Group
3. Flow Traders



Corné van Zeijl

is portfoliomanager Nederlandse aandelen bij Actiam. Daarnaast is hij beurscommentator bij onder meer RTL Z en BNR en schrijft hij columns voor verschillende media. (www.actiam.nl)

Favorieten voor 2016

1. Wereldhave
2. Heijmans
3. PostNL



Jorik van den Bos

is fondsbeheerder van het Kempen European High Dividend Fund en het Kempen Global Dividend Fund, fondsen die zich richten op aandelen met een hoog en betrouwbaar dividend. (www.kempen.nl)

Favorieten voor 2016

1. Vodafone
2. ABN Amro
3. Qualcomm

HEIN VAN BEUNINGEN

'BETER BED HEEFT HET BUSINESSMODEL VERFIJND EN KAN GROEIEN IN EUROPA'



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)

Favorieten voor 2016

1. IBM
2. Anthem
3. Thor Industries



Hein van Beuningen

is directielid van Teslin Capital Management, dat investeert in veelbelovende kleine beursgenoteerde bedrijven. Teslin beoordeelt ondernemingen op aspecten als de marktpositie, de groei van cashflow en winst, corporate governance en fatsoenlijk ondernemen. (www.teslin.nl)

Favorieten voor 2016

1. Beter Bed
2. Schaltbau
3. Accell



Nico Bakker

is technisch analist. Hij maakt visuele analyses van koersgrafieken, waarbij hij probeert het beleggingslandschap in kaart te brengen en met zijn "Dashboard" beleggers te wijzen op kansen en bedreigingen. (www.nicoprakker.nl)

Favorieten voor 2016

1. Aalberts
2. Randstad
3. ASML

WAT GAAT NAAR BENEDEN IN 2016, MET ANDERE WOORDEN: MOETEN WE NOG ERGENS SHORT IN?

Hein van Beuningen doet niet aan shortselling: "Het past niet in de filosofie van Teslin. Onze overtuiging is: je moet alleen iets willen verkopen dat van jou is. Bedrijven zijn geen handelswaar. Als je wilt gokken, ga dan (met geld dat je kunt missen) naar het casino."

Corné van Zeijl: "Als ik in 2016 ergens in short zou gaan dan is het in de Amerikaanse markt, omdat de waardering daar relatief hoog is, de winstmarges al op recordniveau staan, de winstvooruitzichten matig zijn en omdat het rentebeleid van de Federal Reserve niet goed is voor aandelen."

Willem Burgers zou het Britse pond kiezen voor de shortstrategie: "Als de Brexit onverhoopt realiteit wordt, gaat het pond onderuit."

Jorik van den Bos vindt de sector biotechnologie te duur en zou short gaan in de Nasdaq Biotech Index (NBI). "De marktkapitalisatie van deze index is de afgelopen vijf jaar met gemiddeld 30 procent per jaar gestegen, terwijl de omzet van de bedrijven in die index nagenoeg gelijk bleef. De NBI is gewaardeerd alsof ieder bedrijf even succesvol zal zijn en ook de prijs kan vragen voor zijn medicijn die het wil."

Hendrik Oude Nijhuis zit op dezelfde lijn: "Ik zou short gaan in zogenoemde belofte-aandelen. Dat zijn aandelen van bedrijven die verlies maken maar wel een heel stevige waardering hebben. Groupon, de aanbieder van kortingsdeals, en Stratasys, producent van 3D-printers, zijn momenteel voorbeelden van te dure belofte-aandelen."

tingsdeals, en Stratasys, producent van 3D-printers, zijn momenteel voorbeelden van te dure belofte-aandelen."

WAT ZIJN DE FAVORIETE AANDELEN VOOR 2016?

Nico Bakker: "Mijn favoriete aandeel voor 2016 is Aalberts omdat de maandgrafiek aangeeft dat er sprake is van een op lange termijn stevige positieve trendfase. De koers is nog nooit zo hoog geweest,

WILLEM BURGERS

'ALS DE BREXIT ONVERHOOPT REALITEIT WORDT, GAAT HET POND ONDERUIT'

er zijn dus geen weerstanden in de nabije omgeving. Natuurlijk zijn er dips mogelijk, maar voor 2016 verwacht ik een beweging van 26 naar 36 euro of hoger. Daarnaast zijn Randstad en ASML technisch aantrekkelijk, omdat daar de bulls aan het roer staan en de lange termijn uptrend willen vervolgen."

Willem Burgers: "Ik kies voor ASM International, omdat het aandeel in 2015 erg is achtergebleven bij het marktgemiddelde, terwijl de consolidatie in de (toelevering aan de) halfgeleidersector de waarderingen internationaal al sterk heeft doen oplopen. Daarnaast is TKH Group koopwaardig, vanwege de veel te lage beurswaardering voor het verdienpotentieel van deze techniekleverancier. Op nummer drie komt Flow Traders, vanwege de stormachtige groei in handel in etf's (indexfondsen, red.) en vanwege de toegenomen volatiliteit op financiële markten."

Corné van Zeijl: "Mijn favoriete aandeel voor 2016 is Wereldhave. Het management gaat daar in 2016 bewijzen dat de korting ten opzichte van andere onroerendgoedfondsen onterecht is. Zolang de rente laag blijft zal deze sector het goed blijven doen, en intussen ontvangt u 5,5 procent dividendrendement. Verder acht ik Heijmans en PostNL koopwaardig. Dat zijn aandelen met veel risico, maar ze hebben ook veel potentie."

Hendrik Oude Nijhuis: "Technologieconcern IBM. Dit bedrijf, ook een favoriet van Warren Buffett, heeft een heel hoge winstgevend-



HENDRIK OUDE NIJHUIS

'IBM HEEFT EEN HOGE WINSTGEVENDHEID EN EEN LAGE WAARDERING'

heid in combinatie met een heel lage waardering. Gemiddeld blijken zulke aandelen op langere termijn een bovengemiddeld rendement op te leveren. Daarnaast zijn de Amerikaanse bedrijven Anthem en Thor Industries favoriet. Anthem is een grote zorgverzekeraar en Thor is marktleider in campers. Vanwege het grote aantal babyboomers is dat momenteel een aantrekkelijke groeimarkt. Net als bij IBM is ook bij Anthem en Thor sprake van een bovengemiddelde winstgevendheid en een lager dan gemiddelde waardering."

Hein van Beuningen: "Mijn favoriete aandeel voor 2016 is Beter Bed, het winkelbedrijf in bedden en matrassen, actief in meerdere landen. Retail is detail, het management geeft goed leiding en het businessmodel is uitgedacht en verfijnd. Het bedrijf kan, meelifend op toenemend consumentenvertrouwen en -bestedingen, de komende jaren een flinke groei doormaken in Europa. Nummer twee is het Duitse Schaltbau, dat componenten en materieel levert voor treinen, bussen en de industrie. Schaltbau maakt onder meer spoorwegovergangssystemen, industriële remsystemen voor containerkranen en windmolens. Als derde wil ik Accell noemen. Die fiet-senproducent zal vooral profiteren van de toenemende urbanisatie en vraag naar elektrische fietsen."

Jorik van den Bos: "Vodafone. Dat is een typisch aandeel voor ons Europese dividendfonds. Vodafone opereert wereldwijd, speelt in op het naar elkaar toegroeien van de vaste en mobiele telefonie en gaat

NICO BAKKER
**'THE TREND IS
YOUR FRIEND,
OOK IN 2016'**

CORNÉ VAN ZEIJL 'WIJ ZIJN NOG HET MEEST ENTHOUSIAST OVER EUROPESE AANDELEN'

verstandig om met de kasstromen die het genereert. Ze besteden maar liefst 20 procent van hun omzet aan een groot investeringsproject, 'Spring', terwijl ze ook een prima dividend uitkeren. Hierna denk ik aan ABN Amro. Aantrekkelijk gewaardeerd, terwijl ze zich ook hebben gecommitteerd aan een goed dividend. En ook het Amerikaanse Qualcomm is koopwaardig. Hun techniek zit in vrijwel alle mobiele telefoons en met hun patenten krijgen ze ongeveer 3 procent van de waarde van ieder mobieltje. De koers staat nu wat onder druk door twijfel aan de houdbaarheid van de kasstromen, maar wij denken dat dit onterecht is."



DISCLOSURES

Corné van Zeijl heeft privé aandelen Wereldhave. Zijn drie tips hebben een overwogen positie in de Nederland-fondsen van Actiam.

Nico Bakker belegt niet in individuele aandelen, mogelijk wel in indexpro-ducten op de AEX of DAX.

Hendrik Oude Nijhuis heeft privé posi-ties in de door hem getipte aandelen.

Hein van Beuningen: de drie genoem-de aandelen zitten in de portefeuille van Teslin.

Willem Burgers: de drie genoemde aandelen zitten in de portefeuille van het Add Value Fund.

Jorik van den Bos: de drie genoemde aandelen zitten in de Kempen High Dividend fondsen.

HET LIBERALE GEDACHTEGOED

door Paul
Frentrop



De grootste partij in de Tweede Kamer zegt elke dag te werken aan het liberaler maken van Nederland. Om te meten of dat lukt, is John Stuart Mill's *Over vrijheid* uit 1859 een geschikt ijkpunt. In dat boek staat het liberale denken immers perfect verwoord. Mill legt uit dat er drie redenen zijn waarom het beter is om zelf dingen te regelen, dan ze door de overheid te laten doen. Ten eerste omdat wie zelf ergens bij betrokken is, het meest geschikt is om te bepalen hoe het moet worden gedaan. Daarom moeten, zo schrijft Mill, ambtenaren niet ingrijpen in de economie.

Zelfs als burgers iets minder goed zouden doen dan ambtenaren, dan be-staat er nog een goede reden om hen toch zelf het werk te laten uitvoeren. Ze leren daar immers van. Het helpt hun eigen geestelijke vorming en hun daadkracht en oordeelsvermogen als ze problemen zelf moeten oplossen. De derde en meest dwingende reden is volgens Mill dat het heel gevaarlijk is als de regering meer macht krijgt dan strikt noodzakelijk. "Elke functie die aan de werkzaamheden van de regering wordt toegevoegd, maakt de invloed van de overheid op de algemene verwachtingen en angsten groter en verandert het actieve en ambitieuze deel van de bevolking tot nalopers van de regering of van een partij die probeert aan de macht te komen."

"Als de wegen, de spoorwegen, de banken, de verzekeringsmaatschap-pijen, de grote vennootschappen, de universiteiten en de sociale zorg allemaal overheidsinstellingen zouden zijn; als de werknemers van al deze organisaties door de regering zouden worden benoemd en betaald en van de regering afhankelijk waren voor elke promotie; dan zou de hele persvrij-heid en de meest democratische wetgeving Engeland noch enig ander land anders dan in naam tot een vrij land kunnen houden. En hoe effici-enter en wetenschappelijker het bestuursapparaat zou zijn samengesteld, hoe bekwaam de ambtenaren, hoe trefzekerder de beste talenten door de regering geworven zouden worden, des te groter dit gevaar."

De schrik zou John Stuart Mill om het hart slaan als hij het hedendaagse Nederland zou zien. In bijna alle sectoren die hij noemt, heeft de overheid immers steeds meer te zeggen. Daarom kan ik herlezing van zijn gedach-tegoed aanbevelen nu de VVD op haar partijcongres heeft besloten zichzelf om te vormen in een "netwerkstructuur met Lokale en Thematische netwerken." De VVD zet in op sociale media. Maar het gaat om de inhoud, niet om de vorm.

HAAL MÉÉR UIT UW GELD

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

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



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 aandacht voor een hele oude en een zeer actuele kwestie.



FORTIS

Als altijd een interessante editie van *Effect*, die van november met veel aandacht voor de beursgang van ABN Amro, die de gemoederen zeker bezighoudt. Positief bedoelde kanttekening als gemiste kans: een bijpassende terugblik en update van de Fortis-ontwikkelingen. Misschien later?

[naam en woonplaats bij de redactie bekend]



Beste belegger,

Dank voor het compliment. U stelt ons hier wel voor een uitdaging. Een terugblik en een update over de VEB Actie Fortis is bijkans vragen een boek te schrijven. Op de juristenkamer van de VEB heeft men de tweede archiefkast bijna vol met processtukken, producties en ander materiaal van de twee procedures die de VEB namens meer dan 37.000 beleggers voert. Heel in het kort komt het erop neer dat de enquêteprocedure winnend is afgesloten met een vernietigend oordeel van de Hoge Raad der Nederlanden op 6 december 2013. De Hoge Raad heeft vastgesteld dat Fortis beleggers onjuist heeft geïnformeerd in het prospectus, tekort is geschoten in haar solvabiliteitsbeleid en het bestuur het vertrouwen in de bank stelselmatig op het spel heeft gezet door onjuiste en zelfs tegengestelde mededelingen.

In de misleidingsprocedure zullen de pleidooien in maart 2016 worden gehouden. Het pleiten in een zaak is meestal de laatste ronde voordat de rechter uitspraak doet. Verdere vertragingstactieken door de gedaagden daargelaten, zou een eerste vonnis van de rechtbank Amsterdam weleens in 2016 of vroeg in 2017 kunnen volgen.

Waar gaat die misleidingsprocedure ook alweer over? Al in 2011 daagde de VEB namens gedupeerde Fortis-beleggers acht oud-Fortis-bestuurders, banken en het concern Fortis voor de rechter vanwege misleidende of tekortschietende communicatie met beleggers in 2007 en 2008. Daarmee hebben die partijen onrechtmatig gehandeld jegens Fortis-beleggers, waardoor die beleggers naar schatting tussen de 13 en 17 miljard euro verlies leden in die periode. De VEB vraagt de rechter vast te stellen dat onrechtmatig is gehandeld. De precieze schade zal daaropvolgend moeten worden vastgesteld in andere procedures.



FAGRON

De tegenstrijdige of sussende berichtgeving door Fagron heeft ertoe geleid dat ik als belegger regelmatig op het verkeerde been ben gezet en dat pakte financieel helaas nadelig uit. Hieronder enkele van deze berichtgevingen:

- **12 dec. 2014:** Arseus, zoals Fagron toen nog heette, stelt de markt gerust over de ontwikkelingen op de Amerikaanse markt, invloed van beleidswijzigingen van de Amerikaanse medicijnmarkt zal beperkt blijven.
- **7 febr. 2015:** Fagron heeft zijn omzet met 30 procent zien groeien en verwacht, dat dit jaar de opbrengst met dubbele cijfers zal toenemen.
- **17 aug. 2015:** De topman heeft drie maanden eerder, op 3 april, eigen aandelen verkocht. De opbrengst was 3 miljoen euro. Wist de topman meer dan de belegger? Waarom deze late berichtgeving?
- **18 aug. 2015:** De topman heeft voor 1,4 miljoen aandelen gekocht in eigen bedrijf, op een koers rond 24 euro.
- **9 sept. 2015:** Het groeidoel wordt

neerwaarts bijgesteld van 10 naar 8 procent.

Uit het bovenstaande blijkt, dat de berichtgeving naar de aandelhouders regelmatig onvoldoende en soms misleidend is geweest. Door de verkeerde of te late berichtgeving heeft mij dat als aandeelhouder veel geld gekost. Ik zou het op prijs stellen, indien u de mogelijkheid van bestuurdersaansprakelijkheid wilt bekijken, en zo nodig stappen wilt ondernemen om in deze zaak voor beleggers compensatie te bewerkstelligen.

W. Remans, Nederweert



Beste heer Remans,

Uw opsomming zegt al genoeg, en daar kwamen nadat wij uw brief ontvingen nog enkele vervelende gebeurtenissen achteraan: Fagron lijkt op zoek te moeten naar vers kapitaal nadat potentiële kopers mogelijk afhaken. De Amerikaanse toezichthouder doet onderzoek naar fraude bij 'magistrale medicijnmakers', waarbij nog niet duidelijk is of Fagron een claim moet verwachten. Deze gebeurtenissen deden de koers weinig goed, om het eufemistisch te stellen. De VEB volgt Fagron momenteel met extra aandacht.

UW VERHAAL IN EFFECT? SCHRIJF HET DE VEB! MAIL NAAR: EFFECT@VEB.NET

ADVERTENTIE



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**



Neways is een bedrijf dat nog echt productie ademt. In de hal bij de ingang van het hoofdkantoor in het Brabantse Son hangt de ESD-veilige kleding (Electro Static Discharge). Door grote ramen is de vloer te zien waar ingenieurs van Neways aan het werk zijn.



NEWAYS-TOPMAN HUUB VAN DER VRANDE: 'IK BEN HARDER GEWORDEN'

Bestuursvoorzitter Huub van der Vrande is zelf van origine ook ingenieur. Met een uitstap van een aantal jaren waarin hij een ander elektronicaconcern (Ripa, red.) groot maakte, is hij al sinds 1983 aan Neways verbonden. Hij maakte de transformatie mee van een soort werkplaats waar elektronische componenten in elkaar werden geschroefd naar een technologiebedrijf dat internationaal leverancier is van industriële en professionele elektronica.

Neways gaat nu steeds meer in samenwerking met zijn klanten nieuwe oplossingen en producten ontwikkelen. Daarna blijft Neways wel de productie van de gevraagde componenten voor zijn rekening nemen. Klanten komen onder meer uit de halfgeleiderindustrie – chip-

machinefabrikant ASML is een belangrijke grote klant – de medische technologie en de overige industrie. Ook de automobiellindustrie is een belangrijke afnemer. Hier zag Van der Vrande kansen om uit te breiden. Daarom nam Neways vorig jaar het van oorsprong Oost-Duitse BuS Group over. In een interview gaat de topman in op deze overname, de noodzaak voor Neways, goed voor 309 miljoen euro omzet in 2014, om te veranderen en de evolutie van zijn leiderschapstijl.

1 **Waarom wilde u de activiteiten in de automobiellindustrie uitbreiden?**

"In de crisis hebben we weer gezien dat de halfgeleiderindustrie heel sterk op en neer gaat.

'JE MOET NIET OVERNEMEN OM JE OMZET TE VERHOGEN MAAR OM TE ZORGEN DAT JE OP BEPAALDE ASPECTEN STERKER WORDT'

Het is soms heel hard hollen, maar het kan ook opeens heel langzaam gaan, of zelfs helemaal stilvallen. De medische sector is vrij stabiel, maar in een crisis gaan ziekenhuizen meestal toch op de rem staan. Wat wel heel erg stabiel bleef, was de Duitse automobiellindustrie. Daarom willen we in die industrie groter worden."

2 **En waarom toen BuS Group?**

"Een aantal dingen. Ze hadden een jaaromzet van 110 miljoen. Dat is te weinig om direct te kunnen inkopen bij componentleveranciers, dus kochten ze al hun componenten bij distributeurs. Door de inkoop bij elkaar te brengen kunnen we een behoorlijk voordeel realiseren."

ren. Een ander punt is dat ze met vijftig man een relatief beperkte ontwikkelafdeling hadden. In de automobiellindustrie vragen bedrijven zich af wat er dan gebeurt als er van die vijftig vijf ziek worden. Wij hadden honderdvijftig man voor ontwikkeling, dus dat sloot mooi aan. Verder waren zij zoekende naar samenwerking in China. Wij zitten al sinds 1998 in China. Het laatste en misschien nog wel het belangrijkste punt is dat de salarissen in het oosten van Duitsland flink zijn gestegen. Daar moesten zij ook een antwoord op hebben. Zij hadden er twijfels over of ze dat zelf konden doen. We hebben intensief met elkaar gesproken en daarbij merkten we dat het samengaan van de bedrijven een leuke som oplevert."

3 De vorige eigenaar kreeg na de overname een adviesfunctie. U liet onlangs doorschemeren dat dit niet optimaal is verlopen. Waar ging dat niet goed?

"Hij liet een fantastisch bedrijf na, maar hij beschouwde dat bedrijf natuurlijk als zijn baby. Hij wilde eerst commissaris worden. Dat kon alleen niet vanwege zijn leeftijd. Daarom hebben we gekozen voor een adviesfunctie. We zouden elkaar regelmatig spreken in Riesa, waar BuS zit. Dat leek niet zo'n gek idee omdat ik zo stapje voor stapje de cultuur kon leren kennen. Maar toen merkte ik eigenlijk na een aantal bezoeken dat onze toekomstvisies wel erg ver uit elkaar lagen."

4 Heeft u een voorbeeld van een verandering die u wilde, maar hij niet?
"Wij besteden in Nederland heel veel uit. De gemid-

delde Oost-Duitser gaat niet uitbesteden, want hij vindt dat hij het zelf het beste kan. Terwijl een bedrijf groeit, kan dat best goed werken, maar er komt een moment dat de omzetgroei stilvalt. Dan heb je in een keer een afdeling die niet verkoopt. Zij moeten dus veel meer gaan uitbesteden. Zij zeiden daar toen dat dit niet kan, ook de vorige eigenaar zei dat. Ik had daarbij de indruk dat de mensen elkaar daar opzochten. Maar ik ben ervoor ingehuurd om dingen die niet kunnen, toch mogelijk te maken. Daarom heb ik hem toen met respect uitgelegd dat wij als bedrijf echt nog hele grote stappen moeten maken."

5 U heeft onlangs een verbeterprogramma opgetuigd voor het nieuwe Neways. Een van de hoofdpunten is verandering van de bestuursstructuur. Waarom was dat belangrijk?

"Wij hadden in de jaren voor de crisis een winstmarge van 7 procent. We zitten nu rond de 3 procent. Ik denk dat wij intern een aantal procenten aan kosten maken die geen

waarde toevoegen. Daarom zijn we aan een enorm veranderingstraject bezig. Goed samenwerken is daarbij heel belangrijk. Daarom moeten wij als raad van bestuur behoorlijk dicht op de operatie gaan staan. Controle lijkt soms heel negatief, maar je moet je voorstellen dat je mensen hebt die niet altijd hun afspraken nakomen. Dat is iets waar ik niet tegen kan. Dat iemand op het juiste moment niet dát brengt wat we gevraagd hebben, daar heb ik niet zo'n probleem mee, maar dat hij dat niet van tevoren vertelt wel. Ik kan door het plafond gaan als ik dat zie."

6 Afspraak is afspraak, zegt u eigenlijk. Bent u de laatste jaren harder geworden?

"Als ik eerlijk ben naar mezelf wel. Ik zit niet meer op de mening van de hele wereld te wachten. Dingen moeten duidelijk zijn. Als iets 90 procent goed is, waarom zou je dan niet vandaag de keuze maken. In het verleden gingen we dingen vaak nog een keer onderzoeken en evalueren en dan kwam het een maand later weer op de agenda. Dat komt nu minder voor. Ik denk dat de druk dat wij moeten verbeteren de overhand heeft gekregen."

7 U heeft een doelstelling van 7 procent winstmarge in goede economische tijden. Dat klinkt nogal karig. Is dat echt het maximale dat Neways kan realiseren?

"7 tot 7,5 procent winstmarge is ongeveer de limiet van wat je in deze wereld mag verdienen. Wij zijn een transparant bedrijf en als de winstmarge groter wordt, dan gaat de klant zeggen dat zijn winst onder druk staat en dat wij te duur

zijn. Die 7,5 procent is wel een gemiddelde. In de autoindustrie is 4 tot 5 procent de absolute limiet."

8 Zou het niet beter zijn om een strategische keuze te maken voor activiteiten met hogere marges, bijvoorbeeld door producten minder specifiek te maken, zodat u ze breder kunt verkopen?

"Een onderdeel van mijn toekomstdroom voor Neways is dat als wij iets ontwikkelen voor een klant, dat het dan ook met een paar aanpassingen toepasbaar is in een andere applicatie. Een voorbeeld zijn voedingen. Die zitten in alle elektronica en daar zie ik een mogelijkheid. Maar haal niet uit mijn woorden dat wij met een koffertje langs de deuren gaan om voedingen te verkopen. Dat gaat weer te ver. Het maken van eigen producten moeten wij nooit doen. Maak nooit een concurrent van je klant, zou ik zeggen."

9 Aandeelhouders kregen afgelopen jaren dividend in aandelen. Dat leidt eigenlijk alleen maar tot verwatering van de waarde per aandeel. Waarom kiest Neways daarvoor, kunt u het dividend dan niet beter laten zitten?

"Sommige aandeelhouders willen het zo. Waarom? Ik heb geen idee, dat zul je aan hen moeten vragen. Volgend jaar zullen we wel kijken of we aandeelhouders een keuze kunnen geven tussen aandelen en contanten. Daarbij hebben we wel te maken met een aantal bankafspraken, maar zoals het er nu uitziet zitten we dan ruim boven de 40 procent eigen vermogen als percentage van het balanstotaal en kunnen we het overwegen."

'7 TOT 7,5 PROCENT WINSTMARGE IS ONGEVEER DE LIMIT VAN WAT JE IN DEZE WERELD MAG VERDIENEN'



**'WAT WEL HEEL
ERG STABIEL
BLEEF WAS DE
DUIJSE AUTO-
MOBIELINDUSTRIE.
DAAROM WILLEN
WE IN DIE
INDUSTRIE
GROTER WORDEN'**

10 Meer dan 80 procent van de aandelen zit bij een zevental grote aandeelhouders. Is dat prettig werken?

"Dat heeft in mijn ogen voor- en nadelen. In de industrie waar wij in zitten is het wel iets dat het beeld bevordert dat dit een stabiel bedrijf is. Het is verder heel belangrijk dat wij een heel fijne relatie hebben, met onze aandeelhouders. De overlegstructuur die wij hebben, is heel prettig. Er waren bijvoorbeeld aandeelhouders die vroegen waarom we maar 40 procent van de nettowinst uitkeren als dividend en niet alles. Dan gaan we gewoon met de aandeelhouders samen zitten en komen we eruit."

11 Het aandeel N e w a y s heeft matig gepresteerd de afgelopen jaren. Voor aandeelhouders kan een overname van het bedrijf aantrekkelijk zijn. Zou dat voor u acceptabel zijn?

"Als het goed is voor het bedrijf zal ik het ondersteunen. Er zou dan wel een consortium van bedrijven moeten ontstaan die aanvullend op elkaar zijn. Er zijn veel, vooral Amerikaanse bedrijven die heel veel overnames doen om een paar goede bedrijven over te houden. Ik denk dat dat niet kan. Van de tien keer schieten, moet het tien keer raak zijn. Is het twee keer mis, dan moeten ze de bestuursvoorzitter naar huis sturen. Volgens mij moet je ook niet overnemen om je omzet te verhogen, maar om te zorgen dat je op bepaalde aspecten sterker wordt. Zo zit ik in elkaar."


FITVERMOGEN.NL

Powered by NN Investment Partners

- ✓ Geen servicekosten
- ✓ Geen transactiekosten
- ✓ Prijswinnende fondsen
- ✓ Makkelijk & flexibel

Wij wensen u in 2016 een goed(koop) beleggingsjaar!



Open nu een **FitVermogen-**
rekening & ontvang 1 jaar
veb -weblidmaatschap cadeau*!



* Óók huidige VEB-leden kunnen meedoen met deze speciale actie!
Zie voor alle actievoorwaarden www.FitVermogen.nl/campagne/VEBactie

Disclaimer

De informatie in dit document is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een beleggingsinstrument te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie voordat u een product koopt. Het prospectus, supplement en de Essentiële Beleggersinformatie zijn verkrijgbaar via www.nnip.nl.

EUROPESE SUPERMARKTEN KOMEN UIT HET DAL

De omzet en het prijsniveau in supermarkten in Frankrijk, Spanje en Italië namen het afgelopen jaar voor het eerst sinds meerdere jaren weer toe. In het Verenigd Koninkrijk staan de prijzen nog altijd onder druk en dit is slecht voor de marges. Welke grote detailhandelsbedrijven zijn nog interessant volgens de maatstaven van de topbeleggers die de VEB volgt?

Succesvolle supermarkten zullen de klant gemak moeten bieden en niet te duur moeten worden om prijsvechters als Aldi en Lidl van zich af te houden. Daarnaast is het een uitdaging om te komen tot een winstgevend online-model. Online boodschappen doen wordt steeds aantrekkelijker nu de bezorgkosten afnemen. Het vermijden van lange rijen en het doen van

impulsaankopen zijn redenen voor consumenten om niet langer de winkel in te gaan. De aandelen van de grote Europese supermarktbedrijven deden het in het afgelopen halfjaar weer iets beter dan het marktgemiddelde. Zet die trend door, vragen beleggers zich af.

COLRUYT EN AHOLD ZIJN BEDRIJVEN DIE BUFFETT INTERESSANT ZOU KUNNEN VINDEN

BEDRIJF	2015	2016	2017
Koninklijke Ahold NV			
Rendement op eigen vermogen	17,4%	17,2%	17,3%
K/W ratio	19,9	18,2	17,3
Kasstroom tov ondernemingswaarde	5,6%	5,9%	6,4%
Dividendrendement	2,5%	2,8%	3,0%
Colruyt SA			
Rendement op eigen vermogen	18,4%	17,1%	16,1%
K/W ratio	19,2	18,7	18,1
Kasstroom tov ondernemingswaarde	3,7%	4,1%	4,8%
Dividendrendement	2,3%	2,3%	2,2%
J Sainsbury PLC			
Rendement op eigen vermogen	7,8%	7,3%	7,0%
K/W ratio	11,6	11,8	11,3
Kasstroom tov ondernemingswaarde	6,0%	6,8%	7,4%
Dividendrendement	4,4%	4,1%	4,4%

bron: Bloomberg (30 november 2015)



Ahold: fusie met Delhaize kan wat extra's toevoegen

Het Nederlandse Ahold gaat samen met het Belgische Delhaize. Dat bedrijf is met 805 winkels de tweede speler in België. De thuismarkt is goed voor een kwart van de omzet en een derde van het operationele resultaat.

Door de fusie ontstaat een bedrijf met een omzet van 54 miljard euro en een nettowinst van 1 miljard euro. Samen worden ze marktleider in de Benelux, maar in België blijft het bedrijf de nummer twee achter marktleider Colruyt. Beide bedrijven halen ruim de helft van de omzet uit de Verenigde Staten, waar de twee elkaar geografisch goed aanvullen. Samen worden Ahold en Delhaize een van de grootste supermarkconcerns van de VS.

De fusie ligt op koers om tegen medio 2016 te zijn afgerond en daarmee ontstaat een bedrijf met 6500 winkels. De synergievoordelen na het samengaan zouden de prestaties verder kunnen verbeteren. De combinatie kan profiteren van meer slagkracht bij de inkoop, en allerlei overheadkosten kunnen worden verlaagd. Vooral in de Verenigde Staten zijn de voordelen te behalen.

WAAROM AANTREKKELIJK VOOR WARREN BUFFETT

Ahold is een bedrijf dat iemand als Warren Buffett mogelijk interessant zou kunnen vinden, de grootmeester zoekt namelijk naar "*wonderful companies at fair prices*". Ahold haalt het door Buffett vereiste rendement voor kapitaalverschaffers ruimschoots. De waardecreatie komt voort uit het concurrentievoordeel dat bijvoorbeeld Ahold via Albert Heijn heeft in Nederland. Schaalvoordeel, een groot marktaandeel en

een geolied distributienetwerk helpen daarbij. De krachtenbundeling met Delhaize zou dit verder kunnen verbeteren. Wel betalen beleggers inmiddels 18 keer de winst voor komend jaar, een stevige prijs voor het aandeel. Wie het nu aan de prijs vindt, kan wachten op een terugval en het aandeel op het spreekwoordelijke boodschappenlijstje zetten. Warren Buffett heeft er echter geen moeite mee wat meer te betalen voor kwaliteit.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Het analistensentiment is bij Ahold overwegend positief. Betere verkopen bij Albert Heijn in Nederland, expansie van het online segment, een gestage verbetering in de VS en een juiste inschatting van het management om Bol.com destijds over te nemen zien analisten als positief. Het aandeel Ahold krijgt 17 koopadviezen, 12 houdadviezen en slechts 2 verkoopadviezen. Het gemiddelde koersdoel bedraagt op dit moment ruim 21 euro.



Colruyt: solide Belgisch familiebedrijf, maar wel aan de prijs

Het verhaal van het Belgische Colruyt begint in 1928 met bakkerszoon Franz Colruyt. Wat toen nog een klein streekgericht groothandelsbedrijf was in koloniale waren (zoals koffie en kruiden) zou uitgroeien tot een multinational in groothandel en supermarkten. Nog altijd heeft de familie Colruyt een belang van 50 procent in het bedrijf. Colruyt hanteert een no-nonsense aanpak en richt zich op gezinnen met kinderen en is met een marktaandeel van ruim 30 procent de grootste in België. Detailhandels en groothandel maken de bulk van de groepsomzet, waarbij 89 procent van de omzet uit België komt. Frankrijk (10,8 procent) en Luxemburg (0,2 procent) nemen de rest voor hun rekening.

In de detailhandel, dus de supermarkten, probeert Colruyt consistent de laagste prijzen te bieden. De prijzen zijn gemiddeld zo'n 10 procent lager dan bij de concurrentie. Toch kent het bedrijf de hoogste marges onder de supermarkten, dit zit hem in aspecten als kostenbeheersing en efficiency. Voorbeelden daarvan zijn eigen energie opwekken, weinig kilometers maken en zo veel mogelijk rijden met volle vrachtwagen. De Belgen profiteren meer dan de concurrentie van trends als kleinere huishoudens, een lager geboortecijfer en de vergrijzing omdat de winkelformules daar beter bij aansluiten.

De groeivoorzichten voor de Belgische thuismarkt zijn echter niet heel sterk en de mogelijk toenemende concurrentie door de Ahold-Delhaize-fusie kan leiden tot toenemende margedruk. Beleggers die willen instappen, treffen een bedrijf dat jaar in jaar uit waarde heeft gecreëerd. Toch is het de vraag of de waardering op ruim 18 keer

de verwachte winst voor komend jaar niet wat aan de hoge kant is. Wellicht is Colruyt dan ook net als Ahold meer een aandeel om op het boodschappenlijstje te zetten als de beurs eens tegenzit en de prijzen gunstiger zijn.

WAAROM AANTREKKELIJK VOOR WARREN BUFFETT

Colruyt is net als Ahold een bedrijf dat Buffett interessant zou kunnen vinden. Het hoge rendement op geïnvesteerd kapitaal en eigen vermogen wijzen op waardecreatie. De verwachting is dat ook Colruyt waarde zal blijven creëren de komende jaren. De verklaring voor het creëren van waarde is een mogelijk duurzaam concurrentievoordeel. De hoge koers-winstverhouding is een minpunt. Hoewel Warren Buffett zich niet altijd laat tegenhouden door een relatief hoge waardering.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Dankzij de opgelopen koers en samenhangende waardering vinden analisten over het algemeen het aandeel Colruyt niet meer aantrekkelijk, het gemiddelde koersdoel ligt inmiddels 15 procent lager dan de actuele koers van 47 euro. Liefst 12 analisten hebben dan ook een verkoopadvies en slechts 1 een koopadvies. Analisten prijzen wel het trackrecord van Colruyt en het sterke kas genererende vermogen. De beperkte groeiperspectieven, mogelijk toenemende concurrentie van Ahold-Delhaize en hogere waardering dan concurrenten zijn echter redenen om het aandeel toch op verkopen te hebben. Beleggen in supermarkten mag dan op sommige maatstaven aantrekkelijk zijn, de analistengemeenschap ziet na de forse koersstijgingen geen koerspotentieel meer voor Colruyt.



Michaelpuche / Shutterstock.com

Sainsbury: goedkoop aandeel, maar wel veel uitdagingen in het VK

Het Britse J Sainsbury is vooral bekend van de gelijknamige supermarktketen. Het bedrijf is de op een na grootste van het Verenigd Koninkrijk. Op de zeer competitieve Britse markt heeft Sainsbury een marktaandeel van 17 procent. De Sainsbury-familie heeft via verschillende deelnemingen nog altijd een belang in het bedrijf, het pensioenfonds van Qatar is de grootste aandeelhouder.

Traditionele supermarktketens staan in het Verenigd Koninkrijk onder druk door stevige concurrentie van Aldi en Lidl. Het behouden van marges en kostdiscipline door Sainsbury wordt echter gezien als kracht. Concurrenten hebben hier meer moeite mee. Volgens analisten houdt Sainsbury de marges op peil door een verfijning van de promotiecampagne en een helder prijsbeleid. Het ervaren managementteam en de kostdiscipline zijn positieve eigenschappen van Sainsbury. Wie een mogelijke herstellkandidaat zoekt, kan eens kijken naar dit aandeel.

WAAROM AANTREKKELIJK VOOR DAVID DREMAN

De tegendraadse Dreman is altijd op zoek naar koopjes. Of zoals op de website van Dreman Value Management staat beschreven, een

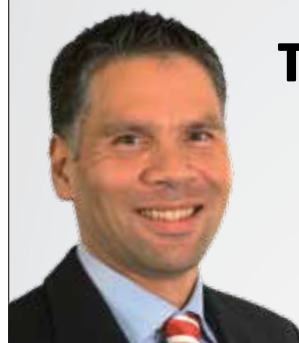
'gedisciplineerde, bottom-up, lage K/W-methode van beleggen'. Dreman richt zich op de aandelen met de laagste koers-winstverhouding. Met een koers-winstverhouding van 12 is het aandeel absoluut en relatief ten opzichte van concurrenten goedkoop. Ook het aantrekkelijke dividendrendement van ruim 4 procent zal Dreman aanspreken. Daarnaast moeten bedrijven van Dreman ook een solide balans hebben, en ook daar zit het goed. In het verleden zijn er twijfels geweest over de balans van Sainsbury, maar analisten wijzen erop dat deze balans is verbeterd. De netto schuldpositie en het pensioentekort zijn afgenomen.



DETAIL- EN GROOTHANDELSBEDRIJVEN OP DE BEURS

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

Koninklijke Ahold NV	
ISIN	NL0010672325
Colruyt SA	
ISIN	BE0974256852
J Sainsbury PLC	
ISIN	GB00B019KW72



TIENMAAL DOM IN 2015

door Errol Keyner

Ik ben niet benieuwd hoe we in 2025 zullen terugkijken op nu. Dit is geen gebrek aan nieuwsgierigheid: ik weet het namelijk al. Hoofdschuddend zullen we over tien jaar het volgende concluderen:

1. De centrale banken pompten gigantische bedragen in het financiële systeem. Ze steunden daarmee koersen van obligaties, aandelen en vastgoed. Hoe is het mogelijk dat we de bubbelvorming omarmden?
2. Hoe is het mogelijk dat we de wereldwijde valutaoorlog van de centrale banken stilzwegen?
3. Overheden leenden geld met een negatieve rente. Hoe is het mogelijk dat we de absurditeit ervan niet inzagen?
4. Pensioenfondsen en levensverzekeraars zochten onder de lage rentes, waardoor hun verplichtingen "op papier" de lucht inschoten. Hoe is het mogelijk dat we tekorten stiekem naar volgende generaties durfden te schuiven door de kunstmatige verhoging van rekenrentes, op hoop van zegen?
5. Terwijl overheden tijdens de kredietcrisis schulden uit de hand lieten lopen om hun economie met miljarden te stimuleren, lieten ze het na bij aantrekkende economieën schuldposities te reduceren. Stimuleren bij tegenspoed, uitdelen bij voorspoed: hoe is het mogelijk dat we nog steeds geloofden in een anticyclische Keynesiaanse politiek?
6. China bleef geld pompen in onrendabele projecten. Ondanks dat het land inmiddels een economische grootmacht was geworden, zou 7 procent jaarlijkse groei structureel zijn. Hoe is het mogelijk dat we niet inzagen dat de onrendabele groei de bubbel alleen maar verder opblies in een land waar het belang van corporate governance net zo laag was als de betrouwbaarheid van statistieken?
7. De geschatte beurswaardering van nieuwkomers als Uber, Airbnb en Snapchat bereikte "unicorn"-miljarden zonder ooit winst te hebben gemaakt. Hoe is het mogelijk dat we niets hadden geleerd van de internetbubbel, toen waarderingen zelfs werden gebaseerd op eye balls in plaats van financiële cijfers?
8. Beleggers kregen geen genoeg van biotechnologiebedrijven, getuige de torenhoge waarderingen. Hoe is het mogelijk dat beleggers vergaten dat een reële waardering niet alleen wordt bepaald door kansen, maar ook door de risicograd?
9. Het overnamecircus draaide op volle toeren. Pfizer betaalde zelfs 160 miljard dollar voor Allergan. Hoe is het mogelijk dat beleggers de gong voor de laatste ronde negeerden?
10. Beleggers zagen scheepvaart-cv's met beloofde rendementen van 7 procent als alternatief voor een spaarrekening. Hoe is het mogelijk dat beleggers het verschil in risico negeerden?

Ik ben wel benieuwd of we in 2025 zullen hebben geleerd van de lessen uit het verleden. Nee hoor.

JOEMERINO.COM



1 Pull

6 Sizes

50 Colors

100% extra fine merino wool

Joe gelooft in kwaliteit en eenvoud. Joe's fijne wollen truien worden gewaardeerd om hun draagcomfort en extreme zachtheid. Joe is er voor de stijlvolle man die kiest voor gemak. Daarom bezoek je Joe online. Daar vind je een aantal zorgvuldig ontworpen truien met een enorme keuze aan kleuren. Alles in 100% extra fine merino wool.

Eenmaal overtuigd van de kwaliteit hoef je nooit meer na te denken over je nieuwe trui. Die bestel je bij Joe!

Door het online maatadvies, gebaseerd op lengte, gewicht en leeftijd, kies je altijd de juiste maat. De verzending is gratis en als de trui niet bevalt, kun je 'm gratis retourneren. Any time, any reason!

Joe heeft nooit uitverkoop maar altijd een goede deal: buy more - save more.

Webstore:

www.joemerino.com

Store Amsterdam:

Kerkstraat 167-171

Store Antwerpen:

Kloosterstraat 28



JOEMERINO.COM



EUROPESE BELEGGERSVENERENIGING OPGERICHT

POLITIEKE BELANGENBEHARTIGING EN JURIDISCHE ACTIES OP EUROPEES NIVEAU

Deze zomer is een nieuwe Europese beleggersvereniging opgericht: de European Investors' Association. European Investors strijdt voor de belangen van alle particuliere beleggers in Europa. De VEB is als een van de 'founding fathers' nauw betrokken bij deze nieuwe vereniging.



De Nederlandse belegger merkt in toenemende mate dat gebeurtenissen en ontwikkelingen die plaatsvinden buiten Nederland invloed hebben op zijn beleggingen en rechtsbescherming. De belangenbehartiging van Nederlandse beleggers kent dan ook een steeds grotere Europese dimensie. Zo mengt de VEB zich al jaren actief in discussies omtrent Europees beleid en toezicht, en procedeert de VEB namens particuliere beleggers tegen buitenlandse beursvennootschappen zoals BP en Fortis.

Om haar Europese activiteiten optimaal te ontplooiën, heeft de VEB samen met de European Financial Education Foundation (EFEF) een Europese beleggersvereniging opgericht, die voor iedere belegger in Europa opkomt. Beleggers uit heel Europa kunnen lid worden. De kernactiviteiten van European

Investors zijn politieke belangenbehartiging en juridische acties.

POLITIEKE BELANGENBEHARTIGING

European Investors tracht beleid en toezicht dat direct van invloed is op de positie van de particuliere belegger en op diens beleggingen positief te beïnvloeden. Zo reageert European Investors op consultaties van bijvoorbeeld de Europese Commissie of de Europese toezichthouder ESMA, zal zij zitting nemen in verschillende werkgroepen en commissies en neemt

**DE VEB
MENGTT ZICH
AL JAREN ACTIEF
IN DISCUSSIES
OMTRENT
EUROPEES BELEID
EN TOEZICHT**

zij deel aan relevante hoorzittingen en conferenties. Daarnaast treedt zij in overleg met beleidsmakers en toezichthouders, vaak ingegeven door eerder gepubliceerde *position papers*, brieven of consultatiereacties.

Dit is van groot belang, aangezien het gros van beleid en toezicht tegenwoordig Europees wordt bepaald. De in Nederland geldende zorgplicht van adviseurs en vermogensbeheerders jegens de particuliere belegger, de Nederlandse regels omtrent het ontwikkelen en verkopen van beleggingsproducten, de transparantieplichtingen voor Nederlandse beursvennootschappen en de prospectusplicht aandelenemissies – om maar enkele voorbeelden te noemen – vinden alle hun oorsprong in Brussel.

Om ervoor te zorgen dat ook in Brussel de belangen van particuliere beleggers voldoende worden meegewogen, is het noodzakelijk dat zij zich op Europese schaal verenigen en met één stem spreken. European Investors neemt deze taak op zich. Zij zal zich in de komende jaren met name richten op het Europese kapitaalmarktunie-actieplan

BELANGEN VAN PARTICULIERE BELEGGER MOETEN OOK IN BRUSSEL VOLDOENDE WORDEN MEEGEWOGEN

(*Capital Markets Union*) van de Europese Commissie en het Groenboek inzake financiële diensten en verzekeringen voor particulieren.

ACTIEPLAN VOOR EUROPESE KAPITAALMARKTUNIE

De Europese Commissie heeft recentelijk een actieplan opgesteld voor de verdere eenwording van kapitaalmarkten binnen de EU. Hierin staan maatregelen die de Europese Commissie wil nemen om een zogeheten kapitaalmarktunie te bewerkstelligen. Een aantal van deze maatregelen richt zich specifiek op de particuliere belegger en is daarom voor European Investors van groot belang.

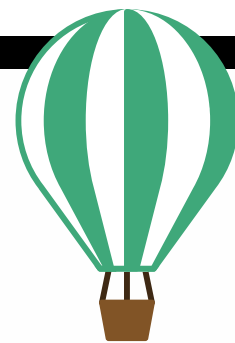
Zo wil de Europese Commissie de informatievoorziening omtrent beleggingsproducten en -diensten verbeteren. De belegger dient op eenvoudige wijze producten en diensten te kunnen vergelijken. Daarnaast vindt de Europese Commissie dat de

kwaliteit van beleggingsdienstverlening te wensen overlaat. Vaak zijn adviseurs niet onafhankelijk en brengen zij te hoge kosten in rekening. Tot slot wil de Europese Commissie concurrentie binnen de EU bevorderen, met als resultaat lagere kosten, betere kwaliteit en meer keuze voor de belegger. Beleggers ondervinden nu nog veel obstakels wanneer zij willen beleggen in producten in een andere lidstaat of daar beleggingsdiensten willen afnemen. Omtrent dit laatste wordt het een en ander uitgewerkt in het Groenboek inzake financiële diensten en verzekeringen voor particulieren dat binnenkort wordt gepubliceerd.

JURIDISCHE ACTIES

Naast de beïnvloeding van beleid en toezicht, vormen juridische acties namens beleggers een essentieel onderdeel van de belangenbehartiging van deze beleggers. De VEB komt in actie wanneer beleggers het slachtoffer zijn geworden van misleiding en andere misstanden. Hiermee heeft de VEB reeds 3,5 miljard aan compensatie voor beleggers behaald in de afgelopen tien jaar.

De beleggers die gedupeerd zijn als gevolg van deze misstanden bevinden zich vaak ook buiten Nederland. Tevens beleggen Nederlandse beleggers in toenemende mate in buitenlandse beursgenoteerde ondernemingen en andere buitenlandse beleggingen. De VEB en EFEF beogen met de nieuwe Europese beleggersvereniging Europese beleggers te verenigen in hun strijd voor rechtvaardigheid en compensatie, en door ook in andere Europese landen juridische acties te voeren zo veel mogelijk beleggers te helpen. De eerste juridische actie van European Investors dient zich aan.



European Investors is voornemens binnen afzienbare tijd een juridische actie te beginnen in Duitsland met betrekking tot het verlies dat beleggers hebben geleden op hun beleggingen in Volkswagen-aandelen als gevolg van de manipulatie van milieutesten. Met de actie die de VEB zelf tegen Volkswagen is begonnen in Nederland kan immers alleen compensatie worden verkregen voor beleggers die hun Volkswagen-aandelen hebben aangekocht via een Nederlandse effectenrekening. Het merendeel van de gedupeerde beleggers bevindt zich in Duitsland. Informatie over de acties van European Investors is te vinden op haar website (www.europeaninvestors.eu).

EUROPA-BREDE SCHIKKINGEN

De VEB maakt bij haar juridische acties ook gebruik van de zogeheten WCAM-procedure. WCAM staat voor Wet Collectieve Actie Massaschade, een unieke regeling die andere Europese landen niet kennen. Door gebruik te maken van de WCAM, kan de VEB namens haar

achterban collectieve schikkingen treffen met wederpartijen.

In de Converium-zaak heeft de Nederlandse rechter een historische uitspraak gedaan die de VEB de mogelijkheid biedt om via de WCAM ook voor niet in Nederland woonachtige beleggers resultaten te boeken. De rechter verklaarde een schikking waarbij de schadeveroorzakers geen Nederlandse partijen zijn (Converium is een Zwitsers bedrijf) en ook slechts een klein percentage van de gedupeerden in Nederland woont, bindend voor alle beleggers in Europa. De internationale vereniging zonder winstoogmerk European Investors biedt voortaan een platform om deze beleggers samen te brengen.

GRATIS LIDMAATSCHAP

European Investors vormt een Europese aanvulling op alles wat de VEB voor of namens u doet. De VEB biedt al haar bestaande leden die niet woonachtig zijn in Nederland een gratis lidmaatschap aan. Deze aanbieding geldt tot 1 juni 2016. Indien u interesse hebt in een lidmaatschap, verzoeken wij u naar de website van de VEB te gaan (www.veb.net/europeaninvestors). Daar kunt u zich, door uw VEB-lidnummer in te voeren, kosteloos aanmelden. Tevens nodigen wij u uit een bezoek te brengen aan de website van European Investors (www.europeaninvestors.eu).

DE EERSTE
JURIDISCHE ACTIE
VAN EUROPEAN
INVESTORS
DIENT ZICH AAN:
VOLKSWAGEN



DE GELAARSD E KAT

door Paul
Coenen

Geïnspireerd door het zestiende-eeuwse sprookje schreef de Rotterdamse strafjurist jonkheer Van Vierssen Trip in 1924 zijn ironische novelle *De gelaarsde kat; de vertelling van een merkwaardige strafzaak*. Het verhaalt over een substituut-officier van justitie in het arrondissement Carabas die zijn handen vol heeft aan het tot leven wekken van geseponeerde strafzaken. Als hij in een verloren uur zijn dochter het sprookje van *De gelaarsde kat* voorleest, verneemt hij van het bedrog door een molenaarszoon. Door 'listige kunstgrepen' en een 'valse hoedanigheid' weet de molenaarszoon zich in de kleren van de koning te presenteren als de markies van Carabas. De molenaarszoon wordt bij deze daden geholpen door de molenkat, een kat in laarzen met een voornaam voorkomen. Onze substituut-officier besluit de vervolging ter hand te nemen.

Het zich ontdoen van zijn kledij teneinde een andere hoedanigheid aan te nemen doet denken aan het gedraai van Hunter Douglas, de Luxaflex-fabrikant, tien jaar geleden. Hunter Douglas besloot toen tot emissie van cumulatief preferente aandelen aan een bevriende dochter van ING. Het belang van grootaandeelhouder Ralph Sonnenberg daalde daarmee van 78 naar 22 procent. Op die wijze kon Sonnenberg een tenderbod doen op alle nog uitstaande gewone aandelen met een prijsdrukkend effect zonder het gevaar tegen een verplicht openbaar bod aan te lopen. Beleggers werden op die wijze tegen elkaar uitgespeeld omdat zij geen vaste biedprijs kregen en zelf hun verkoopprijs moesten bepalen. Vervolgens werd de emissie weer ongedaan gemaakt. Inmiddels bezit de familie Sonnenberg ruim 99 procent van de preferente en ruim 81 procent van de gewone aandelen. De notering bleef in stand. De minderheid werd op die wijze deels en effectief van haar belang ontdaan. Een sluw plan dat werd gebillijkt door de AFM en het College van Beroep voor het Bedrijfsleven. Dat het tenderbod geen instrument is voor de verdere uitbouw van een meerderheidsbelang is aan de toezichthouder en de beroepsinstantie destijds volledig voorbijgegaan.

De resterende aandelen Hunter Douglas zijn bij de huidige marktkapitalisatie nog zo'n 263 miljoen euro waard. Met een overnamepremie is dat een fors bedrag. Zelfs voor Sonnenberg. De meerwaarde van een *delisting* is voor Sonnenberg gering. De notering biedt hem toegang tot snelle financiering, snelle verkoop en een fraaie reputatie, ook in de Quote-500. De moraal: let als particuliere belegger bij beursgenoteerde familieondernemingen goed op waar u aan begint. Het stuur zou u gedurende het ritje weleens uit handen kunnen worden genomen.

En de molenaarszoon? Die had enkel eerzame bedoelingen. Daarmee sneuvelde – net als bij Hunter Douglas – de strafzaak en de vervolging. Hij huwde, geholpen door zijn voornaam voorkomen en de kat, de koningsdochter. Ze leefden nog lang en gelukkig.



VAN LANSCHOT:

MEER FOCUS, BETERE WINST- GEVENDHEID?

Het aandeel Van Lanschot is de laatste vijf jaar een achterblijver en daar zijn verklaringen voor. Is de bank, die zich onder de vorige topman Floris Deckers nog positioneerde als kleine grootbank, daarmee nu een interessante *mean reversion*-kandidaat? Een tegendraadse kijk op een bank in transitie.

Van Lanschot heeft drie kernactiviteiten: private banking met het online platform EVI als groeibriljant, asset management (Kempen capital management) en merchant banking (Kempen corporate finance, Kempens securities). Van deze drie is private banking met ongeveer 50 procent van de jaarlijkse

inkomsten de grootste activiteit. Corporate banking is de vierde bedrijfsactiviteit en wordt als niet-kernactiviteit geleidelijk afgebouwd.

Van Lanschot behaalde in 2014 een nettowinst uit gewone bedrijfsuitoefening van 54,2 miljoen euro en een rendement op eigen vermogen van 4 procent. De nettowinst over 2014 is negatief beïnvloed door een post bijzondere waardeverminderingen van 95,5 miljoen euro, iets minder dan de 109,7 miljoen euro over 2013. De balans is sterk met een zogenoemde *fully loaded* core equity tier 1 balansratio van 14,8 procent (per 30 september 2015). De bank voldoet al aan de Basel-3 kapitaal- en liquiditeitsregelgeving die in 2018 ingaat.

Dat het aandeel de laatste jaren achterbleef, heeft te maken met de stagnerende economie in Europa en meer specifiek Nederland. Door het zwakke economische klimaat in de periode 2008-2014 is de jaarlijkse toevoeging aan de stroppenpot van enkele basispunten van de gemiddelde risico-gewogen bankactiva na 2007 sterk toegenomen. Dit heeft de winstgevendheid verlaagd en zorgde er onder meer voor dat het dividend in 2009 en 2012 moest worden gepasseerd. De dividendbetaling is nu weer hervat.

Maar er zijn meer redenen voor het achterblijven van de beurskoers. Zo heeft in 2013 een bestuurswisseling plaatsgehad waarbij Floris Deckers is vervangen door Karl Guha, voorheen chief risk officer bij het Italiaanse Unicredit. Guha heeft het leningenboek grondig doorgespit en maakt schoon schip. Lokale en Europese toezichthouders pleiten voor strengere kapitaaleisen en er heerst onduidelijkheid over 'Basel-4', de regelgeving die gevolgen zou kunnen hebben voor de risicoweging van de Nederlandse hypotheek bij de berekening van de risico-gewogen activa.

STRUCTURELE OVERHANG

Wat de beurskoers ook niet hielp zijn de geringe interesse van analisten voor het aandeel en de beperkte verhandelbaarheid. Een groot deel van het aandelenkapitaal is in vaste handen. Delta Lloyd heeft een belang van 30 procent en Rabobank is sinds de acquisitie van Friesland Bank grootaandeelhouder met 12 procent. De vrije verhandelbaarheid (*free float*) is slechts 23 procent en dat zorgt voor een zogenoemde structurele 'overhang' en dus een discount. Geef orders daarom altijd een koerslimiet mee.

Een katalysator voor een betere beursprestatie zou het behalen van de bedrijfsdoelen zoals geformuleerd door Guha in 2013 kunnen zijn. Guha zette voor 2017 in op een

nog gezondere balans en een rendement op het eigen vermogen van 10 tot 12 procent. Dit kan Van Lanschot onder andere bereiken door het balanstotaal te minderen en de bedrijfskosten structureel te verlagen. Het leningentotaal is al verkleind van 12,5 miljard euro ultimo 2013 naar 10,4 miljard euro halverwege 2015. Ook moeten op termijn de IT-kosten, die nu ongeveer 60 miljoen euro per jaar bedragen, omlaag door standaardisatie aan de voorkant van de bank.

Het verbeterende economische klimaat in Nederland zal helpen de jaarlijkse toevoegingen aan de pot voorzieningen voor slechte leningen te verlagen. Deze trend is zichtbaar in de resultaten van ABN Amro en andere Nederlandse grootbanken. Ook kan het blijvend volatiele, maar naar verwachting betere beursklimaat de kernactiviteiten ondersteunen. De succesvolle ontmanteling van de niet-kernactiviteit corporate banking kan een positieve katalysator zijn evenals een verhoging van het dividend en, minder waarschijnlijk, een vermindering van het aantal kernactiviteiten. Tot slot kan minder onzekerheid omtrent toezichthouders positief uitwerken.

KOERSDOEL: 31 EURO

Van Lanschot heeft een beurswaarde van ongeveer 900 miljoen

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.

euro en is niet duur. Met een koers van 22 euro staat het aandeel bijna 30 procent onder de boekwaarde van het eigen vermogen (31,11 euro per eind 2014). De dividenduitkering van 40 cent per aandeel (over 2014) levert een bescheiden dividendrendement op van 1,8 procent.

Waar kan de koers naartoe? Theoretisch zou het aandeel rond boekwaarde moeten noteren indien de winstgevendheid van het toevertrouwde eigen vermogen gelijk zou zijn aan het door de eigenvermogensverschaffers geëiste rendement. Voor Van Lanschot is dat echter nog niet het geval. De bank behaalde over de eerste zes maanden van 2015 een rendement op het eigen vermogen van 5,7 procent. Ter vergelijking: ING handelt wel rond boekwaarde en maakt tegenwoordig de vermogenskostenvoet weer meer dan goed. Hetzelfde geldt voor beursnieuweling ABN Amro.

Alleen al *mean reversion* (terug keer naar het gemiddelde, red.) van de bedragen die jaarlijks aan de stoppenpot voor slechte leningen moeten worden toegevoegd, zou

betekenen dat het doelrendement voor 2017 ter grootte van 10 tot 12 procent voor Van Lanschot binnen handbereik ligt. Niet alleen de verbeterde economische situatie in Nederland kan hieraan bijdragen, ook de verkorte balans met een lager risicoprofiel zijn een steun in de rug. In dat geval mag het aandeel rond de boekwaarde noteren. In de periode 2005-2007 werd een gemiddeld rendement op het eigen vermogen gerealiseerd van bijna 17 procent, dus onhaalbaar is het niet.

Onder het credo '*Focus, Simplify and Grow*' wordt het bedrijf door een transitieperiode geloodst naar een *wealth manager* met een betere winstkwaliteit. Pure *wealth managers* worden doorgaans beloond met hogere beurswaarderingen dan de meer traditionele bankbedrijven. Dit als gevolg van een betere winstkwaliteit en hogere rendementen op het eigen vermogen. Zo handelt bijvoorbeeld het Zwitserse Julius Baer boven boekwaarde.

Van Lanschot is een aandeel dat past in een klassiek *mean reversion*-patroon en is een prima aanvulling op een goed gespreide aandelenportefeuille met bovengemiddeld kansrijke achterblijvers. Als '*Focus, Simplify and Grow*' met succes kan worden afgerond, is de boekwaarde een realistisch koersdoel.

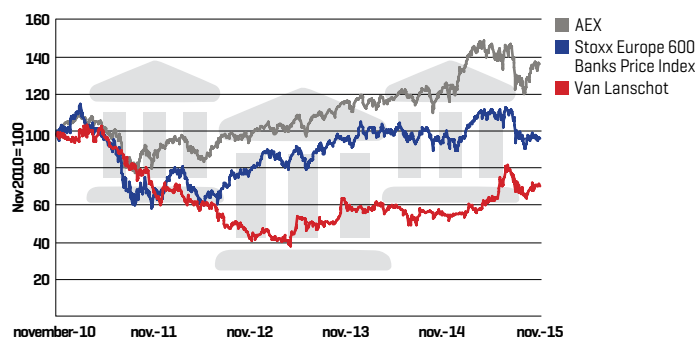


HANS VAN DE WEG

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 twintigjarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit aandelen Van Lanschot.

VAN LANSCHOT VERSUS BANKENSECTOR EN AEX

Van Lanschot bleef de afgelopen vijf jaar sterk achter bij de Nederlandse beurs én bij de Europese bankensector



Bron: Bloomberg.

BELEGGEN IN STENEN VAN

ONVERKOOPBARE HUIZEN

Samen een huis kopen biedt zich aan als een veilig alternatief voor een spaarrekening. Met dit initiatief kan een belegger in een stukje van een lastig te verkopen huis investeren. De stevige kosten en navenante risico's maken het rendement van 4 procent mager.

Direct in vastgoed beleggen is niet voor iedereen weggelegd. Niet alleen vergt de aanschaf en exploitatie van vastgoed de nodige expertise, ook is er veel geld voor nodig.

Het platform Samen Een Huis Kopen (SEHK) zegt dat het beleggen in huurwoningen toegankelijker wil maken. Beleggers kunnen samen met andere beleggers een woning kopen en rendement boeken door huurpenningen op te strijken. Beleggers krijgen een rendement voorgespiegeld van 4 procent per jaar. Dat is een "hoger rendement dan een spaarrekening", zo laat SEHK optekenen. Maar gaat het hier ook om "een steengoede investering", zoals de aanbieder op de website meldt?

APPARTEMENT IN SCHIEDAM

Wij melden ons aan op het platform. Het valt meteen op dat het

aanbod van woningen zeer beperkt is. Het platform biedt tien panden aan, die zich niet bepaald op A-locaties bevinden. Alle op dit moment aangeboden woningen zijn bijna vijf jaar verhuurd via de zogeheten leegstandwet, zo blijkt uit informatie van de aanbieder. Het gaat dus om woningen die moeilijk verkoopbaar blijken.

We klikken op een "modern en luxe uitgevoerd 3-kamerappartement" van 75 vierkante meter aan de rand van Schiedam. Het

ALLE OP DIT MOMENT AANGEBODEN WONINGEN ZIJN BIJNA VIJF JAAR VERHUURD VIA DE ZOGEHETEN LEEGSTANDWET, ZO BLIJKT UIT INFORMATIE VAN DE AANBIEDER





appartement is al verhuurd en de bewoner heeft aangegeven te willen blijven zitten nadat de woning in partjes is verdeeld.

De totale investering in deze woning bedraagt iets meer dan 142 duizend euro. Het bedrag is opgesplitst in 26 certificaten van elk circa 5500 euro. Er is vooralsnog één certificaat verkocht (peildatum 18 november).

Het investeringsbedrag zal overgemaakt worden op de rekening van de beheerder, die de woning zelf even daarvoor al voor 120 duizend euro heeft gekocht, zo blijkt uit het prospectus. De ruim 22 duizend euro boven de aankoopwaarde wordt onder andere gebruikt om de overdrachtsbelasting, notaris-kosten en een courtage voor SEHK te betalen. Deze courtage bedraagt 7495 euro, ruim 5 procent van de totale investering. Dit is de maximale vergoeding die de aanbieder volgens het informatiememorandum in rekening mag brengen.

Het rendement moet komen uit het verhuurtarief van 805 euro per maand. Hier blijft netto 474,50 euro van over vanwege stevige kosten. Hieronder valt ook een maandelijkse beheervergoeding van krap 90 euro die gedeeltelijk terugvloeit naar SEHK.

Beleggers die direct in huurwoningen willen beleggen en in zee gaan met SEHK geven veel rompslomp uit handen. Hier staat tegenover dat een flink deel van het rendement weglekt als gevolg van stevige kosten. Bij de andere aangeboden huizen bedraagt de courtage ook circa 7500 euro – in de meeste gevallen meer dan 5 procent van de inleg – en er gaat iedere maand zo tussen de 11 en 20 procent van de huurinkomsten op aan een beheervergoeding.

RISICO'S

"Het slimme alternatief voor sparen", zo kopt de website van de

**HET RENDEMENT
MOET KOMEN UIT
HET VERHUUR-
TARIEF VAN 805
EURO PER MAAND.
HIER BLIJFT NETTO
474,50 EURO VAN
OVER VANWEGE
STEVIGE KOSTEN**

SEHK. "Hoeveel rente krijgt u van uw bank? Uw spaargeld verdient een hoger rendement. Bij Samen Een Huis Kopen ontvangt u maar liefst vanaf 4 procent." De indruk wordt gewekt dat beleggen in huurwoningen een vergelijkbaar risicoprofiel heeft als een spaarrekening. Dat is niet waar.

"Het maximale verlies dat een belegger kan lijden, is zijn inlegbedrag inclusief de kosten bij aanschaf van de certificaten", zo blijkt uit de risicoparagraaf in het informatiememorandum. Toegegeven, doordat niet met schulden wordt gewerkt, is de kans dat de hele inleg verdwijnt gering (het huis zal dan nul euro waard moeten worden).

Dat neemt niet weg dat leegstand of nalatige huurders, onvoor-zien onderhoud of schade en waardedalingen van de woning voor rendementen kunnen zorgen die ook fors onder de nul procent liggen.

SEHK legt een reservepotje aan om ook bij tegenvallers nog drie maanden rendement uit te kunnen blijven keren, maar het is de vraag hoe hard deze garantie is. Ook moeten beleggers zich re-

aliseren dat zij zelf deze verzekeringspremie betalen. Zo wordt bij het Schiedamse appartement ruim 6 duizend euro van de investering ingehouden om te storten in het reservepotje.

LANGE TERMIJN

Beleggen in vastgoed is over het algemeen een langetermijnverhaal, ook bij SEHK. In principe wordt het vastgoed voor onbepaalde tijd aangehouden. Er zijn slechts twee uitzonderingsgevallen. Ten eerste kan de beheerder, waar SEHK enig bestuurder van is, tot verkoop overgaan als het voorziet dat huurinkomsten zullen tegenvallen. Ten tweede zal er (automatisch) verkocht worden als minstens driekwart van alle certificaten gedurende dertig dagen op het platform te koop worden aangeboden.

Het lijkt aannemelijk dat certificaathouders in een dergelijk scenario niet op de hoofdprijs hoeven te rekenen. Certificaathouders hebben geen enkele stem in het besluit tot verkoop. Ook als zij bijvoorbeeld de verkoopprijs te laag vinden, zullen zij afstand moeten doen van hun stukken bij een verkoop. Individuele beleggers hebben geen enkele zeggenschap over hun investering.

Beleggers kunnen hun certificaten wel verkopen aan andere beleggers die actief zijn op het platform van SEHK tegen een provisie van 0,4 procent van de transactiewaarde. Gezien de beperkte omvang van deze groep beleggers is het echter de vraag of er voldoende handel zal zijn om van de stukken af te komen.

EINDOORDEEL

SEHK biedt een rendement van 4 procent. Dat lijkt onvoldoende om een belegger te compenseren voor de risico's die worden gelopen. De belegging valt buiten het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.



Beeld: cjmacer / Shutterstock.com

Wat we kunnen leren VAN DENEMARKEN

Goede sociale voorzieningen, een gelukkige bevolking en tegelijkertijd economische voorspoed is waar Denemarken om bekendstaat. Wat is het geheim van Denemarken?

De Democratische senator Bernie Sanders, die momenteel een gooi doet naar het Amerikaanse presidentschap, stelde tijdens een televisiedebat dat Denemarken een land is waar Amerika van kan leren.

Nog geen week later kreeg Sanders bijval van Nobelprijswinnaar Paul Krugman. In zijn column voor The New York Times gaf de topeconoom zijn visie op het Deense model. Krugman wijst op de universele gezondheidszorg in Denemarken, het gratis hoger onderwijs, de toelages voor studenten en de gesubsidieerde kinderopvang die

**DENEMARKEN
KAN EEN
INSPIRATIEBRON
ZIJN VOOR DE VS,
MAAR OOK VOOR
NEDERLAND**



het land biedt. Om die verzorgingsstaat te handhaven, int de overheid veel belastingen. Het gaat in totaal om bijna de helft van het nationaal inkomen. Toch is Denemarken een welvarend land.

Denemarken kent een combinatie van goede sociale voorzieningen, hoge belastingen en economische voorspoed die volgens Krugman bewijst dat een grote overheid en voorspoed goed samengaan. Daar voegt de econoom nog aan toe dat de Denen tevreden door het leven gaan.

VERDEDIGING

Hoe overtuigend het praktijkvoor-

beeld van Krugman ook klinkt, het lukt hem niet om iedereen het zwijgen op te leggen. Zo stelt historicus Thomas Woods dat de gunstige economische ontwikkeling in Denemarken juist te danken is aan het bedrijfsleven, niet aan de omvang van de overheid. De Amerikaan wijst daarvoor op de jaarlijkse ranglijst van de Wereldbank.

Ieder jaar brengt het instituut per land in kaart hoe eenvoudig het is voor bedrijven om zaken te doen. Factoren als hoe gemakkelijk het is om een bedrijf te starten, vergunningen te verkrijgen, toegang te krijgen tot elektriciteit en krediet, belasting te betalen en handel te drijven met het buitenland zijn bepalend voor de plaats op de ranglijst.

Op deze lijst prijkt Denemarken op de derde plaats van de 189 landen die de Wereldbank heeft gerangschikt. De Verenigde Staten staan op plaats zeven. Denemarken is dus, ondanks zijn veel grotere overheid, toch aantrekkelijker voor bedrijven dan de Verenigde Staten.

In het jaarlijkse rapport benadrukt de Wereldbank het belang van efficiënte bureaucratie en regels voor ondernemingsbestuur. Deze moeten ondernemerschap en creativiteit onder individuen faciliteren en een atmosfeer creëren die mensen in staat stelt hun volle potentie te benutten. Dat kan vervolgens de levensstandaarden verbeteren.

BELEIDSMATREGELEN

Gezien de onenigheid over de factoren die het economische succes op de lange termijn verklaren, schrijven beide kenners tegengestelde beleidsmaatregelen voor.

Paul Krugman ziet Denemarken niet als voorbeeld voor andere landen vanwege de prestaties uit het recentste verleden. Het herstel van de Deense economie sinds de wereldwijde crisis is namelijk zwak. Volgens hem is dat te wijten aan

“slecht monetair en fiscaal beleid”. De 62-jarige Amerikaan geeft aan dat Denemarken geen euro heeft, maar wel het monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) volgt. Het Noord-Europese land heeft bezuinigd, terwijl daar gezien de lage leenkosten in de markt geen aanleiding toe was.

Thomas Woods laat zich juist regelmatig uit tegen dergelijke interventies in de vrije markt. Hij wijst bijvoorbeeld op het opblazen van zeepbellen en een misallocatie van kapitaal richting bedrijven die geen economische basis (meer) hebben. Woods richt zich ook op een ander

neveneffect van publiek beleid: het ontbreken van prikkels. Daarbij kwam aan bod dat ruimhartige voorzieningen de prikkel kunnen wegnemen om te werken. Zo kan beleid dat erop gericht is om werklozen te helpen juist leiden tot langdurige werkloosheid. Paul Krugman weerspreekt dit in zijn column, maar in zijn eigen economieboek onderkent hij het bestaan van dit fenomeen wel.

GELUKKIGE BEVOLKING

Mocht overheidsbeleid niet de verklaring zijn voor de welvaartsontwikkeling in Denemarken, dan kan deze mogelijk wel het geluk van de bevolking verklaren.

Ook hierbij plaatst Woods een kanttekening. Als het aankomt op dit soort voordelen is steeds opnieuw stimulering nodig voor dezelfde geluksfactor. Krijg je bijvoorbeeld een mooie auto, dan levert dat weliswaar een dosis vreugde op, maar op termijn wordt dat onderdeel van de verwachtingen in je leven en neemt het gelukseffect af. Dat gebeurt ook met de verzorgingsstaat. Deze wordt dan onderdeel van de verwachting onder de bevolking.

LESSEN VOOR NEDERLAND

Hoewel de meningen over het Deense groeimodel verdeeld zijn, blijft het een feit dat Denemarken hoge ogen gooit op terreinen als productiviteit, geluk en het bedrijfsklimaat. Hoe scoort Nederland op deze statistieken?

Net als Denemarken scoort Nederland in vergelijking tot andere landen goed op de geluksindex en de arbeidsproductiviteit. Maar als het gaat om het gemak van zakendoen, valt Nederland uit de toon.

In de ranglijst van de Wereldbank moet Nederland genoegen nemen met plaats 28, net boven Slowakije, maar onder Frankrijk.

DENEMARKEN STAAT IN DE TOP 3 VAN GELUKKIGSTE LANDEN EN IN DE TOP 3 VAN MEEST BEDRIJFSVRIENDELIJKE



Zo moeten ondernemers in Nederland rekening houden met fors meer procedures, kosten en tijd om bouwvergunningen te krijgen, meer kosten en procedures om bijvoorbeeld land en gebouwen te registreren en duurt het langer om dispuuten in rechte op te lossen.

Ook uit de jaarlijkse concurrentieranglijst van de Zwitserse Denktank The World Economic Forum blijken dat er verbeterpunten voor Nederland zijn. Denemarken scoort beter op de flexibiliteit op de arbeidsmarkt en macro-economische factoren als inflatie en staatsschuld.

Zo is Denemarken niet alleen voor de Verenigde Staten, maar ook voor Nederland een inspiratiebron.

Het Scandinavische land staat weliswaar vooral bekend om zijn uitgebreide verzorgingsapparaat, het is vooral het Deense bedrijfsklimaat waar we wat van kunnen leren. Want daarin blinkt Denemarken pas echt uit.



De grote VEB

KERSTPUZZEL

Door de letters in te vullen vindt u een woord. Dat is de oplossing die u kunt insturen naar effect@veb.net, o.v.v. 'puzzel Effect 12'. Vermeld uw naam en adres, onder de goede inzenders worden drie exemplaren verloot van het jaarboek Beleggen kun je zelf, Tips & Tricks 2016.

HORIZONTAAL

- 5 Oude kleur van ING Bank
- 8 Hou dat erbij als je een order inlegt
- 11 TKH zou dit bedrijf wel willen inlijven
- 12 Gewichtige munt
- 13 Van Vestia en Arcelor
- 14 Markten komen daar meestal wel weer in uit
- 16 Plant
- 18 Destillateur, kwam in 2015 naar het Damrak
- 22 Uitzendbureau
- 23 Kan volgens sommige analisten naar 20 dollar

- 25 Overgenomen ingenieursbureau
- 26 Of een rivier
- 30 Perfect streven
- 31 Vreemde winkelketen
- 33 Hier werkt Corné van Zeijl
- 34 Keerde op 20 november terug op het Damrak
- 37 Ticker van Electronic Arts
- 39 Shirtsponsor van Heracles
- 40 Ministerie van olie
- 41 Nieuwe naam voor Google
- 42 Nemen het werk uit handen
- 45 Topman
- 46 Overgenomen papierproducent
- 49 Vogel
- 50 Dat probeer je te vermijden met beleggen
- 53 Overgenomen pakketbezorger
- 55 Wat Kas Bank doet
- 56 Misschien wel het moeilijkste bij beleggen
- 57 Gevaarlijk beest

- 58 Dan krijg je het niet meer
- 59 Van fortuin
- 60 Nieuwe kleur van ING Bank
- 61 Optieketen, kwam in 2015 naar het Damrak

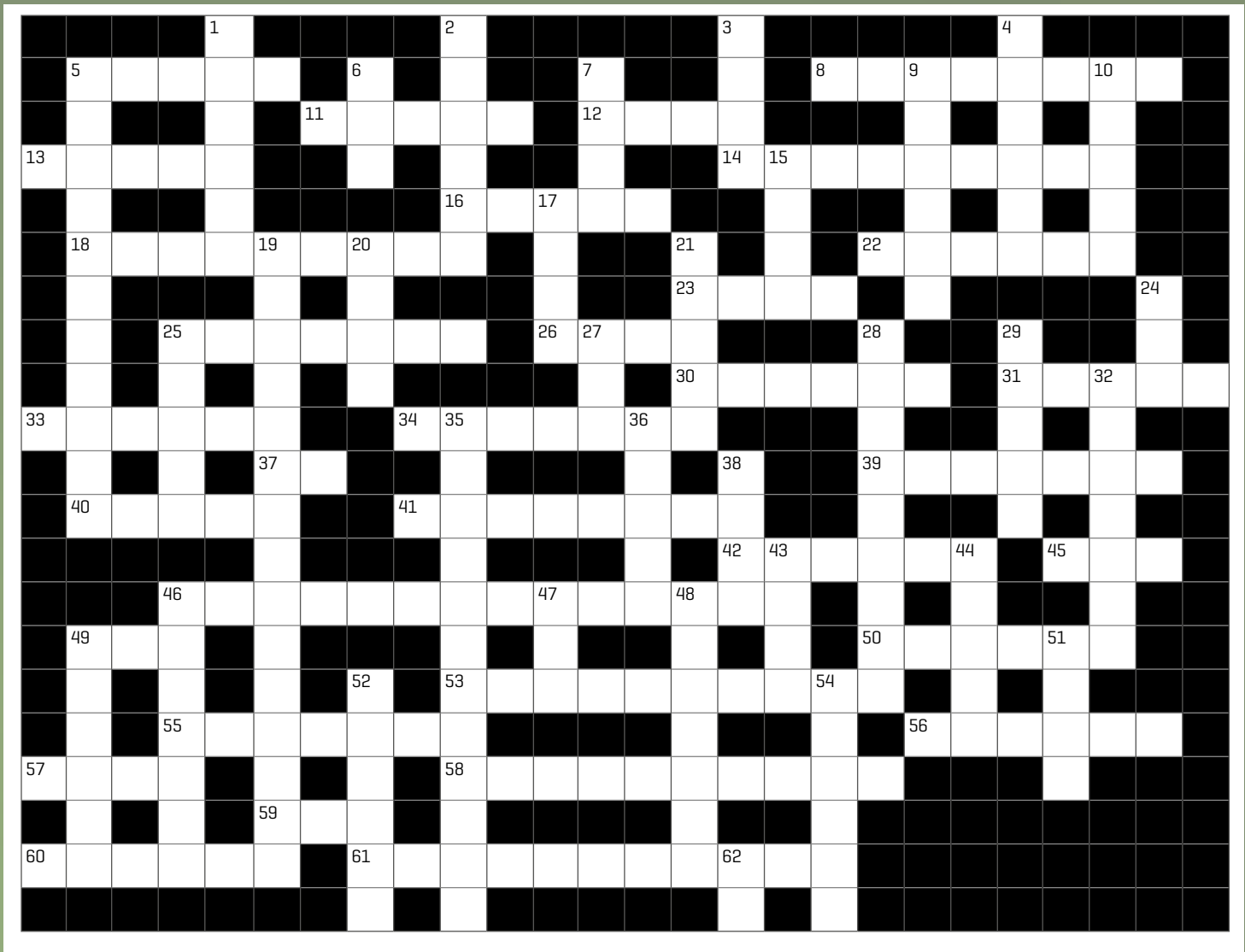
VERTICAAL

- 1 Waar Tom Dumoulin zo goed reed in 2015
- 2 Snelle trein
- 3 Groen mineraal
- 4 Achtbaan in Duinrell
- 5 Knelpunten
- 6 Stond in 2000 even boven 700
- 7 Maakt zich druk om 23 horizontaal
- 9 Stad in New Jersey
- 10 Die wil je met Monopoly
- 15 Daar begon het mee, bij Caesar
- 17 Contingent Convertible
- 19 Woord van het jaar
- 20 Normalverbraucher

- 21 Overgenomen vastgoedbedrijf
- 24 Succesproduct van Amgen
- 25 Schmink
- 27 Overnamekandidaat uit Heerlen
- 28 Daar koop je op
- 29 Precies overgenomen in 2015
- 32 Overgenomen visvoerproducent
- 35 Overgenomen bouwbedrijf
- 36 Opstandig type
- 38 Het Franse bestaan
- 43 Anagram van 26 horizontaal
- 44 Japans hapje
- 46 Zo heet CSM tegenwoordig
- 47 Tekort
- 48 Oude muntjes van 10 cent
- 49 Markt
- 51 Geïntegreerde schakeling
- 52 Warren Buffett doet dit in zijn vrije tijd
- 54 Lekker
- 62 Kalifaat

WIN!





27	30	1	62	48	24	11	48	15	38	50	10	20	25	30	32	47
----	----	---	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----



GEZONDE BELEGGINGEN

De gezondheidszorg is een belangrijke economische sector. Vooral in het rijke Westen, waar de sector in veel landen goed is voor meer dan 10 procent van het bruto nationaal product. Ziekenhuizen, farmaceutische bedrijven en producenten van medische apparatuur vormen ook op de beurs een sector die in een goed gespreide portefeuille niet mag ontbreken.

In de AEX was de gezondheidszorg lange tijd sterk ondervertegenwoordigd, maar nu Philips zich transformeert tot specialist in gezondheidszorg en persoonlijke verzorging wordt dat anders. Grote farmaceuten zijn er niet op het Damrak, maar deze sector heeft in andere belangrijke beursindices een flink gewicht. In de Amerikaanse Dow Jones zitten er maar liefst drie: Johnson & Johnson, Merck en Pfizer. Op dertig componenten is dat best veel. En dan zit ook zorgverzekeraar UnitedHealth Group nog in de index, en industrieconglomeraat General Electric, dat ook een grote divisie medische apparatuur heeft en daarmee een van de belangrijkste concurrenten is van het nieuwe Philips.

Aandelen in de farmaciesector gingen rond de eeuwwisseling voor dertig keer de winst over de toonbank. Nu is de koers-winstverhouding in veel gevallen nog niet de helft daarvan. De sector is uit de gratie bij beleggers en dat biedt

altijd kansen. De lagere waarderingen hebben te maken met het feit dat patenten aflopen van succesmedicijnen waar sommige farmaceuten zwaar op leunden. Hoge kosten voor het ontwikkelen van nieuwe medicijnen en de concurrentie van goedkope, nagemaakte medicijnen na het aflopen van de patenten drukten de vooruitzichten. Maar ook met de bulkproductie van medicijnen voor een lage prijs is goed geld te verdienen.

**DE WAARDERING
VAN AANDELEN
IN DE FARMACIE-
SECTOR IS
SINDS DE
EEUWWISSELING
GEHALVEERD**

PFIZER EN ALLERGAN SAMEN VERDER

Het Amerikaanse Pfizer behaalt meer dan de helft van de omzet buiten de Verenigde Staten. Bekende medicijnen van Pfizer zijn Lipitor (gebruikt bij hoog cholesterol), ontstekingsremmer Celebrex, erectiepijl Viagra, Xanax (bij angststoornissen) en het antidepressivum Zoloft. Het bedrijf geeft aan onderzoek naar en ontwikkeling van nieuwe medicijnen zo'n 7 miljard dollar per jaar uit.

Pfizer wil fuseren met medicijnmaker Allergan (NYSE code AGN). De combinatie vormt een van de grootste bedrijven ter wereld. Allergan is bekend van het antirimpelproduct Botox en is ook sterk in het maken van 'generieke' medicijnen, die relatief goedkoop zijn omdat er geen patenten meer rusten op de ingrediënten. Daarnaast biedt Allergan aan Pfizer de mogelijkheid om flink te besparen op de belastinguitgaven, omdat een van de twee hoofdkantoren van Allergan in Dublin (Ierland)

staat, wat belastingtechnische redenen heeft.

Het nieuwe bedrijf zal Pfizer gaan heten en krijgt een juridische hoofdzetel in Ierland om belasting te ontwijken. Het wereldwijde hoofdkantoor komt in New York. De Amerikaanse en Europese autoriteiten en de aandeelhouders moeten nog wel instemmen.

Patenten zijn belangrijk voor de winstgevendheid van farmaciebedrijven. Zodra het patent





expireert nemen generieke medicijnmakers de markt over met goedkope varianten met dezelfde werkzame stof. Pfizer heeft daar de laatste jaren relatief veel last van. Zo liep in 2011 het patent op Lipitor af. Pfizer verkocht op het hoogtepunt voor 13 miljard dollar per jaar van dit succesnummer, nu is dat nog maar 2 miljard dollar. En zo zijn er meer: het Europese patent op Viagra verliep dit jaar en de omzet zette direct een duikvlucht in.

Een samengaan met Allergan kan compensatie bieden voor de expirerende patenten en de groei van de winst per aandeel bij Pfizer omhoog helpen. Wat ook een mogelijkheid is, is dat het grote nieuwe Pfizer zich na de fusie met Allergan opsplijt in twee bedrijven: een generieke medicijnmaker en een farmaciebedrijf met een sterke onderzoeksafdeling. Dat zou ook de nodige waarde voor beleggers kunnen vrijspelen.

Analisten verwachten voor Pfizer nu een winst per aandeel van 2,40 dollar in 2016, waarmee het aandeel 13,1 keer de winst doet. Met een dividendrendement van 3,6 procent is het aandeel niet duur.

Als we dat vergelijken met andere grote farmaciebedrijven, is Pfizer relatief goedkoop. De koers-winstverhoudingen (op basis van de winsttaxaties voor 2016) liggen rond de 14, het dividendrendement ligt vaak rond 3 procent. De

DE FUSIE TUSSEN PFIZER EN ALLERGAN ZOU KUNNEN UITMONDEN IN EEN SPLITSING LANGS ANDERE LIJNEN

verwachte groeivoet voor de farmaciesector is zo'n 5 procent.

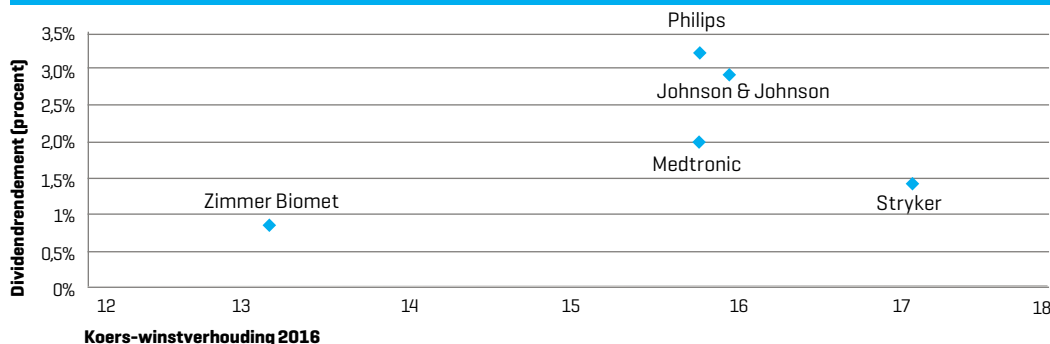
JOHNSON & JOHNSON: MEER DAN FARMACEUT

Het Amerikaanse Johnson & Johnson is eigenlijk een 'farmaceut-plus'. Dit bedrijf maakt behalve medicijnen net als Philips ook consumentenproducten die te maken hebben met de gezondheid en persoonlijke verzorging. Bekende merken zijn: Band-Aid en Compeed (pleisters), Listerine (mondwater), Acuvue (contactlenzen), Natusan (babyverzorging) en O.B. (tampons). Driekwart van de omzet bestaat uit farmaceutische producten en medische hulpmiddelen.

Johnson & Johnson is een beetje een saai bedrijf, maar heeft een uitstekend management, dat het rendement op het eigen vermogen al jaren boven de 25 procent weet te houden. De balans is ijzersterk. Johnson & Johnson is een ware dividendkampioen. Het dividend is in de afgelopen vijftig jaar ieder jaar verhoogd en bedraagt nu 3 dollar per aandeel.

Het management van Johnson & Johnson heeft een goede neus voor overnames waarmee het zijn productlijn aanvult. Daarbij werd ook in Nederland gewinkeld, zoals in 2010 toen Crucell werd gekocht. Eerder legde Johnson & Johnson al een miljard dollar op

PHILIPS BESTE DIVIDENDBETALER IN NIEUWE 'PEERGROUP'



tafel voor een belang in biotechnologiebedrijf Elan.

Johnson & Johnson heeft momenteel aanzienlijk minder last van aflopende patenten dan Pfizer. Ook voor de komende jaren staan geen grote expiraties van patenten op de rol. Daar komt bij dat er een groot aantal medicijnen 'in de pijplijn' zit. Omdat een steeds groter deel daarvan uit de biotechnologie afkomstig is, zullen deze medicijnen moeilijker na te maken zijn door generieke medicijnmakers dan synthetische middelen. Een voorbeeld is het medicijn Xarelto, een bloedverdunner die samen met Bayer werd ontwikkeld.

De organische groei van de farmaceutiek van het bedrijf zal de komende jaren 6 à 7 procent bedragen, waarbij met name Xarelto, diabetesmedicijn Invokana en kankermedicijn Imbruvica de kar zullen trekken. De divisie consumentenproducten kan wat last hebben van de sterke dollar, maar dividendkampioen Johnson & Johnson is op 16 keer de winst voor 2016 en met een dividendrendement van 2,9 procent niet te duur.

MEDTRONIC LAAT AL ENIGE TIJD EEN OMZETGROEI ZIEN DIE RUIM BOVEN HET GEMIDDELDE VAN DE SECTOR LIGT

HET NIEUWE PHILIPS

De gloeilamp is al jaren in de ban en na de verkoop van de lichtdivisie is Philips eindelijk geen conglomeraat meer. Philips gaat verder met de divisie Healthcare en met de consumentenproducten die te maken hebben met persoonlijke gezondheid en welbevinden. Het nieuwe Philips richt zich dus volledig op gezondheidszorg. Het bedrijf krijgt met nieuwe concurrenten te maken, en voor beleggers is het de vraag met welke bedrijven het aandeel Philips in de toekomst het best kan worden vergeleken.

Vroeger werd Philips vergeleken met Sony, Nokia of Hitachi, tegenwoordig is de PHLX Medical Device Sector-index een betere benchmark. Deze bestaat uit bedrijven die voornamelijk actief zijn in de gezondheidszorg. Voorbeelden zijn: Medtronic, dat onder meer pacemakers maakt en het grootste bedrijf wereldwijd is in medische technologie, Stryker (implantaten, medische apparatuur) en Zimmer Biomet Holdings (spalken, protheses). Die bedrijven hebben een aanzienlijk hogere waardering dan Philips, met name als je de beurswaarde afzet tegen de omzet.

Medtronic laat al enige tijd een omzetgroei zien die ruim boven het gemiddelde van de sector ligt. In het afgelopen kwartaal – dat eind oktober eindigde – bedroeg de omzetgroei maar liefst 70 procent. Dit heeft zich nog niet geuit in een verbetering van de winst, maar dat lijkt een kwestie van tijd. Het aandeel heeft het de laatste maanden beter gedaan dan de markt, maar is volgens de Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs niet duur; de bank zette Medtronic daarom in november op haar Ameri-



VERSCHILLENDE BEDRIJVEN DIE ACTIEF ZIJN IN DE SECTOR GEZONDHEIDSZORG

	koers	K/W	P/B	P/S	Div%	opmerkingen	ticker
Allergan	\$302	18,6	1,6	6,7	0,1%	Overnamedoel Pfizer	AGN
General Electric	€ 31	20,1	2,8	2,4	3,0%	Industrieconglomeraat	GE
Johnson & Johnson	\$103	16,0	4,0	3,9	2,9%	Farmaceut-plus	JNJ
Medtronic	\$77	15,8	2,1	3,6	2,0%	Wereldmarktleider in medische apparatuur	MDT
Merck (Duitsland)	€ 93	16,1	2,9	2,7	1,1%	Onder naam EMD in de VS actief	MRK.F
Merck (VS)	\$54	14,4	3,3	3,7	3,3%	Mooi dividend	MRK
Pfizer	\$31	13,1	2,9	3,7	3,6%	Wil naar Ierland via Allergan	PFE
Philips	€ 25	15,8	2,0	1,0	3,2%	Interessante metamorfose	PHIA.AS
Siemens	€ 95	14,1	2,4	1,0	3,7%	Industrieconglomeraat	SIE.F
Stryker	\$96	17,2	4,3	3,4	1,4%	Medische apparatuur	SYK
Zimmer Biomet	\$103	13,1	2,1	2,8	0,9%	Sterk in implantaten en protheses	ZBH

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.
--	--	--	--	--

cas Conviction Buy List. De markten waarop het bedrijf zich beweegt verbeteren, en er komen nieuwe producten aan waarvan veel wordt verwacht. Daarnaast prees Goldman de financiële flexibiliteit van Medtronic. Overigens werd implantatenmaker Stryker van diezelfde lijst afgehaald, maar het aandeel behoudt wel de koopaanbeveling.

Zimmer Biomet Holdings (ticker ZBH) maakt net als Stryker spalken en protheses zoals kunstheupen en -knieën. Zimmer is met een jaaromzet van 7,6 miljard dollar wat kleiner dan Stryker, maar met een operationele marge van 36 procent wel



© General Electric

PHILIPS IS VERGELEKEN MET DE MEESTE BEDRIJVEN IN DE MEDICAL DEVICE SECTOR-INDEX EEN RUIMHARTIGE DIVIDENDBETALER

een stuk winstgevender. Het aandeel Zimmer kost nu ruim 13 keer de winst die voor 2016 wordt verwacht en dat is relatief goedkoop.

Concurrenten van het nieuwe Philips die niet in de Medical Device

Sector-index zitten, zijn de conglomeraten Siemens en General Electric. Deze bedrijven hebben allebei een divisie die zich bezighoudt met medische systemen, maar beide zijn toch vooral actief in infrastructuur en technologie voor energie en transport. Hoewel het allebei serieuze concurrenten voor het nieuwe Philips zijn, zijn Siemens en General Electric toch meer industrieconglomeraten. Daar hoort een wat lagere waardering bij, en het is niet fair de aandelen op één hoop te gooien met die van bedrijven die zich puur op het medische richten.

Waar wel nog een schone taak ligt voor het management zijn de vele 'incidentele' zaken die nogal eens roet in het eten gooien bij Philips. Vaak zijn het reorganisatiekosten of boetes die voor eenmalige kostenposten zorgen, of een fabriek met opstartproblemen, zoals die in Cleveland in 2014. Dit soort gebeurtenissen leidde in het verleden te vaak tot winstwaarschuwingen en dat schaadt het vertrouwen van beleggers.

De momenteel sterke dollar is ook een grote plus voor Philips. Het bedrijf behaalt ruim een kwart van de omzet in de Verenigde Staten, en de grootste opkomende markt waar Philips actief is, is China. De Chinese munt is officieus gekoppeld aan de dollar, en die loopt dus ook op.

Philips is vergeleken met de meeste bedrijven in de Medical Device Sector-index een ruimhartige dividendbetaler: 3,2 procent is het dividendrendement nu. De gemiddelde winstmarge (ebitda ten opzichte van de omzet) van Philips ligt wel lager dan het gemiddelde van die branchegenoten, en het is te verwachten dat het 'nieuwe' Philips daar verandering in gaat brengen. Dit maakt het aandeel Philips nu interessant. Philips zou van internationale beleggers wel eens een herwaardering kunnen gaan krijgen als zij het bedrijf met de nieuwe sectorgenoten gaan vergelijken.



SPRINKHANEN IN PAK?

door
Schukken
& Kerdel



Pprivate-equitybedrijven verbrijzelen de status quo bij de ondernemingen die ze overnemen, daar is iedereen het over eens. Of dat een goede of slechte zaak is, is een discussie die iedere paar jaar opstaat: zoals recentelijk bij de geplande overname van textielbedrijf TenCate door private-equityhuis Gilde.

Tegenstanders zien private-equitymanagers als sprinkhanen die bedrijven volproppen met schulden, niet investeren in de toekomst en alle winst in eigen zak steken. Voorstanders beweren dat private-equityclubs ingedutte ondernemingen juist een broodnodige schop onder hun achterste geven. Dat maakt de opgekochte bedrijven niet alleen sterker en winstgevender, het zou beleggers in private-equity, waaronder veel pensioenfondsen, ook nog eens een veel hoger rendement opleveren dan beleggingen op de beurs. Jaarlijkse onderzoeken van internationale private-equityverenigingen lijken het standpunt van de voorstanders te onderschrijven. Welke tijdlijn je ook pakt, als je deze rapporten moet geloven leveren private-equity-investeringen altijd een fors hoger rendement op dan een belegging in een of andere saaie beursindex. Maar is dat ook zo? Een paar kanttekeningen zijn snel gemaakt.

Het eerste probleem is dat de rendementen zijn vertekend doordat ze louter gebaseerd zijn op vrijwillige input. Het ligt voor de hand dat alleen fondsen die het goed doen enthousiast hun data over de heg slingeren. En falende fondsen die worden opgedoekt, verdwijnen helemaal van de radar. Verder vergelijken de rapporten appels met peren. Rendementen van private-equity fondsen worden tegen de resultaten van grote algemene beursindexen afgezet. Maar private-equitybedrijven beleggen voornamelijk in zogenoemde kleine-waardebedrijven. Beleggingen in dat risicosegment hebben historisch een stevig hoger rendement opgeleverd dan de ondernemingen in de algemene indices. En daarbij gebruiken ze vaak ook nog grote hoeveelheden geleend geld, wat het risico (en rendement) verder verhoogt.

Wat blijkt als je het rendement op private equity afzet tegen beursgenoteerde beleggingen met een vergelijkbaar risico? Dat ze het gemiddeld over bijna alle tijdsbestekken slechter doen. Geen wonder als je bedenkt dat de kosten bij een investering in private equity gemiddeld op 5 tot 6 procent per jaar liggen.

Is private equity dan puur gebakken lucht? Nee, de top 25 procent private-equityfondsen halen vrij consistent een bovengemiddeld rendement. Die managers verdienen hun vergoedingen dus terug. Dat betekent helaas ook dat de andere 75 procent het na kosten consistent slechter doet dan een vergelijkbare belegging op de beurs. En als je geen miljarden in je achterzak hebt en geen logo van APG of Yale op je pand hebt staan, is de kans groot dat je bij een van die clubs terechtkomt.

A low-angle, upward-looking photograph of several tall skyscrapers in Manhattan, New York. The buildings are made of light-colored stone or concrete and have many windows. The sky is a clear, pale blue. The perspective makes the buildings appear to converge towards the top of the frame.

AMERIKAANSE BANKEN: 2016 WORDT EEN GOED JAAR

Het wordt – ondanks een rentestap van de Federal Reserve, matige economische groei en een sterke dollar – toch een jaar met prima rendementen voor aandelen, zeggen de meeste experts op Wall Street. Kunnen waardebeleggers in 2016 het verschil maken?

Met hun rinkelende belletjes en kerstliedjes wensen ze voorbijgangers een vrolijk kerstfeest in ruil voor een donatie aan het Leger des Heils. Ze zijn rond deze tijd niet te missen op de straathoeken van New York. De inzamelaars staan verkleed als kerstman of in uniform van de liefdadigheidsinstelling tussen de wolkenkrabbers en op Wall Street. Voor de financiële wereld betekent dit dat het einde van het beursjaar in aantocht is. Grote banken en fondshuizen openen hun deuren om klanten en media bij te praten over hun duurbetaalde adviezen.

Gezien vanaf de top van de wolkenkrabber van AllianceBernstein zijn de mensen op de straten van Manhattan mieren. Een aantal



klanten vergaapt zich aan het ongeëvenaarde uitzicht over Central Park. De vermogensbeheerder heeft een honderdtal gefortuneerde klanten over de vloer om ze bij te praten over de fondsen van W.P. Stewart, een fondshuis dat in 2013 is overgenomen met flink wat Nederlandse klanten. "Ga vooral niet cash", zegt chief investment officer Jim Tierney als de gasten zijn gaan zitten aan ronde tafels. 'We can do a heck lot better than cash!'

ONDERGEWAARDEERDE PARELS

W.P. Stewart is een belegger die ondergewaardeerde parels zoekt. Liefst grotere ondernemingen die marktleider zijn binnen hun sector en consistente winstgroei laten zien op de langere termijn. Maar als de beurs over de hele breedte stijgt, zoals sinds 2009, hebben valuebeleggers het moeilijk. "Als het tij rijst, stijgen alle boten mee", zegt Tierney. Goedkope indexfondsen hebben daarvan kunnen profiteren met resultaten én een flinke instroom van nieuw geld. Doorgaans weet W.P. Stewart de index te verslaan. Maar dat lijkt dit jaar niet te lukken. "We hadden achteraf gezien natuurlijk graag wat aandelen Amazon en Google gehad. Maar we zijn tevreden. In onze prognoses waren we te optimistisch over de omzetgroei van Amerikaanse fondsen."

Dat actieve beleggers het voortaan zullen afleggen tegen passieve beleggers noemt Tierney onzin. Hij gelooft sterk dat de tijden weer aan het veranderen zijn ten gunste van stockpickers. "Dit jaar heeft slechts een tiental beursfondsen de S&P500 vooruit geholpen." W.P. Stewart selecteert voor klanten uit een universum van vijftig beursfondsen een geconcentreerde portefeuille van rond de twintig aandelen. Favorieten zijn Verish Analytics,

biotechbedrijf Celgene en MasterCard vanwege de groeipotentie. Over MasterCard zegt Tierney dat er vooral veel kansen liggen buiten de VS, in China bijvoorbeeld: "Wereldwijd wordt nog maar 15 procent van alle transacties met een creditcard gedaan."

In het Marriott Marquis Times Square zitten strateeg James Swanson en econoom Erik Weisman van grootbelegger MFS op een podium klaar voor journalisten. Het duo kijkt met een helikopterview naar de wereld. "Het is geen wervend verhaal", waarschuwt Weisman terwijl aan de tafels de caesarsalade wordt uitgeserveerd. "De komende maanden worden min of meer hetzelfde als de afgelopen tijd." Dat betekent bescheiden rendementen op onzekere beurzen. Europa of de VS? De waarderingen in Europa zijn al te veel opgelopen om het extra interessant te maken voor Amerikaanse beleggers, zegt het duo. Weisman voegt daaraan toe dat de arbeidskosten in Europa structureel te hoog liggen om goed te concurreren met de dominante Amerikaanse bedrijven.

'RECESSIE VS ONWAARSCHIJNLIJK'

Het herstel van de Amerikaanse economie valt al jaren zwaar tegen met minder dan 3 procent groei. Een recessie in de grootste economie ter wereld, waar sommige experts op speculeren, acht Weisman onwaarschijnlijk. "Hoogstens een kans van 20 procent." Swanson: "Het is niet logisch bij dalende grondstoffenprijzen." Dat de VS een recessie kan importeren van buiten gelooft het duo niet. "Onze economie is meer open dan ooit, dat is waar", zegt Weisman. "Maar ik zie zo'n scenario zich alleen ontvouwen bij een serieuze ontwrichting in de finan-

Herstel

T. Rowe Price: "Wij denken dat de VS de plek blijft voor aandelenbeleggers. Historisch gezien zijn langzame herstelperiodes ook vaak langdurige herstelperiodes"

ciële wereld, niet vanwege het verzwakken van de wereldeconomie." De econoom wijst erop dat de Amerikaanse economie toch nog vooral voor zichzelf produceert.

Fondshuis W.P. Stewart zegt te beleggen in 'de beste groeiondernemingen ter wereld' die primair in de VS zijn gevestigd. Ondanks de strenge selectie had de portefeuille een paar tegenvallers. Aandelen die pijn hebben gedaan? Tierney begint met Ralph Lauren. Het aandeel is al jaren favoriet, maar de consumentenbestedingen in de luxewinkels bleven achter. Hetzelfde geldt voor merkenimperium VF Corporation, bekend van onder andere North

Face en Timberland. "Dat is zo'n beursfonds met enorme potentie", aldus Tierney, "maar afgelopen jaar vooral teleurstellend." Analyst Stacey Brodbar van W.P. Stewart blijft niettemin geloven in de bedrijven. "We zijn erg te spreken over de nieuwe leiding bij Ralph Lauren en de verjonging die gaande is." Brodbar gelooft ook heilig in VF Corporation. "Ze hebben megamerken die dubbelcijferige groei laten zien. Het bedrijf heeft veel contanten op de balans. We hopen dat het geld wordt gebruikt voor een overname van bijvoorbeeld Puma."

GRILLIGE CONSUMENTEN

Een verklaring voor het achterblijven van deze bedrijven is dat de Amerikaanse consumenten grillig gedrag vertonen. Brodbar: "Ze geven wel geld uit aan grote dingen zoals auto's, maar het blijft wachten op de echte comeback." Het verhaal achter Yum Brands, ook een belegging, schetst een andere grote ontwikkeling op de financiële markten die tevens in 2016 zal doorzetten: China. Met de fastfoodgigant heeft Brodbar een 'achtbaanrit' meegeemaakt door de problemen aldaar. Maar ook hier ziet ze licht aan het eind van de tunnel. Het moederbedrijf van Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut en Taco Bell gaat de Chinese tak verzelfstandigen. Ze is positief over het besluit. Bij W.P. Stewart vinden ze dat de problemen in China overdreven worden. Roerganger Mark Phelps besteedt er zelfs een hele presentatie aan voordat zijn klanten het wisselvallige jaar wegspoelen met een glas wijn.

De Britse zakenbank Barclays houdt op Seventh Avenue haar presentatie in een kantoor dat tot de crisis in 2008 van Lehman Brothers was. Over de periode die volgde na de crisis kunnen beleggers alleen

maar met nostalgie terugdenken, zegt Ajay Rajadhyaksha van Barclays. De luie belegger had het gemakkelijk. De formule voor het behalen van positieve rendementen was eenvoudig. De magie kwam van het extreem soepele monetaire beleid. Over het algemeen deden aandelen en vastrentende waarden het prima. In 2015 kwamen de beperkingen boven, met voor het eerst sinds jaren minder fantastische rendementen in aandelen en obligaties.

Rajadhyaksha raadt aan niet te veel risico te nemen met aandelen. Hou vooral contanten achter de hand voor aankopen bij correcties, zegt hij. Het wordt volgens Barclays het jaar van de rendementen van de alfa en niet van de bèta. De analisten willen daarmee zeggen dat het zal draaien om het behalen van een extra rendement, een outperformance ten opzichte van het marktrendement. Uit historische data blijkt volgens Barclays dat waardebeleggen inderdaad kan terugkeren. Dat gebeurt vaak bij veranderingen in monetair beleid. Neem de periode na de eerste verkrapting door de Fed in januari 1987. Of die van februari 1994 en juni 2004. Telkens pakte het gunstig uit voor waarde aandelen. Barclays-analist Jonathan Glionn zegt komend jaar een rotatie te verwachten in de richting van value stocks: "Groeiaandelen hebben hun beste tijd even gehad. Waarde aandelen zullen het beter doen dan het marktgemiddelde."

HOGERE OLIEPRIJS

Sectoren die kunnen profiteren zijn: financials, laat-cyclische bedrijven en energie aandelen. Dat laatste is opvallend omdat inmiddels breeduit rekening wordt gehouden met lage grondstoffenprijzen komende jaren. Barclays anticipeert juist op



Olie

Volgens Barclays zijn financials, laat-cyclische bedrijven en energie aandelen sectoren die kunnen profiteren. Dat is opvallend omdat breeduit rekening wordt gehouden met lage grondstoffenprijzen komende jaren. Barclays verwacht juist een hogere olieprijs

hogere olieprijs. Het is voor beleggers oppassen geblazen met aandelen uit de zorgsector, nutsbedrijven, telecom en consumer staples, oftewel bedrijven die de gewone consumentenproducten verkopen zoals voeding, drank en wasmiddelen. Barclays raadt ook de belangen in verkopers van consumer discretionaries (luxueuze consumentenproducten) terug te brengen. Die sector is volgens analisten te duur geworden. Vooral Europese waarde aandelen kunnen komend jaar vooruitsnellen.

Het is een klimaat waarin AllianceBernstein, het moederbedrijf van W.P. Stewart, goed verwacht te presteren. De Amerikanen hebben 463 miljard dollar onder beheer. Een van de fondsbeheerders is Chris Marx. Hij zegt: "Wij verwachten tussen de 6 en 7 procent rendement voor aandelen komend jaar

en meer volatiliteit. Dat is aantrekkelijk, maar wel een versobering in vergelijking met het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar. Dat was abnormaal. De wereld is nu klaar voor stockpicking. Ik denk dat we komend jaar nog rugwind zullen hebben in deze stijl."

Het is een voorspelling die Marx twee jaar geleden ook al had voor klanten. "De muurbloempjes zijn klaar om te dansen", schreef hij in een blog. Toch gingen ook in de periode daarna de markten verder over de volle breedte omhoog. De populairste aandelen werden alleen maar meer waard. Marx: "We waren misschien te vroeg met het uitroepen van de comeback van waarde aandelen. Wij hebben gelukkig recent sterke resultaten laten zien met het actieve beheer van onze portefeuilles. Maar dat geldt lang niet voor alle actieve beleggers."



Groei

Vanwege hun groei-potentie zijn Verish Analytics, biotechbedrijf Celgene en MasterCard de favorieten van W.P. Stewart

Marx zegt dat AllianceBernstein nauwelijks bezig is met cyclische golven in de economie. De beleggers uit Brooklyn kijken vooral op individuele basis naar aandelen. Bedrijven die organisch kunnen groeien en goede winstgroei laten zien. AllianceBernstein ziet een aantrekkelijk rendement op het geïnvesteerd kapitaal gecombineerd met hoge vrije kasstroom als een betrouwbare voor-speller van het potentieel van een bedrijf. Marx zegt de energiesector om die reden bewust te mijden. "Niet omdat we het instorten van de

olieprijs zagen aankomen maar omdat deze bedrijven een slechte reputatie hebben met betrekking tot het rendement op het geïnvesteerd kapitaal." Winsten kelderden dit jaar met 60 procent.

Marx heeft naar eigen zeggen de afgelopen tijd succes gehad met aandelen van bedrijven die de meest gangbare consumentenproducten verkopen, een sector die Barclays juist mijdt. Marx geeft Dr Pepper Snapple Group als voorbeeld. "De sector als geheel profiteert van consolidatie. Wat interessant is aan deze frisdrankproducent is dat hij het in uitdagende tijden met een oorlog tegen suikerhoudende drankjes heel goed doet. Dr Pepper is zeer vriendelijk voor aandeelhouders, heeft een ijzersterke prijsdiscipline en unieke producten. Het management is heel goed en dat is voor ons een integraal onderdeel in ons selectieproces."

Ook bij T. Rowe Price roepen de experts dat beleggers weer hun huiswerk moeten doen en er goed aan doen te varen op actieve managers. "Fundamentele analyse en aandelenselectie zijn belangrijker dan ooit." Wereldwijde groei zal volgens de grootbelegger worden aangejaagd door bedrijven in de consumptieve hoek, dienstverleners én door disrupters, bedrijven die met hun vernieuwing het evenwicht verstoren. "De VS is sterk vertegenwoordigd met leidende bedrijven als Amazon en Priceline in e-commerce en Facebook in sociale media", zegt Rob Sharps, de aandelenexpert van T. Rowe Price. "Toch hebben we nu te maken met een gebrek aan enthousiasme. Dat komt door het trage herstel. Maar wij denken dat de VS de plek blijft voor aandelenbeleggers. Historisch gezien zijn langzame herstelperiodes ook vaak langdurige herstelperiodes."

VOLGENDE CRISIS

door Sheila Sitalsing



Van alle zaken waarvan we nu al (vrijwel) zeker weten dat ze in 2016 staan te gebeuren, is het referendum over het associatieverdrag met Oekraïne er één die zomaar enorm uit de hand zou kunnen lopen. U weet het vast nog wel: de jongens van GeenPeil wilden een referendum over 'iets' Europees uitlokken en het associatieverdrag tussen de Europese Unie en Oekraïne was toevallig het eerstvolgende onderwerp op de agenda. Iemand ging het verdrag snel lezen, maar haakte af wegens te lang en te moeilijk, er werden wat complottheoristen van stal gehaald, er werden haastig wat vergezochte verbanden gelegd, er werd wat achterban opgetrommeld en hoppla, de volksraadpleging was een feit.

In april mag Nederland naar de stembus om vóór of tegen een associatieverdrag met Oekraïne te stemmen. Volgens de tegenstanders betekent een stem vóór dat Oekraïne zomaar lid zal worden van de Europese Unie, met medeneming van een hoop achterlijkheid en gedoe. Bovendien ontriefen we daar de Russen mee en dat zou jammer zijn, want dat zijn betrouwbare bondgenoten.

Dat van dat lid worden klopt niet, net zoals op de andere argumenten het een en ander af te dingen valt. Toch weigert de regering – die onder geen beding een neen kan gebruiken tegen een verdrag dat allang is ondertekend – een actieve ja-campagne te voeren. Als de dood voor een herhaling van 2005, toen de Europese grondwet werd weggestemd na een desastreuze en halfslachtige ja-campagne van de overheid ('Europa, best belangrijk'). Nu is de schroom vanuit campagneoogpunt best begrijpelijk: als een coalitie die op een dieptepunt in de peilingen staat ergens voor gaat ijveren, is de kans dat mensen uit recalcitrantie het tegenovergestelde stemmen niet ondenkbeeldig.

Het tegengas zal van de particuliere ja-campagne moeten komen, geleid door Joshua Livestro, hoofdredacteur van het conservatieve opinieblog *Jalta* en oud-medewerker van eurocommissaris Frits Bolkestein, en Michiel van Hulten, oud-europarlementariër voor de PvdA en voormalig voorzitter van die partij. Hun doel is het opzetten van een brede ja-beweging waarbij alle organisaties en bedrijven met een belang bij een ja-stem zich kunnen aansluiten.

De belangen zijn groot: zowel politiek als economisch, in Europa, in de relatie met de Verenigde Staten en in de relatie met Rusland – niet voor niets heeft VNO-NCW zich vóór uitgesproken. Een nee-stem, uitgelokt door Poetins nuttige idioten, zou een van de grotere crises van 2016 kunnen uitlokken.

Zo gezien blijft het idioot dat een premier die zelf zijn handtekening onder een document zette, bang is spontaan te verdedigen waarom dat een goede beslissing was.

Grondstoffenprijzen staan op het laagste peil sinds 2002. De prijs van ruwe olie halveerde in het voorbije jaar en aardgas zoekt de dieptepunten van 2012 op. De steenkoolindustrie ondergaat een niet eerder geziene crisis. Over wat deze markten nog te wachten staat, lopen de meningen uiteen.

TROEBELE VOORUITZICHTEN ENERGIEMARKTEN

RUWE OLIE overaanbod overheerst alles

Sinds OPEC vorig jaar vrijwillig de controle over de olieprijs uit handen gaf, is deze gezakt van 115 dollar naar 40 dollar. De markt zoekt een evenwicht tussen het overaanbod op korte termijn en de verwachte afname van de productie op middellange termijn. De jongste publicaties

van zowel het Internationaal Energie Agentschap (IEA), de Amerikaanse Energy Information Administration (EIA) als de OPEC bevatten weinig opbeurend nieuws.

Op korte termijn focust de markt op het overaanbod. De voorraden in de Verenigde Staten bevinden zich ver boven het vijfjaars-gemiddelde, zowel wat ruwe olie als olieproducten betreft. Goldman Sachs hanteert een erg pessimistische visie met een prijsprognose van 20 dollar per vat ruwe olie door de

**DE HUIDIGE
SITUATIE DOET
DENKEN AAN DIE
VAN IN 1999, TOEN
EEN VAT RUWE OLIE
NOG MAAR NET 10
DOLLAR KOSTTE**

combinatie van een hogere output in de OPEC-landen en Rusland en een lagere vraag door een vrij milde winter op het noordelijk halfrond.

2015 KANTELJAAR?

De huidige situatie op de oliemarkt doet in meerdere opzichten denken aan die van in 1999, toen een vat ruwe olie nog maar net 10 dollar kostte. De Azië-crisis was toen net achter de rug en de prognoses over de Aziatische vraag naar olie waren somber. Wat men toen

niet wist, was dat de Chinese olieconsumptie explosief zou gaan stijgen. Ook nu is er weer bezorgdheid over de vraag naar ruwe olie in de opkomende markten, hoewel China nog steeds een groeiemarkt is. Een andere gelijkenis is er aan de aanbodzijde. Ook in 1999 was er een overaanbod aan ruwe olie omdat OPEC de kraan openzette om marktaandeel te winnen van aanbidders met een hoge kostenstructuur. De leden hielden zich toen ook niet aan de opgelegde quota. Ook toen werd voorspeld dat de productie van de niet-OPEC-landen zou toenemen. De grote fusie- en consolidatiegolf zorgde echter voor een grote rationalisering. De huidige grote geïntegreerde energiegroepen (Total, BP, ChevronTexaco, ExxonMobil) zijn vrijwel allemaal in die periode gevormd. Achteraf gezien was 1999, toen het pessimisme hoogtij vierde, een historisch kantelpunt voor de oliemarkt. Of 2015 ook zo'n kanteljaar wordt, zal de toekomst uitwijzen.

PRODUCTIEDALING

De grote geïntegreerde energiegroepen hanteren allemaal dezelfde strategie om het hoofd te bieden aan de lage olieprijs: het verlagen van de kosten en het verkopen van activa. Die strategie leidt op termijn onvermijdelijk tot een daling van de productie. Het IEA rekende voor dat jaarlijks 650 miljard dollar aan nieuwe investeringen nodig zijn om de olieproductie op niveau te houden. Vorig jaar werd nog ongeveer 720 miljard dollar geïnvesteerd en dit cijfer zal in 2015 onder 600 miljard dollar terugvallen. Voor 2016 wordt een verdere daling met 20 procent voorzien. Indien de prijzen nog langer laag blijven, zijn de producenten met de hoogste kostenstructuur het voornaamste slachtoffer. Dat zijn vooral de aanbidders in de Verenigde Staten, Canada, Brazilië en delen van Afrika. Zo ziet het IEA de productie van schalieolie te-

gen 2020 halveren naar 2,5 miljoen vaten per dag. Een gevolg daarvan zou kunnen zijn dat de afhankelijkheid van OPEC en dan meer bepaald de landen van het Midden-Oosten weer toeneemt. Het marktaandeel van het Midden-Oosten in de wereldoliemarkt zou kunnen toenemen van 50 naar 70 procent.

STEENKOOL slachtoffer van lage aardgasprijs

De steenkoolindustrie verkeert in een existentiële crisis. Het aandeel van steenkool in de mondiale energiemix bedraagt volgens de jaarlijkse BP Statistical Review nog steeds 30 procent. Daarmee komt de grondstof op de tweede plaats, na ruwe olie, maar voor aardgas. Wat betreft brandstof voor het opwekken van elektriciteit staat steenkool met een aandeel van 40 procent wel ruimschoots aan kop. De dominantie van steenkool is echter tanend. In de Verenigde Staten is het aandeel van steenkool in de elektriciteitsproductie (*thermal coal*) gedaald van meer dan 50 procent in 2000 naar minder dan 35 procent nu. Over dezelfde periode steeg het aandeel van aardgas van 15 procent naar 35 procent. Dit jaar werd steenkool voor het eerst van de troon gestoten door aardgas.

Aardgas is de grote boosdoener voor thermal coal en dit heeft naast de steeds strengere milieureglementeringen vooral met de lage prijs te maken. De lage aardgasprijs is in hoofdzaak te wijten aan drie factoren: de hoge voorraden, het grote aanbod en het vooruitzicht op een milde winter. Ondanks de warme zomer, waarbij de vraag naar elektriciteit (en bijgevolg aardgas) dus hoog was, klommen de aardgasvoorraden eind november voor het eerst in de geschiedenis voorbij de kaap van

4 biljoen *cubic feet* (cf). Deze hoge voorraden vallen samen met een verwachte daling van de vraag tijdens de komende winterperiode. Meteorologen verwachten namelijk dat de Verenigde Staten na twee opeenvolgende strenge winters deze keer een milde winterperiode tegemoet gaan als gevolg van het El Niño-effect. Tegelijk handhaaft de output zich op een hoog niveau. Volgens de EIA zal het gemiddelde productiecijfer over 2015 met bijna 73 miljard cf per dag beduidend hoger uitkomen dan het niveau van vorig jaar (70 miljard cf). Hogere aardgasprijzen worden niet voor de tweede helft van 2016 verwacht, als de Verenigde Staten weer vloeibaar aardgas (LNG) gaan uitvoeren en de industriële vraag zal aantrekken.

STEENKOOL IN DE ETALAGE

Bij de huidige prijzen is ongeveer 80 procent van de steenkoolproductie verlieslatend. Aan de vraagzijde kan op korte termijn niet ingegrepen worden, want deze is afhankelijk van de economische conjunctuur. Een daling van het aanbod is noodzakelijk om de markt weer in evenwicht te krijgen. Wanneer dit niet goedschiks lukt, dan zal het kwaadschiks (via faillissementen) moeten gebeuren. Heel wat gedi- versifieerde grondstof-

**BIJ DE HUIDIGE
PRIJZEN IS
ONGEVEER
80 PROCENT VAN
DE STEENKOOL-
PRODUCTIE
VERLIESLATEND**

bedrijven zetten dan ook (een deel van) hun steenkoolactiva in de etalage of proberen de kosten te verlagen door mijnen tijdelijk op non-actief te zetten. Zo sloot Glencore een aantal Australische steenkoolmijnen terwijl sectorgenoet Rio Tinto zelfs een volledige exit uit de steenkoolindustrie overweegt. Zuivere steenkoolbedrijven hebben het in de huidige marktomgeving uiteraard nog een stuk moeilijker. Marktleider Peabody Energy zag de beurswaarde het voorbij jaar met maar liefst 90 procent afkalven. Voor Patriot Coal, Walter Energy en Alpha Natural Resources is het al te laat. Zij gooiden al de handdoek in de ring en ook Arch Coal staat het water tot aan de lippen. Maar bedrijven die de huidige crisis overleven, zullen er ongetwijfeld sterker uitkomen.

OVER DE AUTEUR

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



Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

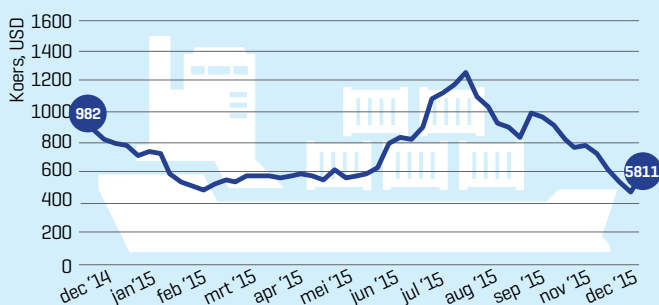
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
3 dec 2015



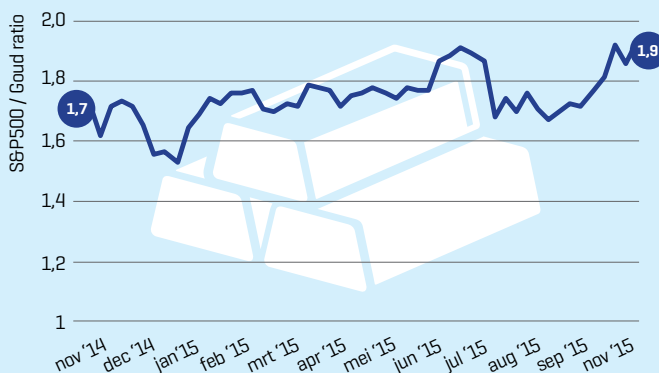
Baltic Dry Index

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



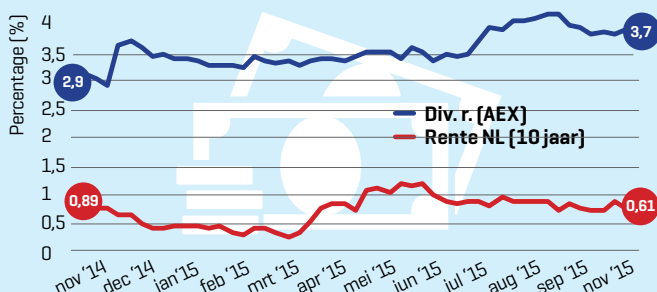
S&P500 / Goud ratio

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

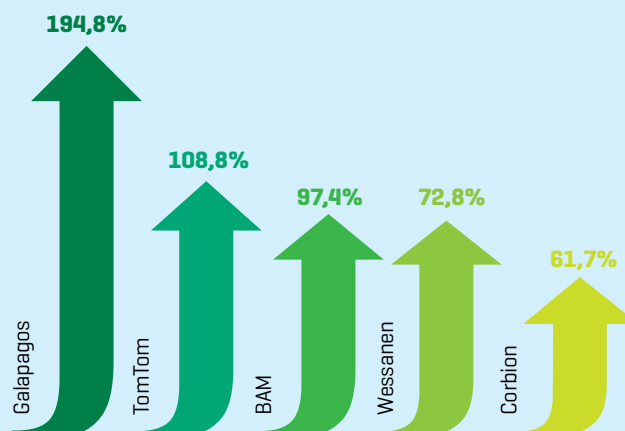


Dividend & rente

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

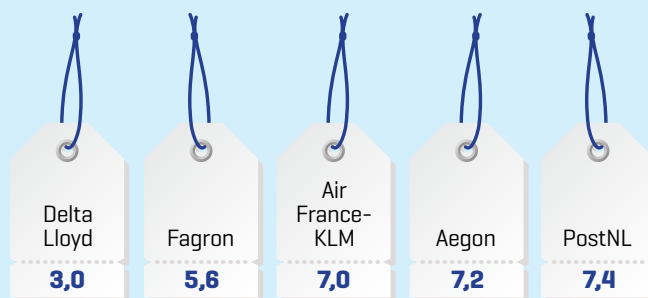
Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

- | | |
|--------------|------|
| 1 Shell | 7,8% |
| 2 NSI | 6,8% |
| 3 ING | 6,3% |
| 4 Kas Bank | 5,8% |
| 5 Wereldhave | 5,6% |

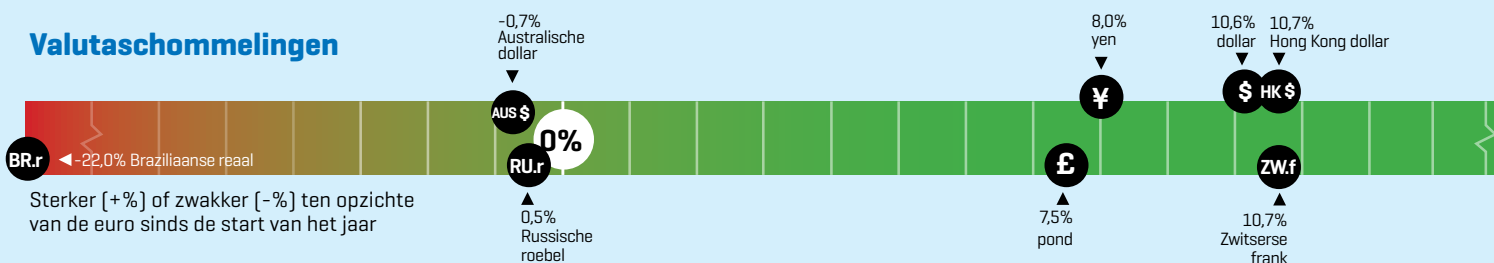
De goedkoopste aandelen

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]	8,6%
VS [S&P 500]	-0,5%
VK [FTSE 100]	-4,4%
Japan [Nikkei]	14,3%
Zwitserland [SMI]	-1,5%
Hong Kong [Heng Seng]	-5,0%
Brazilië [Bovespa]	-7,2%
Australië [ASX 200]	-3,4%
Rusland [Micex]	28,0%

Best presterende beurzen

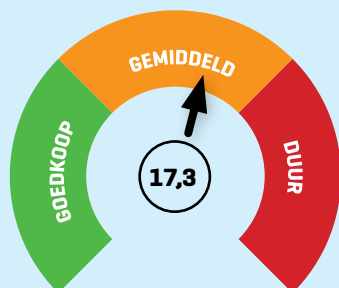
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Venezuela Stock Market	233,8%
Jamaica Stock Exchange	86,3%
Merval [Argentinië]	50,6%

Goedkoopste beurzen

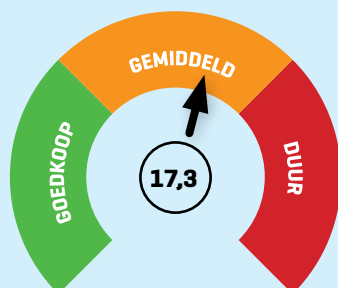
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Micex Index [Rusland]	6,4
Blom Stock Index [Libanon]	6,6
Bucharest Index [Roemenie]	8,1



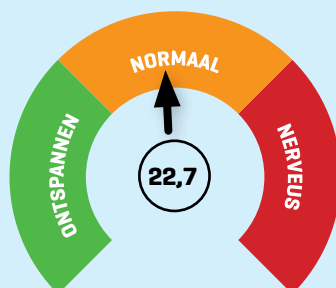
Hoe duur is de AEX?

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



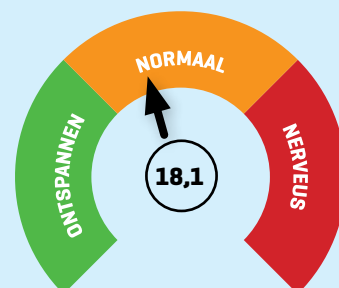
Hoe duur is de S&P 500?

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



Sentiment AEX

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



Sentiment S&P 500

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

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

Legenda *ref. koers*: referentiekurs gebruikt voor de data; *rend. ytd*: koersrendement vanaf start van het jaar; *buy, hold, sell*: respectievelijk het aantal koop-, houd- en verkoopadviezen; *gem.*: gewogen gemiddelde analistenadviezen van de bedrijven die door meer dan twee analisten gevolgd worden. Hoe hoger het relatief aantal koopaanbevelingen, hoe hoger de gemiddelde score [maximumscore 3, minimumscore 1]; *k/w*: koers-winstverhouding; *div. & div.r.*: dividend per aandeel en dividend rendement. *wpa*: winst per aandeel, *ROE*: rendement op eigen vermogen, *NAV*: Net Asset Value; *price/book*: koers gedeeld door boekwaarde per aandeel; *Leverage ratio*: eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal; *Solvency ratio*: solvabiliteitspercentage.*consensus taxaties Bron: Bloomberg

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Bouw & Industrie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	div.rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	wpa.15*	wpa.16*	wpa.17*
Aalberts Industries	€ 30,56	24,5%	5	4	1	2,4	€ 30,75	1,6%	16,2	2,8	1,4	10,7	€ 0,50	€ 1,69	€ 1,89	€ 2,05
AkzoNobel	€ 63,39	10,0%	12	9	6	2,2	€ 69,95	2,4%	15,1	2,6	1,0	8,2	€ 1,53	€ 3,94	€ 4,19	€ 4,51
AMG	€ 8,05	19,1%	3	0	1	2,5	€ 10,50	2,6%	8,9	1,9	0,2	3,3	€ 0,21	€ 0,71	€ 0,91	€ 1,05
Aperam	€ 31,53	28,2%	14	1	1	2,8	€ 40,57	3,8%	10,9	1,2	0,5	6,0	€ 1,19	€ 2,04	€ 2,89	€ 3,51
Arcadis	€ 22,10	-11,4%	5	2	1	2,5	€ 26,79	3,0%	10,6	1,9	0,5	8,7	€ 0,66	€ 1,77	€ 2,08	€ 2,33
ArcelorMittal	€ 4,07	-55,2%	21	9	5	2,5	€ 7,19	0,0%	24,8	0,2	0,1	4,9	€ 0,00	-€ 0,65	€ 0,16	€ 0,65
Ballast Nedam	€ 0,30	-91,8%	0	1	1	-	€ 0,30	-	0,5	-	0,0	3,3	€ 0,00	€ 0,01	€ 0,61	€ 0,99
BAM	€ 5,09	97,4%	10	0	0	3,0	€ 5,88	1,5%	12,7	1,5	0,2	7,7	€ 0,08	€ 0,21	€ 0,40	€ 0,56
Boskalis	€ 40,48	-10,9%	3	7	1	2,2	€ 44,78	4,0%	13,8	1,4	1,5	6,7	€ 1,60	€ 3,71	€ 2,94	€ 2,77
DSM	€ 44,85	-11,4%	17	13	2	2,5	€ 54,98	3,8%	15,4	1,4	0,8	9,7	€ 1,70	€ 2,43	€ 2,92	€ 3,41
Heijmans	€ 6,88	-23,2%	3	5	0	2,4	€ 9,55	0,3%	8,8	0,7	0,1	18,7	€ 0,02	-€ 0,33	€ 0,78	€ 1,45
IMCD	€ 33,64	19,3%	4	5	0	2,4	€ 37,79	1,4%	17,0	2,7	0,5	15,9	€ 0,48	€ 1,71	€ 1,98	€ 2,17
Kendrion	€ 22,52	4,2%	5	0	0	3,0	€ 27,67	3,6%	10,6	1,8	0,6	6,8	€ 0,81	€ 1,86	€ 2,13	€ 2,46
Nedap	€ 31,03	15,9%	1	1	0	-	€ 36,50	4,0%	14,6	3,8	1,2	9,9	€ 1,25	€ 1,65	€ 2,12	€ 2,74
OCI	€ 23,13	-19,9%	4	1	0	2,8	€ 29,62	0,0%	11,4	3,1	3,2	11,4	€ 0,00	€ 0,79	€ 2,03	€ 2,57
Ten Cate	€ 24,26	29,8%	2	4	0	2,3	€ 24,60	2,1%	16,5	1,4	0,6	8,7	€ 0,50	€ 1,41	€ 1,47	€ 1,78
TKH	€ 35,01	32,8%	6	0	0	3,0	€ 39,50	3,1%	13,1	2,8	1,0	10,0	€ 1,09	€ 2,40	€ 2,66	€ 3,05
Communicatie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	div.rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	wpa.15*	wpa.16*	wpa.17*
Altice	€ 12,83	-80,3%	7	8	0	2,5	€ 24,88	-	28,5	-	-	8,2	€ 0,00	€ 0,80	€ 0,45	€ 0,89
Brill	€ 23,67	-8,0%	0	1	0	-	€ 27,50	-	-	1,8	1,0	-	-	-	-	€ 1,77
DocData	€ 23,19	17,2%	2	0	0	-	€ 23,55	0,9%	18,9	4,0	0,9	15,1	€ 0,22	€ 0,40	€ 1,23	€ 1,48
KPN	€ 3,47	31,9%	19	11	3	2,5	€ 3,61	2,9%	40,8	2,9	1,9	9,2	€ 0,10	€ 0,06	€ 0,09	€ 0,11
Reed Elsevier	€ 15,85	-20,1%	12	12	1	2,4	€ 16,26	2,6%	17,6	8,5	1,4	13,6	€ 0,41	€ 0,84	€ 0,90	€ 0,96
Telegraaf	€ 3,85	-36,8%	2	2	0	2,5	€ 6,67	-	12,5	0,7	0,4	4,5	-	€ 0,27	€ 0,31	€ 0,20
Wolters Kluwer	€ 32,17	26,9%	9	8	8	2,0	€ 31,53	2,3%	16,0	4,2	2,4	10,9	€ 0,75	€ 1,87	€ 2,01	€ 2,12
Consumptie	ref. koers	rend. ytd	buy	hold	sell	gem.	koersdoel	div.rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.15*	wpa.15*	wpa.16*	wpa.17*
Accell	€ 20,06	47,5%	1	2	0	2,3	€ 21,67	3,6%	12,9	1,7	0,5	9,6	€ 0,73	€ 1,46	€ 1,56	€ 1,67
Acomo	€ 22,29	17,3%	1	3	0	2,3	€ 22,07	4,8%	15,1	3,3	-	11,8	€ 1,07	€ 1,38	€ 1,48	€ 1,54
Ahold	€ 19,36	31,2%	17	12	2	2,5	€ 21,14	2,7%	17,0	3,0	0,4	7,4	€ 0,53	€ 1,04	€ 1,14	€ 1,20
Beter Bed	€ 22,11	28,6%	5	3	0	2,6	€ 25,50	4,2%	16,9	6,9	1,0	11,5	€ 0,94	€ 1,04	€ 1,31	€ 1,45
Lucas Bols	€ 20,90	-	1	1	0	-	€ 22,00	0,5%	18,0	1,6	-	13,2	€ 0,10	-€ 0,19	€ 1,16	€ 1,20
GrandVision	€ 25,91	-	9	3	0	2,8	€ 26,77	1,1%	26,1	8,7	-	14,1	€ 0,29	€ 0,89	€ 0,99	€ 1,11
Heineken	€ 81,05	37,5%	12	18	3	2,3	€ 83,47	1,6%	20,9	3,4	2,3	12,2	€ 1,27	€ 3,52	€ 3,87	€ 4,24
Macintosh Retail Group	€ 0,28	-92,2%	1	0	1	-	€ 0,20	-	2,2	0,1	0,0	1,7	€ 0,00	-€ 0,33	€ 0,13	-€ 0,19
Refresco Gerber	€ 16,19	-	5	4	0	2,6	€ 16,94	2,0%	14,7	2,7	-	8,7	€ 0,32	€ 0,83	€ 1,10	€ 1,20
Sligro	€ 33,51	7,2%	5	4	0	2,6	€ 37,66	3,6%	16,3	2,6	0,6	9,4	€ 1,21	€ 1,94	€ 2,05	€ 2,23
Stern	€ 17,30	33,1%	1	1	0	-	€ 22,00	4,3%	6,1	0,7	0,1	11,7	€ 0,75	€ 1,29	€ 2,82	€ 3,64
Unilever	€ 39,93	22,3%	13	17	7	2,2	€ 41,21	3,0%	20,8	7,3	2,2	13,9	€ 1,20	€ 1,82	€ 1,92	€ 2,06
Wessanen	€ 9,08	72,8%	2	6	0	2,3	€ 9,84	1,3%	27,3	2,6	1,4	15,9	€ 0,12	€ 0,30	€ 0,33	€ 0,38

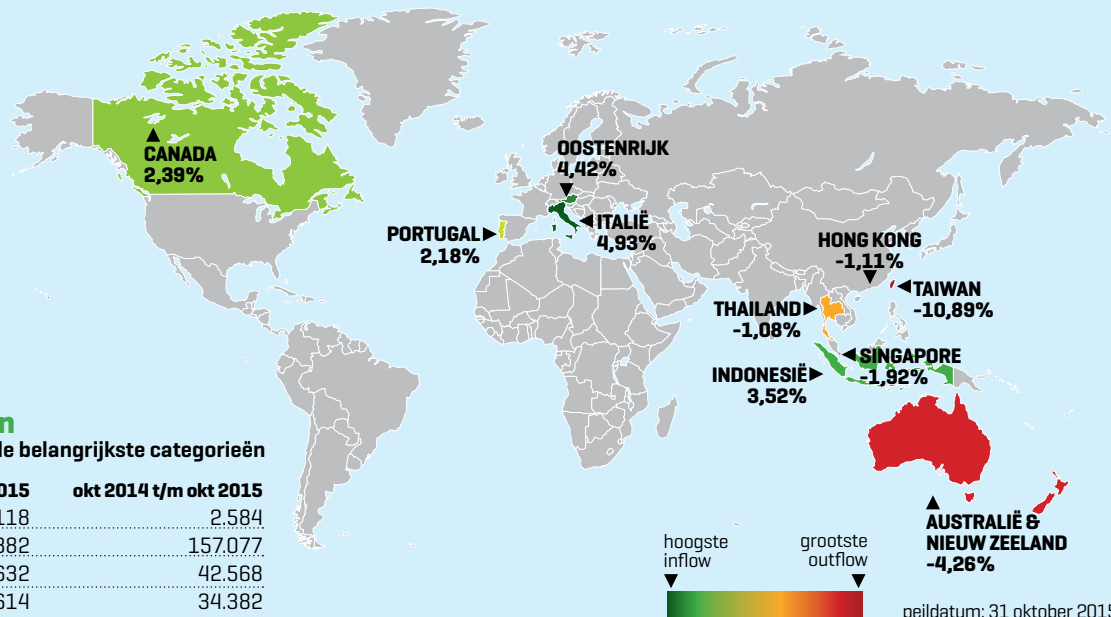
FONDSEN DASHBOARD

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?



peildatum: 31 oktober 2015

Beleggingscategorieën

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

	okt 2015	okt 2014 t/m okt 2015
Aandelenfondsen	12.118	2.584
Mixfondsen	5.382	157.077
Obligatiefondsen	-2.632	42.568
Geldmarktfondsen	22.614	34.382

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	38,44	31,23
Pictet-Security	28,57	22,55
JOHCM Global Opportunities	28,18	21,46
Investec GSF Global Quality Equity	26,48	17,89
ASN Duurzaam Aandelenfonds	25,13	23,74

Europa

	1 jaar	3 jaar
BlackRock European Special Situations	31,77	19,28
Fidelity European Dynamic Growth	30,77	18,22
E.I. Sturza - Strategic Europe Value Fund	28,45	23,97
GAM Star European Equity	26,43	16,79
Allianz Europe Equity Growth	26,05	16,96

Nederland

	1 jaar	3 jaar
Kempen Orange	31,81	23,17
Add Value Fund N.V.	23,39	12,56
BNP Paribas Netherlands	22,51	16,47
NN Dutch Fund	19,03	14,98
Delta Lloyd Deelnemingen Fonds	18,78	11,47



Obligatiefondsen

Wereldwijd

	1 jaar	3 jaar
F&C Macro Global Bond Fund	16,99	7,92
Invesco Bond Fund	16,34	5,84
BNY Mellon Global Opportunistic Bond	15,76	8,60
Invesco Global Bond Fund	15,74	7,42
Threadneedle Global Bond Fund	14,22	4,51

Europa

	1 jaar	3 jaar
Amundi ETF Govt Bond Euro MTS Broad Inv Grade 10-15y	5,97	10,45
Generali IS Euro Bonds	5,19	6,14
db x-trackers iBoxx Sovereigns Eurozone Yield Plus	5,15	8,82
ComStage Commerzbank Bund-Future ETF	4,42	5,39
CapitalAtWork Gov Bds at Work	4,40	3,54

High yield

	1 jaar	3 jaar
Aviva Investors Global High Yield Bond	18,96	11,77
AB Short Duration High Yield	18,44	10,00
PIMCO GIS Global High Yield Bond Fund	17,80	11,37
Kames High Yield Global Bond	17,65	12,08
Schroder ISF Global High Yield	16,00	11,34

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct, 30 november 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 JAPAN LARGE-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 Invesco Japanese Equity Core IE00BBPJDP46

2 Uni-Global Equities Japan LU0929189800

3 Vanguard Japan Stock Index IE0007292083

KENNISMAKING 30 november 2015

Top 5 Posities

1	Mitsubishi UFJ Financial	6,63%
2	Sumitomo Mitsui Financial	5,93%
3	Honda Motor	5,51%
4	Resona	5,24%
5	Nippon Paper Industries	5,12%
1	Park24	2,21%
2	Daito Trust Construction	2,18%
3	Benesse	2,18%
4	Fanuc	2,12%
5	H.I.S.	2,10%
1	Toyota Motor	5,77%
2	Mitsubishi UFJ Financial	2,85%
3	Honda Motor	1,86%
4	SoftBank	1,84%
5	Sumitomo Mitsui Financial	1,75%

Regioverdeling

Huidig + [3-jarig gem.]

	1	2	3
Ontwikkeld	100,0%	100,0%	100,0%
Opkomend	0,0%	0,0%	0,0%

Sectorverdeling

	1	2	3
Defensief	17,50%	27,10%	16,60%
Lichtcyclisch	25,30%	39,40%	36,60%
Cyclisch	57,20%	33,50%	46,80%

Marktkapitalisatie-verdeling

Aandelen
+ [3-jarig gem.]

1	Large-cap	62,80%	68,70%
	Mid-cap	32,20%	30,10%
	Small-cap	5,00%	1,30%
2	Large-cap	70,70%	67,80%
	Mid-cap	28,50%	30,80%
	Small-cap	0,80%	1,40%
3	Large-cap	90,70%	90,70%
	Mid-cap	9,30%	9,30%
	Small-cap	0,00%	0,00%

Top 5 landen

1	Japan	100%
2	Japan	100%
3	Japan	100%

Kosten

1	Fondskosten [ongoing charges]	1,21%
2	Fondskosten [ongoing charges]	0,89%
3	Fondskosten [ongoing charges]	0,30%

VERLEDEN Vergelijking van risico en rendement van de drie beschreven fondsen en die van deze beleggingscategorie als geheel. *peildatum: 30 november 2015

Rendementen

	1	2	3	Categorie %
1 jaar	26,28%	34,30%	26,70%	28,14%
3 jaar	-	17,94%	19,60%	19,91%
5 jaar	-	11,68%	9,95%	10,31%



Risico

	1	2	3	Categorie
Standaard deviatie [3 jr]	-	15,11%	14,79%	14,68%
Maximaal verlies	-	-10,79%	-14,92%	-14,60%

TOEKOMST

Invesco Japanese Equity Core

- PROCES** De beheerders zijn bereid zich te onderscheiden van de massa en met overtuiging te beleggen.
- RENDEMENT** De prestaties kunnen volatiel zijn t.o.v. de benchmark en vergelijkbare fondsen in de categorie.
- TEAM** Het fonds wordt beheerd door een getalenteerde beheerder met veel ervaring met Japanse aandelen.
- FONDSHUIS** Invesco heeft een lofwaardige beleggingsethiek en een solide beloningsstructuur.
- KOSTEN** De lopende kosten zijn iets hoger dan de categoriemediaan.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Bronze

Een goede keuze voor beleggers die de variabiliteit van het relatieve rendement aanvaarden.

Uni-Global Equities Japan

- PROCES** De portefeuille wordt samengesteld met het oog op het minimaliseren van de volatiliteit van het fonds.
- RENDEMENT** Het fonds heeft een goed track record opgebouwd met minder risico.
- TEAM** Het team is regelmatig versterkt.
- FONDSHUIS** Unigestion brengt haar belangen erg goed in lijn met die van beleggers.
- KOSTEN** Kosten zijn redelijk.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Silver

Een solide aanbod voor een belegging in Japanse aandelen.

Vanguard Japan Stock Index

- PROCES** Het fonds beoogt de MSCI Japan Net Return USD Index volledig en fysiek te repliceren.
- RENDEMENT** Het fonds heeft ook bewonderenswaardig gepresteerd in vergelijking met zijn overgebleven categorie-genoten over vijf jaar.
- TEAM** Het fonds wordt beheerd met behulp van een teamaanpak door de Amerikaanse Equity Investment Group.
- FONDSHUIS** De bron van Vanguard's concurrentievoordeel en de basis van haar cultuur is de wederzijdse eigendomsstructuur.
- KOSTEN** Het fonds is één van de goedkoopste in vergelijking met andere passieve alternatieven in de categorie.

OORDEEL

Morningstar Analyst Rating: Silver

Dit fonds is één van de goedkoopste en beste trackers binnen de Morningstar categorie.

VRAAG HET DE VEB

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

1 IK HEB EEN AANTAL AMERIKAANSE AANDELEN DIE IK WIL NALATEN AAN MIJN KINDEREN. ZIJN ZIJ DAAROVER AMERIKAANSE ERFBELASTING VERSCHULDIGD?

Indien u niet woonachtig bent in de VS en niet de Amerikaanse nationaliteit heeft (u bent een zogeheten *non-resident alien*), is geen federale erfbelasting verschuldigd over de aandelen in Amerikaanse bedrijven en fondsen. Dat is in een successieverdrag tussen de Verenigde Staten en Nederland overeengekomen.

Daarnaast wordt in sommige Amerikaanse staten ook afzonderlijk erfbelasting geheven. Het successieverdrag is hierop niet

van toepassing. Volgens prof. dr. Frans Sonneveldt, hoogleraar successiewet en estate planning aan de Universiteit Leiden, heeft deze belasting op staatsniveau alleen betrekking op *tangible* (tastbare) objecten in de staat. Aandelen – maar ook obligaties – vallen hier niet onder.

Over deze aandelen wordt dus geen Amerikaanse erfbelasting geheven, noch op federaal, nog op staatsniveau.

2 IK HEB EEN EFFECTENREKENING BIJ SNS BANK EN VERNAM DAT ZIJ BEPAALDE DIENSTVERLENING BEÏNDIGT. WAT BETEKENT DIT VOOR MIJ?

SNS Bank meldt op haar website dat 'zelf beleggen' per 1 juli 2016 stopt, zodat u vanaf dat moment bij SNS Bank niet langer zelfstandig kunt handelen op de beurs. Indien u zelf geen actie onderneemt, verkoopt SNS uw

beleggingen en sluit eventuele optieposities.

Indien u zelfstandig wilt blijven beleggen, doet u er verstandig aan om voor die tijd actie te ondernemen. Zo kunt u uw beleggingen verkopen of overboeken. Dat kan kosteloos, mits u – nadat u de brief van SNS Bank heeft ontvangen – geen aankopen heeft verricht. Indien u op deze peildatum bijvoorbeeld 50 aandelen Philips in portefeuille heeft, dan krijgt u de verkoopkosten volledig vergoed. Maar als u na de peildatum aandelen Philips bijkoopt en u verkoopt daarna de volledige positie, krijgt u slechts een deel van de kosten vergoed.

Indien u uw portefeuille wenst over te boeken dan is het raadzaam te informeren of alle beleggingen in het assortiment bij de nieuwe bank of broker zitten. Houdt u er rekening mee dat u gedurende de overboekings termijn (volgens SNS gemiddeld 15 werkdagen) niet kunt handelen in de betreffende effecten. Voor de vergoeding van de overboekingskosten geldt wederom de peildatum. Mochten toch kosten in rekening worden gebracht, kunt u bij de nieuwe bank of broker vragen of deze de bereid is de betreffende kosten te vergoeden. Online brokers vergelijken op kosten? www.brokertarieven.nl

3 GEREGLD KOM IK AANBIEDINGEN TEGEN VAN FISHER INVESTMENTS. WAT IS DIT VOOR EEN PARTIJ?

Het Amerikaanse Fisher Investments, dat ook actief is op de Nederlandse markt, is een vermogensbeheerder. Het bedrijf adverteert met een brochure "het pensioenplan in 15 minuten" en mikt op vermogens vanaf 350 duizend euro.

Daarbij boogt het op zelfontwikkelde beleggingsinstrumenten, miljarden onder beheer en persoonlijke service. Fisher Investments beweert haar beleggingsstijl te veranderen aan de hand van marktinzichten. In de praktijk kan dat betekenen dat meer wordt belegd in aandelen uit de ene sector dan uit de andere sector.

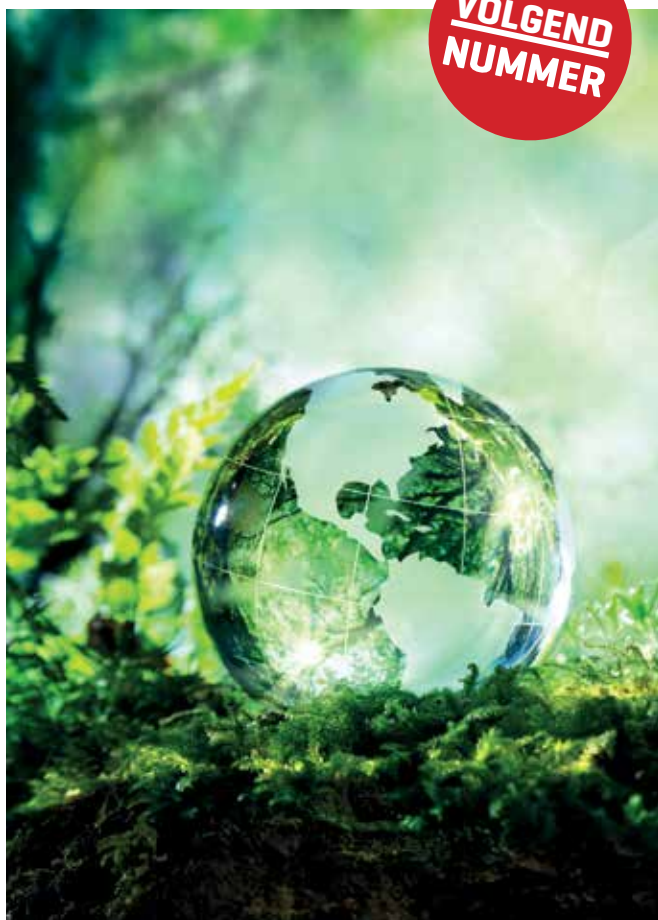
Beleggers die overwegen zaken te doen met Fisher Investments doen er goed aan zich te realiseren dat deze partij niet is aangesloten bij het Klachten Instituut Financiële Dienstverlening (Kifid). Het Kifid biedt een laagdrempelige manier om geschillen op rechtmatigheid te beslechten. Hierdoor is het bij klachten over Fisher Investments niet mogelijk deze aan het Kifid voor te leggen.

In het register van het Kifid kunt u nagaan welke vermogensbeheerders wel zijn aangesloten en uitspraken als bindend aanvaarden. Zie: www.kifid.nl.



NUTSBEDRIJVEN

Terwijl in Parijs wereldleiders moeizame besprekingen voerden over maatregelen om de wereld schoner te maken, sorteren nutsbedrijven alvast voor op de maatregelen. Het Duitse RWE splitst zich op in een 'groen' en een 'grijs' energiebedrijf. In de VS ontstaan groene nutsbedrijven uit de 'yieldco's', waarin makers van zonnepanelen en windmolens hun projecten onderbrengen. Een analyse van een snel veranderende sector.



**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,
Souhail Haouari, Errol Keyner,
Paul Koster, Marianne Kraan,
Niels Lemmers

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, Carinde Stoffelsen,
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



DIRECT BELEGGINGSKANSEN ZIEN

De technische indicatoren, alerts en uitgebreide grafieken van IG houden u op de hoogte van veranderingen in de markt, zodat u snel nieuwe kansen ontdekt.

Open nu gratis een beleggingsrekening op IG.com

Verliezen kunnen groter zijn dan uw initiële inleg

IG.com

INDICES | AANDELEN | FOREX | GRONDSTOFFEN | BINARIES

