

EFFECT



CEO-INTERVIEW

ForFarmers-topman Yoram Knoop



REVERSE LISTINGS

Waarom de VEB ze liever niet ziet



MACRO

Lessen uit Japan

GOOCHELEN MET DE CIJFERS

Hoe de winst in een zwart gat kan verdwijnen

**+
ACTIE
update**



08



ONDERZOEK

ÉÉN OP DE VIJF AEX-BEDRIJVEN HEEFT MOEITE MET VERZILVEREN PAPIEREN WINST

Een goed bedrijf loopt niet alleen met papieren winsten te pronken, maar weet die verdiensten ook in klinkende munt om te zetten. Niet alle bedrijven op de Nederlandse beurs beheersen die kunst.

INHOUD

CEO-INTERVIEW



13

FORFARMERS KAN SNELLER GROEIEN DAN DE MARKT

Maar ook een hoofdrol spelen in de consolidatie van de Europese veevoermarkt, zegt bestuursvoorzitter Yoram Knoop van de nieuwkomer op het Damrak.

BEURZEN

BEURSKOERSEN PIEKEN OP VEROUDERD NIEUWS

Volgens het boekje worden nieuwsfeiten onmiddellijk verwerkt in de beurskoersen, maar in de praktijk blijkt dat lang niet altijd het geval te zijn. Een Nederlands fintech-bedrijf laat zien dat nieuws soms al dagen oud is voordat beleggers het 'ontdekken'.

16



BUFFETT-AANDEEL



26

ACCELL HEEFT DE WIND MEE

Accell Group, de fietsenfabrikant uit Heerenveen, heeft een bovengemiddelde winstgevendheid en een lage waardering, vindt Hendrik Oude Nijhuis.

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

75,00
euro per jaar

GRONDSTOFFEN

OLIE OP EEN
KEERPUNT?

De stijging van minder dan 30 dollar per vat begin dit jaar naar meer dan 50 dollar in juni heeft oliespeculanten op het verkeerde been gezet. Niet voor het eerst, want ook de duur en vooral de omvang van de voorafgaande prijsdaling had vrijwel niemand zien aankomen.

32



MACRO

ECONOMISCHE LESSEN
UIT JAPAN

Als er één land bekend is met monetaire en fiscale maatregelen is het wel Japan. Toch lukt het niet om de vaart in de economie te krijgen en dalen de prijzen. Volgens sommigen intervenueert het land te veel in de economie, volgens anderen weer te weinig. Wat is er aan de hand?

36



VS

DE SCHONE SCHIJN
VAN SILICON VALLEY

Toezichhouders hebben boekhoudkundige standaarden in het leven geroepen om beleggers in staat te stellen bedrijven met elkaar te vergelijken. Steeds meer beursfondsen verschuiven liever de aandacht naar hun eigen schijnwerkelijkheid. Dit maakt het soms moeilijk voor particuliere beleggers om bedrijven op hun kracht te beoordelen.

42



TIPS VAN TOPBELEGGER

TWEË KANSRIJKE
BREXIT-SLACHTOFFERS?

Door de lagere koersen en het gedaalde pond zijn Britse aandelen voor Nederlandse beleggers in tijden niet zo goedkoop geweest. Uiteraard zal het vertrek uit de Europese Unie gevolgen hebben, alleen al vanwege de onzekerheid op de korte termijn over de vervolgstappen van de Britse regering.

39



EN VERDER

Kort nieuws	4
Actueel Reverse Listings: liever niet	6
VEB Actie-update	20
Verslaglegging Goochelen met winstcijfers	28
Duel Nestlé vs Lindt	34
Financial Planning Pensioenbeleggen: saai maar effectief	46
VEB on Tour Diligentia-lezing 2016	48
Ingezonden brieven	50
Statistieken	52
Ledenvoordeel	58
Colofon & Next	59

COLUMNS

Paul Koster 05 Errol Keyner 11 Paul Frentrop 19 Paul Coenen 25
Wouter Weijand 41 Marius Kerdel & Jolmer Schukken 45

Quote



‘De toegevoegde waarde van een exclusief Nederlands fonds werd te beperkt.’

**Fondsbeheerder
Corné van Zeijl**

over de beslissing van zijn werkgever om niet langer exclusief op Nederland gerichte beleggingsfondsen aan te bieden.

Per 1 augustus gaan de Nederlandse aandelenfondsen van Actiam, het bekende SNS Aandelenfonds en het RLZ Aandelenfonds, ook in Europese aandelen beleggen. Later zullen deze fondsen opgaan in Europese aandelenfondsen.

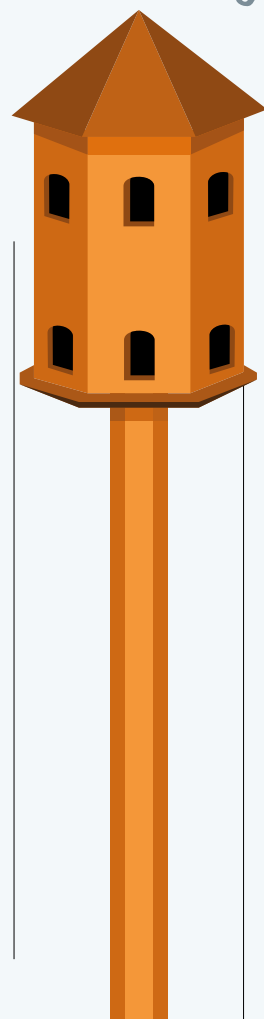
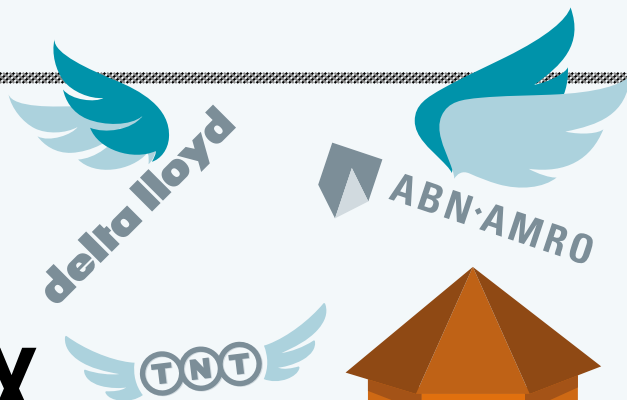
GALAPAGOS NAAR DE AEX

Dankzij de overname van TNT Express door FedEx promoveerde in juni het Belgische biotechnologiebedrijf Galapagos naar de AEX. Daarmee bevestigt de Amsterdamse graadmeter maar weer eens wat een duivental hij is, want in maart gingen Delta Lloyd en OCI er al uit, om de oude bekenden ABN Amro en SBM Offshore weer te verwelkomen.



Galapagos dankt de opname in de AEX aan het feit dat de koers van het aandeel zich redelijk onttrokken heeft aan de malaise in de biotechnologie, waar veel aandelen met tientallen procenten onderuitgingen. Galapagos zit juist dicht bij zijn topkoers (56 euro). Het bedrijf is op de beurs meer dan 2 miljard euro waard, terwijl het de afgelopen vijf jaar verlieslatend was en ook de taxaties voor de komende jaren maar weinig winst beloven (zie pagina 55). Beleggers lopen vooruit op een mogelijk succes met reumamedicijn Filgotinib, waarvan de ontwikkeling haar laatste fase nadert. De Belgische toevoeging valt samen met het verdwijnen van enkele ‘gezuiverde’ Nederlandse indices. Zo trekt Euronext de stekker uit de AEX DFT

Oranje-index die alleen echte Hollandse bedrijven bevatte, maar nauwelijks werd gebruikt door beleggers. Vergelijkbare indices, zoals de NL20 en de Dutch15, zijn ook al een stille dood gestorven. Beleggers geven massaal de voorkeur aan de AEX, ondanks dat deze met namen als Altice, Arcelor-Mittal, Gemalto, Unibail en nu dus Galapagos steeds internationaler wordt. Binnenkort treedt mogelijk ook het sinds kort in Amsterdam genoteerde Coca-Cola European Partners (CCEP) toe tot de AEX, want dat is met een beurswaarde van 15 miljard euro veel groter dan Galapagos. CCEP is vergelijkbaar met een Ahold of een AkzoNobel. Het ‘zuivere’ Nederland wordt langzamerhand te klein voor de Nederlandse belegger.



ADD VALUE KOOPT RANDSTAD



Een maandbericht dat wij iedere Nederlandse belegger kunnen aanraden is dat van het Add Value Fund van Willem Burgers en Hilco Wiersma.

Dit fonds belegt op basis van eigen analyses in middelgrote en kleinere Nederlandse bedrijven, waarbij de bovengrens van de beurswaarde op 7,5 miljard euro ligt. Soms duikt een bedrijf daar plotseling onder en komt het in beeld, zoals deze maand gebeurde met Randstad.

Dat aandeel had buitenproportioneel veel last van de beursmalaise na het Brexit-referendum, terwijl het bedrijf maar 2 procent van de winst in het Verenigd Koninkrijk boekt. Randstad is volgens Add Value niet extreem gevoelig voor de Britse economie, maar werd wel 30 procent minder waard. Op 10 keer de verwachte winst voor 2016 en met een dividendrendement van ruim 5 procent lijkt het aandeel Randstad Holding inderdaad in de aanbieding.



OBLIGATIES OF AANDELEN?

De rente op Nederlandse staatsobligaties zocht begin juli niet eerder vertoende dieptepunten op. Het rendement op een tienjarige lening kwam zelfs even onder de nul procent. Beleggers betalen dan dus meer voor de obligaties dan ze de komende jaren aan rentebetalingen en aflossing mogen verwachten. Sinds de Britse keuze voor een Brexit staat ook de Duitse tienjaarsrente onder nul. In Zwitserland was dat al langer het geval, maar daar is zelfs de rente met een looptijd van vijftig jaar negatief.

GOEDKOOP LENEN

De lage rentes zijn prettig voor overheden, zeker ook in Zuid-Europa waar de Italiaanse en Spaanse overheden nu heel goedkoop kunnen lenen.

Obligatiebeleggers profiteren ook: hun waardepapieren stegen immers fors in koers. Het is echter de vraag of je bij deze

rentes nog in obligaties moet stappen. Maar wat is dan het alternatief? Aandelen? Veel analisten wijzen erop dat die nu ook duur zijn. Dat is maar hoe je het bekijkt.

TE PESSIMISTISCH

De Amerikaanse hoogleraar Jeremy Siegel zei in een interview met CNBC hierover dat veel beleggers, zeker voor de Amerikaanse markt, veel te pessimistisch zijn. De markt lijkt volgens hem alleen maar duur omdat de winsten tijdelijk onder druk staan, onder meer door de sterk gedaalde olieprijs. Met het stabiliseren van de wereldeconomie en van de olieprijs voorziet hij een winstherstel van 10 tot 12 procent dat met de huidige lage rentestanden aanzienlijk hogere aandelenkoersen rechtvaardigt. De keuze tussen obligaties en aandelen is glashelder voor Siegel. Hij verwacht dat de rente voorlopig nog laag gehouden wordt door de centrale bankiers en dat aandelen daardoor de komende tijd veel beter zullen renderen. Siegel werd bekend met het boek *Stocks for the Long Run*. Die visie heeft hij dus nog steeds.

**VOLGENS JEREMY
SIEGEL ZIJN
BELEGERS VEEL
TE PESSIMISTISCH**



– Column –

Buitenspel

De nederlaag van het Brexain-kamp lijkt ook op een nederlaag voor beleggers uit te draaien, in meerdere opzichten.

Een Brexit is slecht nieuws voor veel internationaal opererende bedrijven en voor hun koersen, maar zet ook de voorgenomen fusie van de London Stock Exchange en Deutsche Börse in een heel ander daglicht.

Terwijl veel fusiebesprekingen stilliggen vanwege de onzekerheid rond de – waarschijnlijke – Brexit lijken de beurzen van Londen en Frankfurt hun plannen om samen te gaan gewoon door te zetten. De besturen van beide bedrijven geven aan nog volledig achter de fusie te staan.

De Duitse banktoezichthouder Bafin zette er echter, in mijn ogen terecht, de eerste vraagtekens bij. Bafin stelt dat het zich niet kan voorstellen dat de belangrijkste effectenbeurs van het Europese vasteland in de toekomst vanuit Londen, dat straks buiten de EU ligt, wordt bestuurd.

Dat is echter niet het enige. Ook voor Euronext, en dus voor de beurs in Amsterdam, heeft een fusie van de London Stock Exchange en Deutsche Börse mogelijk grote nadelige gevolgen. Het zou van Euronext een verzameling dwergbeursjes maken.

Europese regelgevers, die in 2012 nog een fusie tussen Euronext en Deutsche Börse blokkeerden omdat dit tot een

bijna-monopoliepositie zou leiden op de derivatenmarkt, zouden er nu juist op moeten aandringen dat deze fusie alsnog plaatsvindt. De situatie op de markten is namelijk radicaal veranderd. De concurrentie is moordend met het snelgroeiende aantal alternatieve platforms en de vele fintech start-ups.

Euronext heeft met veel succes kosten teruggedrongen met herstructureringsprogramma's die volgden op de breuk met de New York Stock Exchange. Deze programma's lopen nog, zoals ook op de aandeelhoudersvergadering werd benadrukt. Dat is mooi, maar Euronext zou nog veel meer profiteren van een sterke pan-Europese effectenmarkt. Alleen dan kan een groot Europees beursbedrijf voldoende liquiditeit en een brede, voordelige dienstverlening bieden. Alleen dan heeft Europa een antwoord op Londen, New York en Tokio. Als Frankfurt wordt uitgeleverd aan de Britten, zetten Europese beleggers zichzelf definitief buitenspel.



PAUL KOSTER
is directeur van de VEB

Reverse listings:

LIEVER NIET

Met het plan van Dirk Scheringa om zijn bedrijf CS Factoring via een kattenluik naar de beurs te brengen staan reverse listings weer volop in de belangstelling. **Wat zijn de voors en tegens van het gebruik van lege hulzen om een bedrijf naar de beurs te brengen?**

SnowWorld, Value8 en nu ook Lavide, waarin Dirk Scheringa zijn bedrijf CS Factoring gaat onderbrengen: allemaal bedrijven die zijn ontstaan door nieuwe activiteiten in een al bestaande beursnotering te schuiven. Het lijkt een efficiënte manier voor bedrijven om naar de beurs te gaan, maar beleggers worden vooral gehinderd door gebrekkige informatievoorziening, zo blijkt uit een inventarisatie van voor- en nadelen van deze sluipweg naar de beurs.

LAAGDREMPELIG...

Bij een omgekeerde notering wordt een bedrijf in een lege beurshuis gebracht. In principe kan dit met een verkoopovereenkomst waarbij de eigenaren van een onderneming aandelen in de beursholding krijgen in ruil voor hun bezit. Een volledig prospectus is hierbij volgens de Nederlandse regels niet nodig. Dit scheelt tijd en geld.

... DUS LAGE KOSTEN VOOR ADVOCATEN EN ANDERE ADVISEURS...

Kosten voor advocaten en adviseurs die een beursgang moeten voorbereiden kunnen namelijk flink oplopen. Om een idee te geven, recyclingbedrijf Inverko gaf na de beursgang in 2014 nieuwe

aandelen uit met een prospectus en maakte daarbij 350.000 euro aan kosten. Voor een bedrijf met een omzet van enkele miljoenen is dat een flinke som. Overigens verkeert Inverko inmiddels in surseance van betaling.

... EN VOOR BANKIERS

Normaal gesproken worden er bij een beursgang nieuwe of bestaande aandelen aan de man gebracht. Dit brengt ook hoge kosten met zich mee. Drankenproducent Bols maakte begin 2015 3,6 miljoen euro aan kosten bij de beursgang, vooral voor de aandelenuitgifte. Naast deze kosten moet het management tijd besteden aan de communicatie met potentiële investeerders. Ook daar zijn kosten aan verbonden. Dit is allemaal niet nodig bij een reverse listing.

sarissen, de bedrijfsstrategie, de financiële huishouding, het dividendbeleid en allerlei risico's waarmee het bedrijf geconfronteerd wordt.

Het boekwerk bij de beursgang van ABN Amro telde bijvoorbeeld 729 pagina's. Dat van meest recente nieuwkomer Basic-Fit was goed voor 288 pagina's voorlichtende tekst.

Zo'n emissieprospectus is bij een beursgang via de achterdeur – wat een reverse listing feitelijk is – volgens de Nederlandse wet- en regelgeving niet vereist. Bij deze methode is een veredelde reclamefolder eigenlijk al voldoende om op het koersenbord te kunnen verschijnen.

Beurswaakhond Autoriteit

BIJ NORMALE BEURSINTRODUCTIES ZIJN BEDRIJVEN VERPLICHT EEN PROSPECTUS OP TE STELLEN DAT AAN WETTELIJKE VEREISTEN MOET VOLDOEN. BIJ EEN REVERSE LISTING HOEFT DAT NIET

Nadelen en risico's

MINDER INFORMATIE

Bij normale beursintroductions zijn bedrijven verplicht een prospectus op te stellen dat aan wettelijke vereisten moet voldoen. Dat is een vuistdik document waarin potentiële beleggers geïnformeerd worden over de staat van dienst van het management en commis-

Financiële Markten (AFM) speelt ook geen rol bij een omgekeerde beursnotering omdat een emisiedocument niet noodzakelijk is. Van een andere toets van de beursganger is ook geen sprake.

Bedrijven die naar de beurs trekken via een reverse listing, maken in feite gebruik van een maas in de wet. Er is geen juridisch stuk vereist, zodat het voor beleggers ook moeilijker is verhaal te halen als het na de beursintroduktie bij een bedrijf onverhoopt mis mocht gaan.

BIJNA ALTIJD EEN MINIEME FREE FLOAT EN ENKELE GROTE AANDEELHOUDERS...

Bij een reguliere beursgang worden de aandelen via een emissie uitgegeven aan het beleggende publiek, bij een reverse listing vaak niet. Bij een reverse listing komen er hooguit enkele nieuwe grootaandeelhouders bij. De free float en dus de liquiditeit is vaak beperkt. Hierdoor is er te vaak geen goede basis voor een gezonde handel en prijsvorming.

GROOTAANDEELHOUDERS HEBBEN VRIJ SPEL

De aanwezigheid van grootaandeelhouders is op zichzelf ook een aandachtspunt. Het betekent in de praktijk dat de kleine investeerders overgeleverd zijn aan de grillen van groten. Daarbij wor-

**KLEINE BELEGERS
ZIJN BIJ REVERSE
LISTINGS VAAK
OVERGELEVERD
AAN DE GRILLEN
VAN GROTERE
BELEGERS. DE
LIQUIDITEIT IS
BEPERKT, WAAR-
DOOR ER TE VAAK
GEEN GOEDE BASIS
IS VOOR GEZONDE
PRIJSVORMING**

den vaak complexe constructies opgetuigd.

Dit gebeurt bijvoorbeeld bij de beursgang van CS Factoring, een bedrijf van Dirk Scheringa, bekend van de omgevallen DSB Bank. Scheringa krijgt ruim 3,8 miljoen aandelen in beursbols Lavidé en een optie op 1,5 miljoen aandelen in 2019. Op dit moment staan er 2,8 miljoen aandelen Lavidé uit.

WEINIG AANDACHT ANALISTEN EN MEDIA

Het niet uitgeven van nieuwe aandelen en de lage free float leiden er ook toe dat er weinig aandacht van analisten en media voor dit soort aandelen is. Gevolg is dat rammelende verdienmodellen, interne problemen of een verslechtering van de marktomstandigheden langer buiten het zicht van investeerders kunnen blijven dan anders het geval zou zijn.

OUDE CLAIMS

Een ander aandachtspunt is dat er nog oude vorderingen tegen de holding kunnen lopen. Bij Lavidé, de holding van het failliete it-bedrijf Qurius, kwam in 2012 een oude claim uit de hoge hoed.

OOK ZONDER CLAIMS HANGT AAN EEN LEGE BEURSHULS ALTIJD EEN VERLEDEN

En ook als er geen sprake is van claims, heeft een lege beursbols veelal een dubieus verleden. Inverko was ooit Newconomy, het internetbedrijf van Maurice de Hond, dat begin deze eeuw roemloos ten onder ging. Het in 2014 door Value8 naar de beurs gebrachte Novisource zit in een vennootschap die ooit de naam Begemann had, waar 'bedrijvendokter' Joep van den Nieuwenhuijzen aan het roer stond toen het in guldens nog meer dan een miljard waard was. Begemann bleek een kaartenhuis.

SYMPTOMATISCH

De nadelen voor de belegger van

een reverse listing zijn groter dan de voordelen, zoveel is duidelijk. De effecten van een snelle en goedkope beursgang zijn snel uitgewerkt, de nadelen blijven grosso modo continu opgeld doen.

Gelukkig zijn Amerikaanse praktijken Nederland tot nu bespaard gebleven. Veel bedrijven die de Amerikaanse beurs betreden via een reverse listing gaan failliet of vechten voor hun bestaan. Ook komen gebrekkige interne controle en boekhoudfraudes voor, overigens bepaald geen karakteristieken die voorbehouden blijven aan reverse listings. De twijfelachtige kwaliteit van omgekeerde overname-bedrijven in de VS is voor een groot deel te wijten aan de toevloed van buitenlandse bedrijven – veel uit China – die zo snel de beurs wisten te betreden. De Amerikaanse toezichthouder SEC voerde vijf jaar geleden al regels in voor reverse listings. Bedrijven die gebruik wensden te maken van deze route, moesten de luiken openen. Zonder goedgekeurde jaarrekening is een beursgang in de VS onmogelijk.

De invoer van strengere regels in de VS kon op bijval rekenen van NYSE Euronext, destijds het moederbedrijf van het Nederlandse Euronext. In een persbericht complimenteerde de beurzenorganisatie toezichthouder SEC voor zijn betrokkenheid en getoond leiderschap. Maar regelgeving voor de Nederlandse beurs bleef uit.

Euronext Amsterdam zou er goed aan doen een voorbeeld te nemen aan de Amerikaanse praktijk door de regels voor reverse listings flink aan te scherpen. Beleggers verdienen op dit punt een betere bescherming. Wie een compleet nieuw bedrijf inbrengt in een bestaande notering, moet beleggers van dezelfde informatie voorzien als een bedrijf dat via een nieuwe notering naar de beurs komt.



ÉÉN OP DE VIJF AEX-BEDRIJVEN HEEFT MOEITE MET VERZILVEREN PAPIEREN WINST



Een goed bedrijf loopt niet alleen met papieren winsten te pronken, maar weet die verdiensten ook in klinkende munt om te zetten. **Niet alle bedrijven op de Nederlandse beurs beheersen die kunst.**

ASML, het para-depaardje van de Nederlandse high-tech-industrie, zou minder winst maken als het een Amerikaans bedrijf was geweest. Met het succes van het bedrijf heeft dat niets te maken, het zijn de boekhouders die het verschil maken. Volgens de Europese boekhoudregels, de zogeheten IFRS-regels, behaalde de chipmachinefabrikant afgelopen jaar 1,619 miljard euro winst, aanzienlijk meer dan de (omgerekend) 1,387 miljard euro winst volgens de Amerikaanse boekhoudregels (US GAAP).

Het verschil zit vooral in de manier waarop de beide boekhoudregimes omgaan met uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling (r&d). Volgens de Europese boekhoudnormen mag ASML die r&d-uitgaven – denk aan de ontwikkeling van machines voor telkens fijnmazigere chips – als bezitting op de balans zetten, waardoor deze niet als kostenpost voor de berekening van de winst worden meegenomen.

EUROPEES DENKEN

In 2015 was met deze zogenoemde activering van ontwikkelingskosten 244 miljoen euro gemoeid. De “Europese” manier van denken is dat deze investeringen in de toekomst nieuwe omzet en winst gaan opleveren. De kosten van toekomstige groei in één jaar nemen zou niet reëel zijn. De Amerikaanse regelgever is strenger: hier worden alle r&d-uitgaven direct als kosten gezien waardoor de winst lager uitvalt.



IMTECH MAAKT SCHOOL

Het failliete Imtech is uitgegroeid tot het klassieke voorbeeld van cijfermanipulatie. Bij de technisch dienstverlener groeide de winst snel en gelijkmatig tussen 2008 en 2011.

De voorspelbare winstgroei, midden in crisistijd, maakte Imtech zeer geliefd onder analisten. De vrije kasstroom was echter veel volatieler dan de nettowinst – ook lagen de cashinkomsten structureel onder de nettowinst. Klanten bleken erg lang de tijd te nemen om hun rekening te betalen. Vanaf 2011 gaat het fout, de zo mooi oplopende winst blijkt niet gedekt door daadwerkelijke cashinkomsten. Los hiervan is ook gebleken dat winstcijfers door frauduleuze acties waren opgepompt en op lucht gebaseerd.

De verschillen in winst voor één en hetzelfde bedrijf over dezelfde periode maken nog maar eens duidelijk hoe wankel een beleggingsbeslissing kan zijn die puur op winst of op koers-winst-verhoudingen is gebaseerd. Professionele beleggers kijken daarom verder dan de papieren winst en vergelijken deze met de cash die daadwerkelijk binnenkomt bij een bedrijf.

SCHOMMELINGEN IN WERKKAPITAAL

Bedrijven boeken “omzet” wanneer een product is verkocht of een dienst is verleend en “kosten” wanneer een tegenprestatie is geleverd. In principe hoeft daarbij nog geen stuiver van eigenaar verwisseld te zijn. Door schommelingen in werkkapitaal (voorraden plus debiteuren minus crediteuren) en verschillen in (puur boekhoudkundige) afschrijvingen en investeringen (die wel in cash zijn) kunnen er grote verschillen ontstaan tussen de winst-en-verliesrekening en het kasstroomoverzicht van hetzelfde bedrijf.

Als de winst (structureel) veel hoger is dan de kasstroom, dan kan dit een signaal zijn dat bedrijven de cijfers oppoetsen en zo verdoezelen dat de zaken niet zo goed gaan als gehoopt en verwacht. Kasstromen masseren is ook mogelijk, maar een stuk lastiger dan boekhoudkundige cijfers verfraaien.

Om na te gaan hoe robuust de winsten van Nederlandse beursfondsen zijn, hebben we voor twintig AEX-bedrijven winst en kasstroom vergeleken, zowel over 2015 als het gemiddelde over de afgelopen vijf jaar. We vergeleken de boekhoudkundige winst met

de vrije kasstroom, de cash die binnenstroomt uit de bedrijfsvoering minus gedane investeringen in bijvoorbeeld fabrieken en machines. Ook keken we naar de ebitda, de winst voor afschrijvingen, en de operationele kasstroom, de ontvangen gelden uit de bedrijfsvoering.

Uit de analyse blijkt dat bij het merendeel van de bedrijven papieren en 'echte' winst behoorlijk in evenwicht zijn. Bij ondernemingen als Ahold, KPN en RELX ligt de operationele kasstroom net boven de ebitda. Bij Heineken en Unilever ligt de dekking net onder de 100 procent, maar ook bij deze ondernemingen is de verhouding tussen papieren en klinkende munt gezond te noemen. Unilever en Heineken kunnen door hun sterke onderhandelingspositie ten opzichte van hun klanten – supermarkten bijvoorbeeld – korte betalingstermijnen afdwingen, terwijl zij

hun eigen rekeningen vaak later kunnen betalen. Hierdoor is de conversie van winst naar kasstroom relatief hoog en stabiel. Supermarktconcern Ahold kan op zijn beurt de Unilevers en Heinekens waarmee ze zaken doen weer snel betalen. Hun klanten, de klanten in de supermarkt, betalen immers meteen aan de kassa: een betalingstermijn van nul minuten. Ook KPN en RELX weten een hoge, en vooral, stabiele conversie van winst naar cash te bewerkstelligen. Aandeelhouders zien dit heel graag.

Toch lopen niet alle bedrijven keurig in de pas bij het verzilveren van hun winsten. Bij een viertal bedrijven zijn de afwijkingen opvallend.

1 AALBERTS INDUSTRIES: LATER BETALEN

Bij Aalberts lijkt een structureel gat te zitten tussen de operationele winst (ebitda) en de nettowinst

enerzijds en de operationele en vrije kasstroom anderzijds. De afgelopen vijf jaar waren nettowinst en operationele winst over het algemeen een stuk hoger dan de kasstromen. Dat verschil is voor een groot deel te verklaren door de trage betaling van klanten, zo valt uit de jaarrekening te bezien door middel van de zogeheten *days of sales outstanding*-ratio. De maatstaf geeft aan hoeveel dagen het bedrijf op zijn geld moet wachten. De afgelopen vier jaar namen klanten steeds langer de tijd om de rekeningen van Aalberts te betalen. Waar de onderneming in 2012 gemiddeld 36,4 dagen moest wachten voordat een klant een rekening betaalde, was dit eind vorig jaar maar liefst 47,8 dagen. De kwestie is door het bestuur van Aalberts inmiddels onderkend. In het voorwoord van het jaarverslag noemt ceo Wim Pelsma een aantal verbeterpunten en geeft hij aan dat er "op dit vlak nog veel te halen valt".

2 AKZONOBEL: INVESTEREN EN BIJSTORTEN

Bij AkzoNobel oogt de kwaliteit van de winst matig: het ebitda-resultaat en de winst worden in vier van de vijf afgelopen jaren niet gedekt door kasstromen. Hier speelt dat de boekhoudkundige afschrijvingen lager liggen dan de investeringen. AkzoNobel investeerde bijvoorbeeld fors in verffabrieken in China. Ook moest het bedrijf fors betalen voor herstructureringen – lees: ontslagvergoedingen – en moest bijgestort worden in het pensioenfonds (de welbekende *top-up payments*). Door een miljardenaftoekening in 2012 is de nettowinst over de laat-

WELK DEEL VAN DE WINST WORDT GEDEKT DOOR KASSTROOM?

Bedrijf	Operationele kasstroom als percentage van de EBITDA-winst (2011-2015)	Vrije kasstroom als percentage van de nettowinst (2011-2015)
AALBERTS	89,2%	86,1%
AHOLD	100,5%	85,5%
AKZONOBEL	96,9%	100,8%
ASML	91,7%	88,0%
ALTICE (VERLIJSLATEND)	92,5%	nvt
BOSKALIS	100,2%	90,3%
DSM	98,5%	69,1%
GEMALTO	96,1%	108,8%
HEINEKEN	97,8%	94,3%
KPN	106,6%	355,5%
ARCELORMITTAL (VERLIJSLATEND)	100,6%	nvt
PHILIPS	90,1%	352,8%
RANDSTAD	103,3%	174,3%
SHELL	127,0%	38,1%
RELX	101,3%	137,1%
SBM OFFSHORE (VERLIJSLATEND)	nvt	nvt
TNT EXPRESS (VERLIJSLATEND)	182,8%	nvt
UNILEVER	97,8%	99,9%
VOPAK	109,8%	44,2%
WOLTERS KLUWER	86,2%	149,4%

ste 5 jaar wel in lijn met de vrije kasstroom.

③ SBM OFFSHORE: 2 MILJARD EURO DE DEUR UIT

SBM Offshore is een van de twee bedrijven binnen de AEX met een negatieve kasstroom, gemeten over de afgelopen vijf jaar. Tegenover een totale nettowinst in die periode van 166 miljoen euro stelde de bouwer van boorplatformen een negatieve vrije kasstroom van 2,8 miljard dollar. SBM Offshore investeert de afgelopen jaren in nieuwe projecten en zag ook de post "onderhanden werk" – verricht werk waarvoor SBM Offshore de factuur nog niet naar de klant heeft verstuurd – oplopen als gevolg van de bouw van de drijvende olieplatforms. Ook was er forse uitstroom van cash om fraudezaken uit het verleden op te lossen.

④ ARCELORMITTAL: MILJARDENAFSCHRIJVING

ArcelorMittal is het andere AEX-bedrijf dat over het afgelopen halve decennium een negatieve vrije kasstroom boekte. Bijna 2 miljard dollar aan cash stroomde in de jaren 2011-2015 het staalconcern uit, maar de nettowinst was met 12,6 miljard dollar nog een stuk negatiever.

Dat astronomische verlies was te wijten aan boekhoudkundige afboekingen (non cash). Zo boekte het concern in 2015 4,8 miljard dollar af, voornamelijk vanwege een lagere verwachte winstgevendheid van mijnen die het concern bezit, veroorzaakt door de ineenstorting van ijzerertsprizen. De aanpassing aan de economische realiteit is pijnlijk, maar wel puur boekhoudkundig, in de zin dat er op het moment van de afboeking geen stuiver de onderneming verlaat.



AANDACHTS- PUNTEN VOOR BELEGERS

> Als de investeringen structureel onder de afschrijvingen liggen, moet een belegger alert zijn. Het zou kunnen betekenen dat een bedrijf te weinig investeert in de toekomstige groei.

> Loopt het werkkapitaal als percentage van de omzet op? Zoek dan uit waar de pijn zit. Zit het bedrijf met hoge voorraden omdat het product dat wordt verkocht uit de gratie is geraakt? Of is de betalingsmoraal van klanten verslechterd, waardoor het steeds langer duurt voordat de rekening wordt betaald? Beide zijn geen teken van kracht.

> Werkkapitaal bestaat uit de post voorraden plus debiteuren minus crediteuren. Een CFO die geconfronteerd wordt met hoge voorraden en/of slechte betalingsmoraal bij klanten kan dit compenseren door zelf toeleveranciers later te gaan betalen. Dat hier een grens aan zit, bewijst de casus Imtech.



– Column –

Beleggen op basis van kasstromen: een gelukkige keuze



Het opperste levensgeluk voor een belegger: via een enkel kengetal weet je of een aandeel (ver)koopwaardig is. Was het maar zo simpel.

Bij beleggingsbeslissingen gaat het om twee zaken: wat iets waard is en wat het kost. Gelukkig valt de prijs bij beursgenoteerde ondernemingen snel te achterhalen. Het knelpunt zit in de waardebepaling.

De meeste beleggers schatten voor de waardebepaling de verwachte winst per aandeel van de onderneming over een reeks van jaren en kijken over hoeveel jaar de belegging zich terugbetaalt via winst. Simplistisch. Want winst-taxaties zijn onzeker, waardoor toekomstige winsten moeten worden verdisconteerd met een hogere rentevoet. Daarnaast is winst een mening, weet u nog wel? Zelfs met IFRS-boekhoudregeltjes. Tot slot kunnen balansproblemen (te hoge schulden) of een enkel rampjaar alle winstprognoses irrelevant maken en zelfs het einde van de onderneming inluiden.

Andere beleggers nemen daarom de balans als startpunt voor de waardebepaling. Zijn er relatief weinig schulden en is het eigen vermogen hoger dan de beurswaarde, dan drukken ze op de koopknop. Riskant. Het lot van beleggers die de balans heilig verklaren, ligt net als dat van de winstfetisjisten in handen van de boekhoudgoden. Ook al speelt er geen fraude en is de boekhouding perfect, dan nog reflecteren de balans en de winst-en-verlies-

rekening de situatie conform boekhoudregels, die lang niet altijd de bedrijfseconomische toestand zinvol beschrijven. Bovenal betreffen deze cijfers de situatie in het verleden en zeggen ze niets over de toekomst. Niets.

Gezien alle beperkingen van de winst-en-verliesrekening en balans, resteert een slimme belegger daarom te kijken naar de verwachte kasstromen om de waarde van een onderneming te bepalen.

Dan moet hij wel even die toekomstige kasstromen goed schatten en tegen een adequate factor verdisconteren. En hopen dat de onderneming effectief investeert om winstgevend te bewerkstelligen en de continuïteit veilig te stellen. En hopen op een rendement dat hoger is dan de kapitaalkosten. En hopen dat er anders rigoureus dividend wordt uitgekeerd of aandelen worden ingekocht. Bovenal dagelijks bidden dat de bestuurders integer en competent zijn.

Zelfs slimme beleggers moeten geluk hebben. Veel geluk.



ERROL KEYNER
is adjunct-directeur
van de VEB



TRADERS
ONLY

VERKOZEN TOT BESTE BROKER IN DE VOLGENDE CATEGORIEËN*

BESTE BROKER VOOR DE ACTIEVE BELEGGER



BESTE HANDELSPLATFORM



BESTE KLANTENSERVICE



BESTE BROKER VOOR OPTIEBELEGGER



WWW.TRADERSONLY.NL

** Bron: Online Broker Onderzoek 2016 van vergelijkbrokers.nl*

Een consultancybedrijf, Hollands glorie op het gebied van landbouwkennis, een hoofdrolspeler in de consolidatie van de Europese veevoermarkt. **Dit is het beeld dat bestuursvoorzitter Yoram Knoop neerzet van ForFarmers.** Het is moeilijk te geloven dat dit ruim tien jaar geleden nog een lokale inkoopcoöperatie van boeren was.

YORAM KNOOP

‘ForFarmers kan sneller groeien dan de markt’



CV YORAM KNOOP
10 augustus 1969

1990-1993
GE Plastics

1993-2001
Owens Corning

2001-2007
Quest International

2007-2013
Provimi/Cargill

2013-HEDEN
ForFarmers

In de relatief korte periode van een decennium groeide ForFarmers uit tot het miljardenbedrijf dat het nu is. Het volume verkocht voeder vertienvoudigde naar 9,1 miljoen ton in 2015. Dat jaar draaide ForFarmers een omzet van ruim 2 miljard euro. Het bedrijf breidde door overnames uit naar het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en België. Particuliere beleggers konden al via een platform bij Van Lanschot in het bedrijf investeren. Toch was de bekendheid onder beleggers beperkt. Daar kwam vorige maand verandering in toen de onderneming een notering aan de Amsterdamse beurs kreeg.

In veertien vragen en antwoor-

den legt topman Knoop uit wat beleggers kunnen verwachten van deze nieuwkomer die met een ‘oorlogskas’ van 300 miljoen euro van deels eigen geld, deels opneembaar bankkrediet wil groeien door overnames. Omdat ForFarmers circa een derde van de omzet uit het Verenigd Koninkrijk haalt, gaat hij ook in op het mogelijke vertrek van het land uit het Verenigd Koninkrijk.

1 Wat voor bedrijf is er naar de beurs gekomen? In andere woorden, waarom is ForFarmers voor beleggers interessant?

“Omdat we bijna niet afhankelijk zijn van de economie zijn we een bedrijf met een zeer defensief

profiel. Zolang mensen blijven eten is dit een sector die een grote mate van stabiliteit zal tonen, gemiddeld groeit deze sector een half procent per jaar. We hebben een sterke kasstroom en door ons behoudende beleid een goed dividend. Daarnaast denken we dankzij ons vermogen om een totaaloplossing voor het boerenref te bieden dat we elk jaar nog iets harder kunnen groeien dan de markt.”

2 Wat is er onderscheidend aan die totaaloplossing?
“Wij zijn eigenlijk een half consultancybureau. We hebben driehonderdvijftig technische experts in dienst die niks



anders doen dan boeren bezoeken en analyses maken van hun bedrijf. Hoe groeien de dieren, hoe is het met hun gezondheid, hoe kan de productiviteit worden verbeterd? Die adviseurs overleggen met de boer over de aanpassingen die hij moet maken om zijn rendement te verbeteren. Vervolgens meten we ook wat de impact is van die adviezen. We hebben een dataplatform beschikbaar en kunnen zo het bewijs leveren dat waar ForFarmers de toeleverancier is en advies geeft, de boer het beter doet dan gemiddeld.”

3 U zit in een bedrijfstak met winstmarges van enkele procenten. Is deze aanpak ook goed voor de winstgevendheid?

“In zo'n model is het eenvoudiger om de winstmarges te maken die wij willen maken omdat de boer vaak iets meer kan betalen voor een kilo voer. Wij concurreren dan niet alleen op wie het goedkoopst is, maar op wie de beste prestaties levert. Nederland staat overigens bekend om zijn hoge productiviteit in deze sector. Tussen de gemiddelde prestaties in Nederland en die in Duitsland en Engeland zitten echt enorme verschillen.”

4 Dat klinkt alsof er een kans ligt om deze kennis over productiviteit over de grens te brengen?

“In een aantal landen is dat dataplatform er nog niet. Wij zijn er

‘WIJ ZIJN EIGENLIJK EEN HALF CONSULTANCY-BUREAU. WE HEBBEN DRIEHONDERD-VIJFTIG TECHNISCHE EXPERTS IN DIENST DIE NIETS ANDERS DOEN DAN BOEREN BEZOEKEN EN ANALYSES MAKEN VAN HUN BEDRIJF’

nu mee bezig om dat op te zetten. We willen die kennis inderdaad ‘exporteren’. Daarnaast willen we ook de operationele prestaties verbeteren. Daarmee kunnen we ook stappen maken in andere landen.”

5 Een van de landen waar u dat doet is het Verenigd Koninkrijk. De vraag is dus onvermijdelijk: wat betekent een Brexit voor ForFarmers?

“Wij hebben al ruim voor het referendum aangegeven dat wij in het algemeen hoopten dat het niet tot een Brexit zou komen omdat dat voor de Europese economie niet goed is. Tegelijkertijd verwachten wij in Engeland op korte termijn een beperkte impact op ons bedrijf. Alles wat we in Engeland verkopen wordt daar geproduceerd, dus wij hebben alleen het wisselkoersrisico omdat wij onze resultaten in euro rapporteren. Daarnaast denken we dat het voor onze Engelse activiteiten op langere termijn niet negatief hoeft te zijn. In een aantal segmenten verwachten we zelfs een positief effect.”

6 Waar zit dat dan in?
“Exporteren vanuit een euroland naar Groot-Brittannië zal lastiger worden. Daardoor komen er betere kansen voor de lokale industrie. Dit komt allereerst doordat het Britse pond veel minder sterk is geworden ten opzichte van de euro. Als er papierwerk of importheffingen bij



zouden komen, dan gaat die impact helemaal sterk zijn.”

7 Dat kan dus ook leiden tot een versterking van uw marktpositie. Goed nieuws, want u streeft naar top twee-posities in al uw markten. Waarom is dat belangrijk?

“Omdat vervoerskosten bij ons een grote rol spelen. Die kosten zijn minstens even belangrijk als productiekosten. Hoe dichter klanten rond de fabriek zitten, hoe lager de kosten. Het netwerk van klanten is veel beter met een sterk marktaandeel. Dan kunnen we bij wijze van spreken een rondje om de kerk maken. Wat betreft winstmarges is er echt een enorm verschil tussen markten waar we die top twee-positie wel hebben en niet. In Nederland zitten we op ongeveer 5 procent, in Duitsland op ongeveer 1,5 tot 2 procent. Dat zit in de lokale sterke posities in Nederland en in het feit dat de boerenbedrijven dichter bij elkaar liggen.”

8 Zijn overnames onontbeerlijk om die posities te krijgen?
“Als het gaat over markten waar we nu nummer drie of vier zijn, is de kans om daar puur op eigen kracht





een nummer één of twee positie te realiseren niet zo groot. We hebben overnames nodig om die stap te kunnen maken. We stellen ons ten doel om elk jaar minimaal één of twee kleinere stappen te maken. Daarnaast proberen we eens in de paar jaar een grote stap te maken, maar daar zijn de kandidaten veel schaarser voor. Dat zijn over het algemeen geen beursgenoteerde bedrijven maar familie-ondernemingen met een lange traditie.”

9 Was toegang tot nieuw kapitaal dan ook een reden voor de beursgang?
 “Dat is op termijn mogelijk een bijkomstige plus, maar absoluut geen reden om die beursgang te doen. We hebben op dit moment geen schuld. Ik weet niet hoeveel bedrijven dat tegenwoordig nog kunnen zeggen. We hebben dus genoeg financiële mogelijkheden om overnames te doen.”

10 Gaat ForFarmers ervoor zorgen dat de concentratie in de bedrijfstak in Europa groter wordt?
 “De Europese markt is nog erg ge-

fragmenteerd. In Duitsland heeft de top vijf nog niet de helft van de markt. Nederland is daar verder in, hier heeft de top drie rond de 70 procent. Het boerenbestaan is zoals iedereen weet niet heel erg makkelijk. Het wordt concurrerender en bedrijven specialiseren zich in bepaalde sectoren en willen daar efficiënt en groot worden. Wij praten daarom met steeds minder boeren. Die grote boeren die verwachten meer kennis voor een scherpere prijs. Als we kijken naar de lage rendementen die voederbedrijven maken, dan kan het niet anders dan dat deze situatie tot consolidatie leidt.”

11 De focus op kennis doet een beetje denken aan Nutreco, ook een producent van veevoer. Kunnen beleggers ForFarmers zien als een soort vervanging nu Nutreco van de beurs is?

“Er zijn veel parallellen, maar Nutreco is nog meer kennis gedreven dan wij. Daarnaast passen wij kennis lokaal toe, voor Nutreco is het makkelijker en zelfs noodzakelijk om wereldwijd te opereren. Wij richten ons op de grote markten in Europa waar de dieren worden gehouden. Daar willen we sterke marktposities opbouwen. We zitten nu in vier landen. Dat zullen er in de toekomst misschien vijf of zes worden, maar we streven niet naar uitbreiding naar twintig landen. Wat betreft de beleggers die naar ons kijken, zijn het vaak wel beleggers die in het verleden in Nutreco hebben gezeten. Er zijn niet zo heel veel bedrijven in onze sector met een beursnotering.”

12 U wilt vooral institutionele investeerders trekken als nieuwe aandeelhouders. Waarom speciaal die groep?
 “Onze nieuwe aandeelhouders moeten zorgen voor een betere handelbaarheid van het aandeel. We hebben tot nu toe een hele beperkte groep vermogende particulieren gehad die het geen probleem vond om een aparte rekening te openen bij Van

Lanschot. Daardoor hadden we een beperkte zichtbaarheid en verhandelbaarheid. Wij denken dat ons profiel prima past bij institutionele partijen. Dat horen we ook van hen. Dat wil niet zeggen dat we niet geïnteresseerd zijn in particuliere beleggers, maar als ik puur kijk naar hoe normaal gesproken de verdeling is tussen institutioneel en particulier, dan hebben wij heel wat te winnen bij de institutionele belegger.”

13 U spiegelt beleggers een stabiel dividend voor. Is dat ook een groeiend dividend en kunnen beleggers nog een dividend in aandelen verwachten?

“Nee, het dividend blijft in constanten. Wat betreft het groeiend dividend is het antwoord positief. We hebben aangegeven dat wij een gemiddelde groei van de operationele winst verwachten van circa 4 tot 6 procent per jaar tegen constante wisselkoersen. Daar vallen de grote acquisities niet onder, dus die groei zou daar nog bovenop komen. Verder is ons dividendbeleid om 40 tot 50 procent van de winst uit te keren. De laatste jaren hebben we 50 procent uitgekeerd en als onze balans zo blijft dan zien we weinig reden om dat te veranderen.”

14 De balans is zo sterk dat er ook ruimte lijkt voor extra uitkeringen aan aandeelhouders. Is dat nog iets waar beleggers op kunnen rekenen?

“Onze eerste prioriteit gaat uit naar het verbeteren van ons bedrijf met een aantal investeringen om onze efficiëntie te verbeteren. Als we op termijn nog steeds financiële ruimte hebben, dan zullen we kijken wat we voor mogelijkheden hebben om middelen terug te geven aan aandeelhouders. Als we nog heel veel geld over hebben dan kun je een superdividend uitkeren of aandelen inkopen. Maar dat speelt pas als we onvoldoende mogelijkheden zouden hebben om dat geld te investeren.”

‘ER ZIJN VEEL PARALLELEN MET NUTRECO, MAAR WIJ PASSEN KENNIS MEER LOKAAL TOE. NUTRECO OPEREERT WERELDWIJD, FORFARMERS RICHT ZICH OP DE GROTE EUROPESE MARKTEN’

BEURSKOERSEN PIEKEN OP

Volgens het boekje worden nieuwsfeiten onmiddellijk verwerkt in de beurskoersen, maar in de praktijk blijkt dat lang niet altijd het geval te zijn. **Een Nederlands fintech-bedrijf** laat zien dat nieuws soms al dagen oud is voordat beleggers het 'ontdekken'.

Niet eerder in Nederland was er zo'n stormloop op tickets als voor de concerten van de Britse zangeres Adele begin juni. Veel liefhebbers die kaarten wilden bestellen bij het begin van de voorverkoop, visten achter het net: binnen 22 minuten waren de twee concerten in de Ziggo Dome uitverkocht.

Voor de muziekindustrie mag een verkooptijd van 22 minuten razendsnel zijn, op de beurs lachen ze erom. Financiële markten hebben hooguit enkele seconden nodig om belangrijk nieuws in de koersen te absorberen. De hoge efficiëntie van beurzen is in lijn met de in economische kringen breed gedragen efficiënte-markthypothese. Die stelt kortweg dat alle beschikbare kennis en verwachtingen in beurskoersen verdisconteerd zijn, terwijl nieuwe informatie onmiddellijk wordt verrekend in de beurskoers. Op het moment dat een doorsnee belegger de kennis tot zich neemt, is het meestal al te laat om te anticiperen op een mogelijke koersreactie.

EIGENZINNIG

Het zijn niet de minsten die zich beroepen op de Efficiënte Markt Hypothese. Grootheden als Ben Bernanke en Burton Malkiel noemen het in hun leerboeken één van de hoekstenen van de economische wetenschap. Desondanks handelen veel beleggers niet naar



> EFFICIËNT

De snelheid van financiële markten is nauwelijks te overtreffen.

> NIEUWS

Nieuws wordt geacht meteen in koersen verwerkt te worden.

> OF NIET?

Toch blijkt relevante informatie soms al dagen bekend voordat een beursreactie volgt.

de inzichten die deze theorie heeft voortgebracht. Analisten en professionele beleggers spellen kranten, struinen nieuwssites af en houden bedrijfsnieuws nauwlettend in de gaten, met als doel beter te presteren dan de markt als geheel. Zij zijn er kennelijk niet van overtuigd dat al het publiek beschikbare nieuws in de beurskoersen verwerkt is.

SNELLER DAN BLOOMBERG

De criticasters van efficiënte markten krijgen nu steun uit onverwachte hoek. Het Amsterdamse fintech-bedrijf Owlin ziet dagelijks dat nieuws al een tijd op straat kan liggen voordat het impact heeft op de beurskoersen. Owlin begon in 2012 met het ana-

lyseren van internetberichten. Inmiddels haalt het bedrijf van bijna twintig man dagelijks nieuws binnen van 2,5 miljoen bronnen in acht talen. Owlin claimt berichten sneller te kunnen leveren dan grote persbureaus als Bloomberg en Reuters. Ze leveren de informatie aan partijen als ING, Deloitte en KPMG nadat ze deze gefilterd hebben op basis van voorkeuren van de klant.

Willem Westra van Owlin schudt de voorbeelden van klaarblijkelijk minder efficiënt marktgedrag moeiteloos uit zijn mouw. Hij laat een koersgrafiek zien van bodemonderzoeker Fugro uit 2015. Op 1 april van dat jaar meldt Fugro na het sluiten van de beurs dat het bedrijf een order heeft gekregen van energiemaatschappij Total ter waarde van 100 miljoen euro. Dat is goed nieuws voor de onderneming die over heel 2015 uiteindelijk een omzet van 2,4 miljard euro zal behalen.

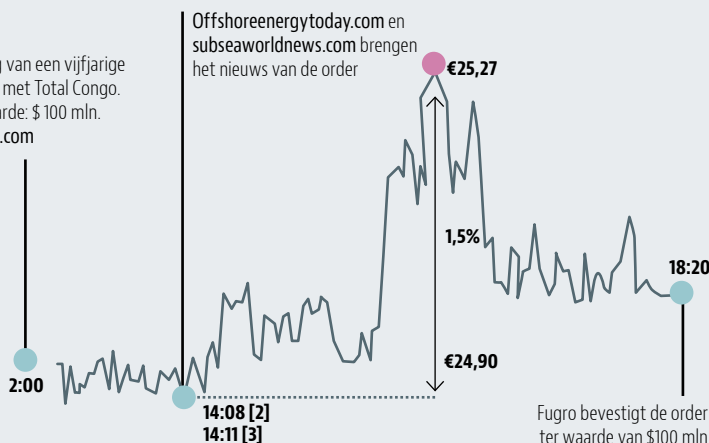
De beurskoers van Fugro heeft het nieuws op het moment van officiële bekendmaking echter al

STOCK TICKER FUGRO 1 APRIL 2015

bron: Owlin

Eerste melding van een vijfjarige overeenkomst met Total Congo. Geschatte waarde: \$100 mln. Gulfoilandgas.com

Offshoreenergytoday.com en subseaworldnews.com brengen het nieuws van de order



VEROUDERD NIEUWS

lang verteerd, zo lijkt het. Iets na twee uur 's middags diezelfde dag maakten de websites offshoreenergytoday.com en subseaworldnews.com al melding van de nieuwe opdracht voor Fugro. Het aandeel Fugro begint vanaf dat moment aan een klim die de koers maximaal 1,5 procent zal opstuwten om vervolgens weer iets terug te zakken. Uit data van Owlin blijkt dat het nieuws nog twaalf uur eerder op internet verscheen via de website gulfandgas.com. Die publicatie heeft geen direct zichtbare impact op de beurskoers.

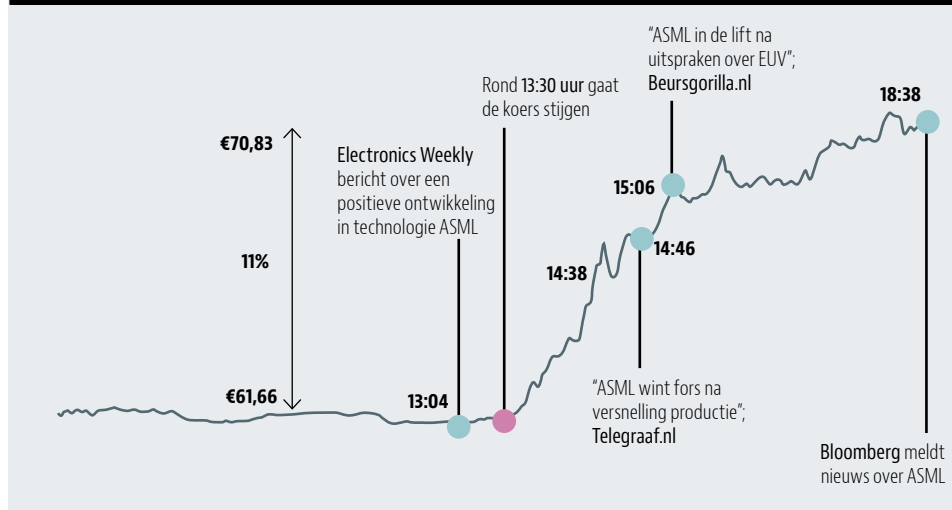
VERTRAAGD

Een andere, opmerkelijk late koersreactie was te zien bij ASML op 30 juli 2014. Op die dag meldt persbureau Bloomberg om iets na half zeven 's avonds dat de chipmachinefabrikant sneller dan verwacht voortgang boekt in de ontwikkeling van zijn nieuwste generatie chipmachines. De koers van het aandeel ASML was toen al met 11 procent gestegen sinds lunchtijd, toen het technologieblog Electronics Weekly de succesvolle voortgang van ASML als eerste meldde. Het duurt tot ruim na half drie voordat Nederlandse financiële websites het nieuws brengen, nadat zij dit geverifieerd hebben bij de onderneming.

Willem Westra van Owlin laat een verklaring voor de trage koersreacties graag aan beleggers over. "De duiding van nieuws is de laatste stap in het proces. Die laten we graag aan de experts over, onze klanten." Toch is de tijd voorbij dat Owlin zich beperkte tot het doorzetten van nieuwsberichten aan klanten. "Wij stellen gebruikers van onze digitale systemen in staat om duizenden bedrijven

STOCK TICKER ASML 30 JULI 2014

bron: Owlin



tegelijk te volgen en toch overzicht te houden. Als je gewoon de nieuwskranten opent, zien mensen al snel de door de bomen het bos niet meer. Door de slimme nieuwsfilters die wij installeren, kunnen ze op maat gesneden relevante informatie als eerste tot zich nemen."

FILTERS

Maar hoe kan het dat een klein Nederlands bedrijfje nieuwsgiganten als Bloomberg en Reuters regelmatig de loef afsteekt als het op snelheid aankomt? Westra: "Bloomberg kan niet overal tegelijk zijn en ze kunnen ook niet alle nieuws door hun kanalen pompen omdat dat simpelweg te veel is. Wij halen zo veel mogelijk nieuws van internet binnen en overleggen samen met onze klanten hoe we dat op relevantie kunnen filteren".

De incidentele voorsprong dankt Owlin ook aan het feit dat ze het binnengehaalde nieuws niet controleert bij de bron, zoals

gerenommeerde nieuwsorganisaties dat doen. Owlin laat beoordeling van relevantie van nieuws over aan zijn klanten. Officiële mededelingen van bedrijven, zoals publicatie van jaarcijfers, hoeft Owlin niet eerder te hebben. De meerwaarde zit volgens de Amsterdamse ondernemers vooral in het specialistische of regionale nieuws dat continu gevolgd wordt. Zo konden gebruikers van de Owlin-technologie in 2014 dankzij een Zwitserse technologieblog al meer dan twee weken op de hoogte zijn van fraudeonderzoek bij een Zwitserse dochter van Imtech voordat dit verhaal groot in de Nederlandse en Duitse pers verscheen.

ZELF DOEN

Owlin heeft veel klanten onder risicomangers van banken en

FRAUDE BIJ IMTECH ZWITSERLAND AL RUIM TWEDE WEKEN OUD

accountantskantoren, die dankzij de geleverde informatie mogelijk onheil als eerste kunnen identificeren. Particuliere beleggers bedient het Amsterdamse technologiebedrijf op het moment nog niet. Daarvoor zijn hun diensten te kostbaar. Beleggers kunnen wel profiteren van analyses die Owlin samen met partners maakt. Zo heeft het bedrijf voor KPMG een trend-index opgezet die ontwikkelingen in de technologie volgt (technologytrendindex.kpmg.nl). Op die manier kan per sector eenvoudig inzicht verkregen worden in de meest besproken onderwerpen op internet en zo is te zien welke onderlinge ontwikkelingen 'hot' zijn. Het is dan aan de belegger zelf om na te gaan welke aandelen van deze dynamiek zouden kunnen profiteren.

REAGEREN OP (BIJNA) LICHTSNELHEID

De snelheid waarmee markten op nieuws reageren is afgelopen jaren spectaculair gestegen.

Rond de eeuwwisseling vielen de grootste koersuitslagen te noteren in de eerste 90 seconden na bekend worden van nieuws, zo bleek destijds uit een studie over reactiesnelheden op de Londense beurs. Inmiddels zijn de grootste koersuitslagen samengebond in de eerste vijf seconden na publicatie van nieuws. Zonder twijfel zal die responstijd dramatisch verder dalen onder invloed van *high frequency trading*, waarbij beurshandel volledig wordt uitgevoerd door computers.

■ FLITSHANDEL

Naar schatting 70 procent van alle beurshandel komt voor rekening van deze razendsnelle aan- en verkopers. Onder flitshandelaren is het

gebruik van *natural language processing* in opkomst, een techniek waarbij een computer tekstuele berichten kan lezen en vertalen in aan- of verkooporders op basis van vooraf ingestelde algoritmen. Aan de snelheid van handelen zal het niet liggen.

■ SUPERSNEL

Professionele beleggers kunnen hun order inmiddels bijna op lichtsnelheid inschieten. Onderzoeker Marius Zoican van het Tinbergen Instituut becijferde dat een handelaar vanuit Londen binnen 2,21 milliseconde een order kan inleggen op de beurs van Frankfurt. Licht is slechts 0,09 milliseconde sneller. Kapitaalachtige beleggers die niet mee willen in de wedloop om steeds snellere verbindingen kunnen bij grote data-leveranciers als Bloomberg

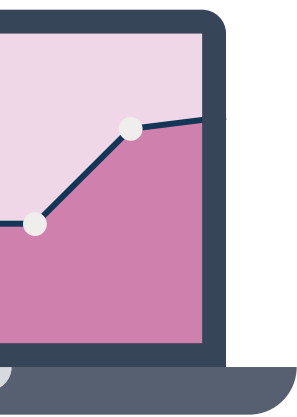
een informatievoorsprong kopen. Tegen een fikse vergoeding is Bloomberg bereid om bijvoorbeeld belangrijke inflatiecijfers iets eerder door te geven. Die mogelijkheid is omstreden, maar wordt getolereerd door de Amerikaanse beurswaakhond SEC. Sterker, de SEC levert zelf ook een dergelijke 'premium' service.

■ OVER DE SCHREEF

Dat ligt anders met de strapatsen van Vadim Yermolovich. Deze Oekraïense hacker wist tussen 2010 en 2015 de computersystemen binnen te dringen van een aantal nieuwsorganisaties en kreeg zo toegang tot 150.000 persberichten, nog voor ze gepubliceerd waren. Hij verdiende er 30 miljoen dollar mee en riskeert een gevangenisstraf van twintig jaar, nadat hij afgelopen maand schuld bekend heeft tegenover een Amerikaanse rechtbank.



WACHTEN



Omgekeerd kan zo ook gekeken worden wanneer of in welke sectoren onzekerheid op de loer ligt. Als er in relatie tot de financiële sector veel geschreven wordt over cybersecurity dan zal een mogelijk datalek bij bedrijven veel aandacht kunnen krijgen en daardoor impact op de beurskoers.

Een handig hulpmiddel voor actieve beleggers die verder kijken dan de Nederlandse beurs is de Britse site cityfalcon.com. Via deze gratis service kan een sitebezoeker zelf bedrijven selecteren, waarvan hij real time het belangrijkste nieuws kan bekijken. Volgens de makers is van 2000 aandelen, valuta's, grondstoffen en indexen het nieuws beschikbaar uit meer dan honderd bronnen. De site is voornamelijk gericht op de Britse en Amerikaanse markt. Alleen de grote Nederlandse beursfondsen ING, Unilever en Shell worden op dit moment gevolgd, maar er is een mogelijkheid voor gebruikers om de website-beheerders te vragen om aandelen toe te voegen.

LANGE TERMIJN

Nieuws mag incidenteel markten in beweging zetten op korte termijn, op langere termijn is niet te voorspellen welke facetten hoeveel impact hebben op de beurskoersen. Op basis van nieuwsfeiten snel in en uit de beurs stappen is voor individuele beleggers een slechte strategie. Niet alleen zijn ze doorgaans te laat om nieuws te ontdekken en juist te interpreteren, ook zijn de transactiekosten van veelhandelende particulieren nog steeds dusdanig dat ze behoorlijk aan het mogelijke rendement zullen knagen. Aandelen selecteren op basis van fundamentele factoren zoals waardering is een veel verstandiger manier om te proberen extra rendement te behalen. Doe dat bij voorkeur met een klein deel van de portefeuille en kies daarnaast voor een breed gespreid, goedkoop (index-)fonds.



– Column – De grootste beursgang aller tijden

Als alles goed gaat, vindt op 26 juli de grootste beursgang uit de Nederlandse geschiedenis plaats.

U zult er niet veel over gehoord hebben, maar het gaat om nieuwe aandelen met een marktwaarde groter dan die van beursnieuwligen als ABN Amro, a.s.r., Intertrust, Basic-Fit en Flow Traders bij elkaar. Het betreft een *initial private offering* (IPO) met een marktwaarde van tegen de 40 miljard euro. De hele poppenkast die normaliter wordt ingezet om nieuwe aandelen aan de man te brengen, blijft dit keer echter achterwege.

Welke aandelen het zijn? Het zijn de aandelen ING. Die waren toch al lang beursgenoteerd? Nee hoor. Op de beurs waren alleen certificaten ING genoteerd. Die certificaten waren de VEB altijd een doorn in het oog. Eerst omdat ze een beschermingsconstructie vormden. Toen vanaf 2004 conform de Corporate Governance Code iedere certificaathouder altijd wanneer hij dat wilde zijn stemrecht kon uitoefenen, bleef de VEB nog steeds tegen omdat het administratiekantoor stemde namens beleggers die niet zelf kwamen opdagen.

Ondergetekende, een van de bestuurders van dat administratiekantoor, vond de constructie wel nuttig in een wereld van op afstand stemmende beleggers,

die bij ING hun steminstructies bijna allemaal aan het administratiekantoor gaven. Maar nu is het voorbij.

Deze maand ontvangt iedere houder van certificaten daar aandelen voor in de plaats. De timing van dit mijlpaaltje in de geschiedenis van corporate governance is opmerkelijk. Want de moraal is weer aan het kantelen. De staat bracht ABN Amro gecertificeerd naar de beurs en de Governance Code lijkt van mening te veranderen: certificaten mogen weer als bescherming dienen. ING toont lef door zulke bescherming niet nodig te achten. Wetenschappers zullen benieuwd zijn of de koers van de aandelen hoger zal liggen dan die van de certificaten, zoals sommige mensen betogen. Beleggers zullen daarop hopen, want sinds ING decertificering aankondigde, gaat het niet goed met die koers.



PAUL FRENTROP
is expert op het
gebied van corporate
governance

In de afgelopen periode heeft de VEB schikkingen weten te bereiken voor gedupeerde beleggers Fortis, Imtech, Van der Moolen en Wavin. Deze schikkingen worden nu afgewikkeld. Een overzicht van de actuele stand van zaken in alle VEB-acties.

Update VEB-acties

ACTIE: SNS

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
HOUDERSCHAP TOT DATUM ONTEIGENING, 1 FEBRUARI 2013

DE VEB MAG
NAMENS BELEG-
GERS OM EEN
ONDERZOEK
VRAGEN NAAR
MOGELIJK
WANBELEID BIJ
DE GENATIONALI-
SEERDE BANK-
VERZEKERAAR
SNS

Na de nationalisatie van SNS op 1 februari 2013 volgde een reeks van juridische procedures. Inmiddels is de rook opgetrokken en is de VEB nog betrokken in twee procedures: de enquêteprocedure en de schadeloosstellingsprocedure.

In de enquêteprocedure heeft de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam bepaald dat de VEB namens beleggers om een onderzoek mag vragen naar mogelijk wanbeleid bij de genationaliseerde bank-verzekeraar SNS. SNS heeft hiertegen cassatie bij de Hoge Raad ingesteld. Recent heeft

de adviseur van de Hoge Raad, de Advocaat-Generaal, de Hoge Raad geadviseerd de beslissing van de Ondernemingskamer in stand te laten. Hoewel de Hoge Raad niet gehouden is het advies van de Advocaat-Generaal te volgen, doet hij dat veelal wel. Het is nu aan de Hoge Raad zich uit te laten over de vraag of beleggers daadwerkelijk een onderzoek naar mogelijk wanbeleid mogen verzoeken.

De schadeloosstellingprocedure loopt vertraging op. De Ondernemingskamer en de Hoge Raad bepalen eerder op welke wijze

de waarde van de onteigende effecten dient te worden vastgesteld. De Ondernemingskamer heeft vervolgens in februari 2016 deskundigen benoemd om te adviseren over de waarde van de onteigende effecten. Echter, minister Dijsselbloem en partijen hebben vraagtekens geplaatst bij de onafhankelijkheid van de deskundigen. Het is daarom nu aan de Ondernemingskamer zich daarover uit te laten. Daarna zullen deskundigen aan de slag kunnen om te adviseren over de waarde van de onteigende effecten. Het is uiteindelijk aan de rechters van de Ondernemingskamer om de compensatie vast te stellen.

Meer informatie en aanmelden
www.veb.net/sns

ACTIE: Vivat – SRLEV-obligatie

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
4 TOT EN MET 6 NOVEMBER 2015

STAND VAN ZAKEN

Beleggers die van 4 t/m 6 november 2015 handelden in de eeuwigdurende 9% SRLEV-obligatie hebben dagenlang te veel voor deze obligatie betaald. Beleggers dachten met de aanschaf van de obligatie ook achterstallige coupons te ontvangen, maar hadden daar geen recht meer op.

De SRLEV-obligatie handelde naar verluidt op 4 november 2015

ex-coupon. Omdat de rente dan uit de koers verdwijnt, hoort de obligatie die dag te handelen op een koersniveau waar de opgebouwde rente (maar liefst 31%) van af is gegaan. Maar dit is niet gebeurd. Beleggers betaalden zodoende op 4, 5 en 6 november 2015 duizenden euro's te veel voor de obligatie. Beleggers zijn hier niet adequaat over geïnformeerd.

Voor de VEB is dit reden geweest zowel effectenbeurs Euronext als uitgevende instelling SRLEV en moederbedrijf Vivat aan te spreken. Euronext heeft daarop een stap richting beleggers gezet. Euronext heeft beleggers een coulanceregeling aangeboden. Bent u gedupeerd, maar heeft u (nog) geen compensatie ontvangen? Neemt u dan contact op met uw bank of broker.

ACTIE: Fortis

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE

28 FEBRUARI 2007 TOT EN MET 14 OKTOBER 2008

STAND VAN ZAKEN: SCHIKKING GETROFFEN EN WCAM-VERZOEK INGEDIEND

Beleggersvereniging VEB heeft op 14 maart 2016 een schikking bereikt met Ageas, de rechtsopvolger van Fortis, over compensatie van gedupeerde beleggers. In totaal is ruim 1,2 miljard euro beschikbaar als vergoeding voor de schade die Fortis-beleggers leden in 2007 en 2008.

Niet eerder werden gedupeerde beleggers in Europa voor een zo groot bedrag gecompenseerd terwijl de procedure nog aanhangig is. Naar schatting ontvangen de meeste particuliere beleggers die lid zijn van de VEB 10 tot 15 procent van de nominaal geleden schade in de periode september 2007 tot oktober 2008. Daarmee is de compensatie hoger dan bij succesvolle Amerikaanse schikkingen. Ook gedupeerde beleggers die geen lid zijn van de VEB kunnen een redelijke compensatie tegemoetzien. Het exacte bedrag dat een belegger zal ontvangen, is nu nog niet te berekenen.

De compensatie vindt haar oorsprong in de misleidende communicatie en het door Fortis gevoerde wanbeleid in 2007 en 2008. In 2007 haalde Fortis kapitaal op bij aandeelhouders voor de aankoop van ABN Amro, maar raakte in zware problemen door de grote hoeveelheid giftige kredieten op de balans die tijdens de toen oploaiende kredietcrisis vrijwel waardeeloos werden. De onderneming had aandeelhouders nooit deugdelijk geïnformeerd over de blootstelling aan deze risicovolle producten. Ook werd nooit duidelijk hoe de solvabiliteit en liquiditeitspositie van Fortis was tijdens de integratie van ABN Amro in 2008. Uiteindelijk moest nationalisatie door de Nederlandse, Belgische en

Luxemburgse overheid in oktober 2008 voorkomen dat Fortis geheel ten onder zou gaan.

De VEB heeft zich vanaf 2008 ingespannen om recht te halen voor gedupeerde Fortis-beleggers. Bij effectuering van de nu aangekondigde schikking zal een einde komen aan de juridische procedure die de VEB voerde tegen Ageas, haar voormalige bestuurders en banken. Tot dat moment worden de procedures opgeschort.

VERVOLG

De schikking is op 23 mei 2016 voorgelegd aan het Gerechtshof Amsterdam onder de Wet collectieve afwikkeling massaschade (WCAM). Het Hof past een redelijkheidstoets toe op de schikking om te bezien of alle gedupeerde Fortis-beleggers door deze schikking gecompenseerd kunnen worden. Deze procedure zal gezamenlijk door de VEB, andere organisaties die aandeelhouders vertegenwoordigen en Ageas gevoerd worden. Pas nadat het Hof de schikking algemeen verbindend heeft verklaard en de opt-out-periode is verlopen, kan de schikking definitief worden geëffectueerd. De eerste regiezitting over het verdere verloop van de procedure staat gepland voor 25 augustus 2016.

Een positieve rechterlijke toets zal compensatie voor gedupeerde Fortis-beleggers een stap dichterbij brengen. Een WCAM-procedure neemt normaliter 18-24 maanden in beslag voordat tot uitbetaling van de vastgestelde compensatie overgegaan kan worden. Een onafhankelijke *claims administrator* zal de afhandeling van alle claims verzorgen. Uitbetaling van compensatie volgt naar verwachting een jaar later, eind 2018. Voordien krijgen beleggers nog ruim de tijd

om hun claim in te dienen. Op dit moment is dat nog niet mogelijk. Beleggers kunnen wel alvast hun transactie- en positieoverzichten gaan verzamelen.

VEB-LEDEN KUNNEN HUN REGISTRATIE CONTROLEREN

Gedupeerde Fortis-beleggers kunnen via een aparte module op de VEB-website nagaan of ze in aanmerking komen voor de (hogere) ledenschikking. Houd daarbij uw relatienummer gereed.

COMPENSATIE

Er is een Algemene compensatie en een gunstige Ledencompensatie.

De Ledencompensatie geldt voor gedupeerde beleggers die zich tijdig hebben aangemeld bij de VEB en aan hun lidmaatschapsverplichtingen hebben voldaan. Deze Ledencompensatie is naar verwachting minimaal 50 procent gunstiger dan de Algemene compensatie.

Met andere woorden, als een tijdig bij de VEB aangesloten, gedupeerde belegger bijvoorbeeld € 4.500 compensatie ontvangt, dan ontvangt een gedupeerde belegger die niet is aangesloten bij de VEB met eenzelfde aandelenbezit Fortis in de relevante periode circa € 3.000.

Inmiddels kunnen beleggers zelf berekenen hoeveel zij mogelijk aan schadevergoeding ontvangen. Ageas heeft daartoe een online rekenmodule ontwikkeld die te vinden is op de website van de Fortis-schikking: www.FORsettlement.com. Na invullen van enkele gegevens krijgen beleggers een indicatie van het mogelijk te ontvangen bedrag in 2018.

Meer informatie:
www.veb.net/fortis

DE OUD-BESTUURDERS
VAN FORTIS
STELDEN GEEN
SCHULD TE
HEBBEN AAN DE
MISLEIDING
VAN HET
BELEGGENDE
PUBIEK OVER
DE IMPACT
VAN DE GIFTIGE
KREDIETEN, DE
SOLVABILITEITS-
PROBLEMEN EN
HET TEKORT
AAN LIQUIDITEIT

ACTIE: Landis

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
17 APRIL 1998 TOT EN MET 8 JULI 2002

Eind 2011 stelde de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam wanbeleid vast bij het omgevallen ict-bedrijf Landis. De rechters oordeelden in ongebruikelijk harde bewoordingen over het gebrekkige functioneren van bestuurders en commissarissen van Landis. De accountant van Landis, Ernst & Young, was al eerder door de tuchtrechter op de vingers getikt voor zijn rol. De VEB is met accountant Ernst & Young in gesprek over een mogelijke schikking. Inmiddels heeft de Rechtbank Amsterdam vastgesteld dat bestuurders Kuiken en Bus aansprakelijk zijn jegens de aandeelhouders. Kuiken en Bus hebben daartegen hoger beroep aangetekend. Dat hoger beroep loopt.

Naar het oordeel van de curator van Landis dekt het privé-vermogen van Kuiken en Bus de miljoenenschade van beleggers niet. Ook de bestuurdersaansprakelijkheidsverzekering biedt geen soelaas. De volledige dekking is besteed aan de kosten van de voormalige advocaat van de Landis-bestuurders.

Meer informatie (aanmelden mogelijk als u VEB-lid was voor 1 januari 2013 en sindsdien lid bent gebleven)
www.veb.net/landis

**NAAR HET
OORDEEL VAN
DE CURATOR
DEKT HET PRIVÉ-
VERMOGEN VAN
DE BESTUURDERS
DE MILJOENEN-
SCHADE VAN
BELEGERS
NIET**

ACTIE: Van der Moolen

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
1 JANUARI 2005 TOT EN MET 16 JULI 2009

De VEB heeft met voormalige bestuurders en commissarissen van Van der Moolen (VDM) – uitsluitend zij die door de OK wegens wanbeleid aansprakelijk werden geacht – en met hun aansprakelijkheidsverzekeraar een minnelijke regeling getroffen. Erkenning van enige aansprakelijkheid heeft niet plaatsgehad. De regeling houdt onder meer in dat de VEB tegen finale kwijting een schikkingsbedrag zal ontvangen ter verdeling onder haar leden die tevens VDM- aandeelhouders zijn of waren. De VEB probeert voor beleggers die bankgegevens hebben doorgegeven bij een aantal Nederlandse banken transactieoverzichten, als bewijs ter onderbouwing van de claim, op te vragen. De VEB zal de desbetreffende leden nog nader informeren over de vervolgstappen in het afwikkelingsproces.

Meer informatie (aanmelden mogelijk als u VEB-lid was voor 12 december 2014 en tot het moment van uitbetaling lid blijft)
www.veb.net/vdm

ACTIE: LCI

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
1 JANUARI 1993 TOT EN MET 17 DECEMBER 2001

Een paar maanden voor de ondergang in 2001 spiegelde technologiebedrijf LCI zijn aandeelhouders nog forse winsten voor. Door fraude, misleiding en falend management hebben beleggers uiteindelijk voor 300 miljoen euro schade geleden. De VEB wenst de schade te verhalen en compensatie te verkrijgen voor gedupeerde beleggers. Na een lange enquête-procedure daagde de VEB in 2011 de bestuurder, commissarissen en accountant PricewaterhouseCoopers (PwC) voor de rechter.

Bestuurder Sam Asseer en de commissarissen menen dat de vorderingen zijn verjaard. De Rechtbank Amsterdam heeft begin

2014 geoordeeld dat de vorderingen zijn verjaard. In hoger beroep heeft het Hof evenwel geoordeeld dat de vorderingen niet zijn verjaard. In november 2016 hervat het Hof de inhoudelijke behandeling.

De procedure tegen accountant PwC loopt nog bij de rechtbank. De VEB heeft de controledossiers opgevraagd. De rechtbank moet nu oordelen of de VEB inzage krijgt. In oktober is de mondelinge behandeling.

Meer informatie (aanmelden mogelijk als u VEB-lid was voor 1 januari 2013 en sindsdien lid bent gebleven)
www.veb.net/lci

ACTIE: InnoConcepts

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
1998 T/M 16 DECEMBER 2010

**GROVE
MALVERSATIES
VAN DRIE
SLEUTELFIGUREN
BINNEN INNO-
CONCEPTS HEBBEN
GELEID TOT HET
FAILLISSEMENT
VAN HET
BEURSFONDS**

Grove malversaties van drie sleutelfiguren binnen InnoConcepts hebben geleid tot het faillissement van het beursfonds. Controlerend accountant Deloitte heeft deze praktijken niet kunnen voorkomen en zelfs jaren voorzien van goedkeuring. Die harde conclusies zijn te trekken op basis van het onderzoek dat de curator van InnoConcepts in het voorjaar van 2015 naar buiten heeft gebracht.

De VEB heeft bestuurders, commissarissen, accountant Deloitte en huisbankier ING al in een eerder stadium aansprakelijk gesteld voor hun rol in dit beurschandaal. De vereniging bereidt zich nu voor op verdere stappen tegen de voornaamste betrokkenen en verwacht op korte termijn een dagvaarding te kunnen uitbrengen tegen oud-bestuurders en oud-commissarissen.

Meer informatie en aanmelden www.veb.net/innconcepts

LET OP:

was u voor 7 februari 2015 lid (en bent u dat nu nog), en staat u aangemeld voor de Imtech-schikking (oude actie)? Dan heeft de VEB u, bij wijze van service, automatisch voor deze nieuwe actie geregistreerd. U hoeft zich hier dan dus niet voor aan te melden. Beleggers die niet in aanmerking komen voor de getroffen schikking met KPMG en Imtech kunnen zich nog wel aanmelden voor de tweede Imtech-actie, die gaat over het faillissement van de onderneming.

ACTIE: Imtech

SCHIKKING

STAND VAN ZAKEN: HOE VERLOOPT HET PROCES TOT COMPENSATIE VAN IMTECH- BELEGERS?

De VEB heeft in 2014 een akkoord getroffen met Imtech en accountant KPMG over compensatie van gedupeerde particuliere aandeelhouders.

Beleggers die voor 7 februari 2015 VEB-lid zijn geworden en op 1 februari 2013 nabeurs Imtech-aandelen in portefeuille hadden, komen in aanmerking voor compensatie. Imtech-beleggers hebben nog tot 31 juli 2016 de mogelijkheid om een claim in te dienen bij administratiekantoor Epiq.

IMTECH: ONDERZOEK NAAR OORZAKEN FAILLISSEMENT IN 2015

In september 2015 stelde de VEB de bestuurders en commissarissen van Imtech aansprakelijk naar aanleiding van het faillissement. De VEB is eveneens zeer kritisch op de rol van de banken, in het bijzonder bij de twee claimemissies waarmee tot voor faillissement nog 1,1 miljard euro werd opgehaald bij aandeelhouders.

De VEB en de Imtech-curatoren hebben hun krachten gebundeld bij het onderzoek naar de oorzaken van het faillissement van Imtech. Deze unieke samenwerking moet helpen snel duidelijkheid te krijgen over de omstandigheden rond dit

grootste naoorlogse faillissement van een beursgenoteerd bedrijf in Nederland.

Ook zullen de VEB en curatoren samenwerken bij eventuele acties jegens de mogelijk aansprakelijke partijen in het faillissement. Daarbij valt te denken aan voormalige bestuurders, commissarissen, assiterende banken bij de beide emissies en de externe accountant KPMG.

De onderzoekers verwachten in de loop van 2017 hun onderzoeksresultaten te publiceren.

Meer informatie (aanmelden mogelijk als u VEB-lid was voor 7 februari 2015 en tot het moment van uitbetaling lid blijft) www.veb.net/imtech

**ANDEELHOUDERS
IMTECH DIE VOOR
7 FEBRUARI 2015
VEB-LID ZIJN
GEWORDEN EN
OP 1 FEBRUARI
2013 NABEURS
DE AANDELEN IN
PORTEFEUILLE
HADDEN, KOMEN
IN AANMERKING
VOOR
COMPENSATIE**

DE VEB HEEFT VOLKSWAGEN
VOOR DE NEDERLANDSE
RECHTER GEDAAGD VANWEGE
MISLEIDENDE UITLATINGEN OVER
SJOEMELSOFTWARE DIE
HET HEEFT GEÏNSTALLEERD
IN DIESEL-AUTO'S

ACTIE: Mylan

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
16 JANUARI 2007 TOT EN MET
25 JUNI 2010

Mylan heeft in weerwil van haar wettelijke verplichtingen geen toestemming gevraagd aan haar aandeelhouders voor de overname van haar Zweedse branchegenoot Meda. De VEB heeft kritische vragen gesteld aan Mylan en het Openbaar Ministerie in overweging gegeven een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer in te dienen. Het OM heeft inmiddels laten weten dit niet te zullen doen. De VEB volgt Mylan kritisch.

ACTIE: BP

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
16 JANUARI 2007 TOT EN MET 25 JUNI 2010

De VEB heeft oliemaatschappij BP voor de Nederlandse rechter gedaagd vanwege misleidende uitlatingen voor, tijdens en na de olieramp in de Golf van Mexico in april 2010. In deze rechtszaak treedt de VEB op voor BP-beleggers die hun aandelen hebben gekocht via een Nederlandse

effectenrekening. BP betwist de bevoegdheid van de Nederlandse rechter. Het pleidooi was op 30 juni 2016. Een uitspraak in het bevoegdheidsincident volgt in de komende maanden.

Meer informatie en aanmelden
www.veb.net/bp

ACTIE: Wavin

SCHIKKING

VOOR VEB-LEDEN DIE HUN WAVIN-AANDELEN HEBBEN VERKOCHT OP
DINSDAG 5 MEI 2009 TUSSEN 9.00 UUR EN 13.06 UUR

STAND VAN ZAKEN:

SCHIKKING BEREIKT EN CLAIMFORMULIEREN BESCHIKBAAR

De VEB heeft met Wavin een minnelijke regeling getroffen tot compensatie van de schade van beleggers geleden op 5 mei 2009 tussen 9.00 en 13.06 uur. Wavin N.V. heeft destijds mogelijk niet-tijdig koersgevoelige informatie over de onderhandse plaatsing van converteerbare obligaties bekendgemaakt aan haar aandeelhouders. De regeling houdt onder meer in dat de verkopende Wavin aandeelhouders een compensatiebedrag met een rentevergoeding zullen ontvangen.

COMPENSATIE

De compensatie is afhankelijk van het moment van verkoop op de ochtend van 5 mei 2009. Het compensatiepercentage bedraagt 13,33% voor verkopen voor 10.44 uur en 75% voor verkopen na 10.44 uur. Bij de berekening wordt gebruikgemaakt van een referentietekens van € 2,90. Daarnaast ontvangen beleggers een rente-component van 20%.

EEN VOORBEELDBEREKENING:

De heer Jansen, lid van de VEB sinds 1 mei 2011, verkocht 1.000 Wavin-aandelen op 5 mei 2009 om 10.45 uur tegen €2,66. Onder de VEB-regeling heeft de heer Jansen recht op $75\% * ((€2,90 - €2,66) * 1.000 \text{ Wavin-aandelen}) * 1,20 = €216$

VEB-LEDEN KUNNEN CLAIMFORMULIER INDIENEN

Uitsluitend VEB-leden die op 1 juni 2016 lid waren en die hun Wavin-aandelen hebben verkocht op dinsdag 5 mei 2009 tussen 9.00 en 13.06 uur kunnen aanspraak maken op een vergoeding onder de minnelijke regeling.

VEB-leden die voldoen aan de deelnemingsvoorwaarden dienen hun claim(s) voor 1 december 2016 bij Wavin in te dienen. U vindt het claimformulier met instructies op de website van de VEB. Met vragen over (het indienen van) uw claim kunt u bij Wavin terecht. De instructies bij het claimformulier verschaffen meer informatie.

Meer informatie www.veb.net/wavin

BP BETWIST DE BEVOEGDHEID
VAN DE NEDERLANDSE RECHTER.
EEN UITSpraak IN HET
BEVOEGDHEIDSINCIDENT VOLGT
IN DE LOOP VAN DIT JAAR

ACTIE: Volkswagen

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
1 JANUARI 2008 TOT EN MET 22 SEPTEMBER 2015

De VEB heeft autoconcern Volkswagen voor de Nederlandse rechter gedaagd vanwege misleidende uitlatingen over sjoemelsoftware die het heeft geïnstalleerd in dieselauto's. De dagvaarding is begin februari 2016 uitgebracht.

In deze rechtszaak treedt de VEB op voor VW-beleggers die hun aandelen hebben gekocht via een Nederlandse effectenrekening. Volkswagen stelt zich net als BP op het standpunt dat de Nederlandse rechter niet bevoegd is. De rechtbank zal eerst op dit punt moeten oordelen voordat de inhoudelijke behandeling plaats zal vinden.

Meer informatie en aanmelden
www.veb.net/volkswagen

ACTIE: Ahold/Deloitte

MOGELIJK RELEVANTE PERIODE
30 JULI 1999 T/M 23 FEBRUARI 2003

De rechtszaak van beleggers tegen voormalig Ahold-accountant Deloitte naar aanleiding van diens rol in de grote boekhoudfraude bij Ahold uit begin deze eeuw gaat dit jaar verder. Dan zal de VEB namens beleggers reageren op het verweer dat Deloitte in deze zaak voert.

Meer informatie en aanmelden
www.veb.net/deloitte



– Column – De kosten van schikken (III)

In mijn derde en laatste bijdrage over de kosten van schikken, bericht ik u over het verdienmodel van commerciële belangenbehartigers bij beleggingsschade. Schikken is in de Verenigde Staten big business.

Er valt voor belangenbehartigers veel geld te verdienen. Met name voor advocaten die door Amerikaanse rechtbanken als lead counsel in collectieve acties worden benoemd. Zij vertegenwoordigen de groep gedupeerden en hebben een leidende rol in de juridische procedure. Daar worden ze rijkelijk voor beloond. Met name als de schadevergoedingsactie in een schikking eindigt.

Zo ontvingen de Amerikaanse advocaten in de Ahold-schikking voor de fraude bij US Food Service (totale beschikbare compensatie 1,1 miljard dollar) maar liefst ruim 130 miljoen dollar voor hun diensten, oftewel 12 procent van het totale schikkingsbudget. Dat bedrag is exclusief de vergoedingen die dezelfde advocaten van hun cliënten bedingen. Veelal zijn dat prestatiebeloningen (success fees) die 20 tot 30 procent van de te ontvangen compensatie bedragen.

Het Amerikaanse model lijkt met de toenemende belangstelling voor de afwikkeling van massaschade ook in Europa steeds meer zijn intrede te doen. Er is sprake van een wildgroei aan collectieve belangenbehartigers. Dat zijn veelal stichtingen die voor een enkel schikkingsdoel worden opgericht. Alleen al voor de emissiefraude bij Volkswagen zijn in Nederland een stuk of tien claimstichtingen

opgericht. Eendagsvliegen zonder noemenswaardige financiering die geen kosten willen maken (en dus niet zullen procederen), maar die wel hun graantje willen meepikken als het op de afwikkeling aankomt.

Ondanks het bestaan van een Code voor goed bestuur van claimstichtingen is het voor de individuele belegger moeilijk het kaf van het koren te scheiden. Commerciële belangenbehartigers verlangen van gedupeerden vaak een vaste betaling vooraf, een percentage van de compensatie en een bijdrage in de proceskosten. Veelal blijkt het welzijn van de belangenbehartiger zelf een belangrijke drijfveer. Weet dat de VEB het voor u doet voor één enkele bijdrage per jaar: uw contributie van slechts 75 euro, ongeacht de omvang van uw schade. Als particulier VEB-lid bent u verzekerd van collectieve juridische ondersteuning bij de belangenbehartiger met verreweg het beste track record. En dat tegen de laagste prijs. Daar zijn we trots op.



PAUL COENEN

is hoofd juridische zaken
van de VEB

ACCELL HEEFT DE WIND MEE

Accell Group, de fietsenmaker uit Heerenveen, houdt zich bezig met het **ontwerpen, ontwikkelen, produceren en verkopen van fietsen** en fietsaccessoires. Bekende merken van Accell zijn onder meer Batavus, Ghost, Haibike, Hercules, Koga, Lapierre, Loekie, Redline, Sparta, Staiger, Tunturi, Winora, XLC en Raleigh. Het bedrijf richt zich met deze merken steeds op het midden- en bovensegment van de markt.



Nederland is goed voor 25 procent van de omzet. Daarna komt Duitsland (22 procent), de rest van Europa (32 procent) en de Verenigde Staten (16 procent). Met name door het wegvallen van subsidie-regelingen staat de verkoop van fietsen in Nederland de laatste tijd onder druk. Het beeld is een stuk zonniger in de andere landen waarin Accell actief is.

Traditionele fietsen zijn bij Accell nog maar goed voor 28 procent van de omzet. Vooral naar



OVER DE AUTEUR

Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van waarde-beleggen en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett - zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk' (www.beterinbeleggen.nl) De auteur bezit geen aandelen Accell.

stevig geprijsde sportieve fietsen (racefietsen en mountainbikes) en dure elektrische fietsen is veel vraag en deze categorieën zijn inmiddels goed voor respectievelijk 27 procent en 45 procent van de omzet. De veranderende omzet-mix verklaart het gestaag oplopen van de gemiddelde verkoopprijs.

GOEDE MARKTPOSITIE

Accell beschikt over een goede marktpositie: de onderneming geniet schaalvoordelen, heeft een breed scala aan bekende fiets-merken en het bedrijf heeft goede

relaties met een groot aantal gespecialiseerde en vaak merktrouwe vakhandels. Dat Accell als pionier actief is geworden binnen de markt van elektrische fietsen levert het bedrijf nog altijd een concurrentievoordeel op.

De schaalvoordelen bestaan uit inkoopvoordelen, maar komen ook tot uiting bij de productie, ontwikkeling en marketing. Zo zijn verbeteringen op het gebied van veiligheid en comfort veelal van waarde voor verschillende merken van Accell.

Vergeleken met andere bedrij-

ven in de fietsenbranche besteedt Accell een relatief groot deel van de omzet aan onderzoek en ontwikkeling. Op basis hiervan zou verwacht mogen worden dat Accell verder marktaandeel kan winnen als gevolg van innovaties.

De omzet die Accell afgelopen jaar realiseerde, bedraagt 986,4 miljoen euro, het bedrijfsresultaat 58,5 miljoen euro. De beurswaarde is nu ongeveer 500 miljoen euro.

Met een rendement op het geïnvesteerde kapitaal van 15,3 procent is Accell hoger dan gemiddeld winstgevend. Dat terwijl Accell met een Earnings Yield van 9,3 procent momenteel juist lager dan gemiddeld gewaardeerd is.

UITSTEKEND TRACKRECORD

Meerdere structurele trends maken dat Accell de wind eigenlijk voortdurend in de rug heeft. Het gaat hierbij onder meer om trends op het gebied van mobiliteit, milieu, vergrijzing, gezondheid, duurzaamheid en het stimuleren van fietsgebruik door overheden als alternatief middel van vervoer. Bij mooi weer worden meer fietsen verkocht en daarom is het verstandig de geografische spreiding te vergroten, zodat het bedrijf minder gevoelig wordt voor een slechte zomer in een specifieke regio. Dat doet Accell door overnames en daarmee heeft de onderneming een uitstekend trackrecord opgebouwd.

Naast de sportieve fietsen blijven in het bijzonder ook de elektrische fietsen een interessante groeiemarkt voor Accell. Ook in Duitsland zijn deze fietsen erg populair en in dit land zag Accell de omzet afgelopen jaar met 16 procent stijgen, en dat was vooral dankzij de relatief dure elektrische fietsen.

Een duidelijk aandachtspunt betreft Accells afhankelijkheid van de consumentenbestedingen, vooral in Noord-Europa waar Accell veruit het grootste deel van de omzet behaalt. In economisch onzekere tijden stellen consumenten de aanschaf van een dure (elektrische) fiets nogal eens uit. Goedkope fietsen geïmporteerd uit Azië zijn dan belangrijke concurrenten. Accell richt zich echter op het midden- en bovensegment van de markt terwijl de uit Azië geïmporteerde fietsen vooral concurreren met het aanbod aan de onderkant van de markt. Het is echter te verwachten dat ook de Aziatische fietsen van steeds betere kwaliteit worden, waardoor de druk van de concurrentie toeneemt.

DEGELIJK MANAGEMENT

Het management van Accell let goed op de kosten en komt regelmatig met mooie overnames voor de dag, zonder daarvoor dan heel hoge prijzen te betalen. Het verloop is niet groot: de huidige bestuursvoorzitter René Takens (1954, totale jaarvergoeding 907.152 euro) zit sinds 1999 op zijn post. Voordat hij bij Accell aantrad, was Takens werkzaam als algemeen directeur Italië voor voedingsmiddelenconcern CSM. Takens studeerde werktuigbouwkunde aan de Universiteit Twente.

Ik zie structurele trends waar Accell al jaren van profiteert de komende jaren onverminderd aanhouden. Dit, in combinatie met de bovengemiddelde winstgevendheid en de bescheiden waardering, maakt dat ik Accell als een aantrekkelijk aandeel beoordeel dat in een goed gespreide beleggingsportefeuille beslist niet misstaat.

HENDRIK OUDE NIJHUIS KIJKT NET ALS WARREN BUFFETT GRAAG NAAR DE VOLGENDE WAARDERINGSMAATSTAVEN:



RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door het geïnvesteerde kapitaal. De ROIC geeft aan in welke mate een bedrijf uitblinkt in het verdienen van geld. Bedrijven met een hoge ROIC hebben vaak een duurzaam concurrentievoordeel.



EARNINGS YIELD (EY)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de beurswaarde waarbij een correctie is aangebracht voor eventuele schulden en cash. Omdat gerekend wordt met het bedrijfsresultaat en gecorrigeerd wordt voor de balanspositie is de Earnings Yield een betere maatstaf om de waardering van verschillende aandelen met elkaar te vergelijken dan de bekende koers-winstverhouding.

ACCCELL DOET HET SINDS 2012 IETS BETER DAN DE AEX, EN GEEFT OOK NOG MEER DIVIDEND



Goochelen met de winstcijfers

Als een bedrijf hoog van de toren blaast over de winst die behaald is, kan het geen kwaad om goed te kijken op welke winst precies wordt gedoeld. **Er zijn bijna net zoveel resultaatbegrippen als er ondernemingen zijn.** Je hebt het nettoresultaat, bedrijfsresultaat en operationeel resultaat en allerlei variaties daarop.

Veel ondernemingen geven de meeste aandacht aan alternatieve winstbegrippen, zoals 'onderliggend resultaat', 'gecorrigeerd' of 'genormaliseerd' resultaat of resultaat voor 'buitengewone posten'.

Dit gebeurt omdat de onderneming kennelijk van mening is dat het gewone nettoresultaat geen goed beeld geeft. Het kan voor beleggers interessant zijn uit te vinden waarom een onderneming juist voor een bepaald resultaatbegrip heeft gekozen. Een kleine steekproef onder een aantal beursgenoteerde ondernemingen geeft aan dat er niet of nauwelijks toelichting wordt gegeven op het gekozen resultaatbegrip.

UITZONDERING CORBION

Een uitzondering in onze steekproef was overigens Corbion, dat vermeldt: "Het management is van mening dat de zogenoemde alternatieve prestatie-maatstaven nuttig kunnen zijn voor gebruikers van de financiële overzichten. Het management van Corbion gebruikt deze prestatie-maatstaven om financiële, operationele en

strategische beslissingen te nemen en prestaties van de bedrijfssegmenten te evalueren."

In de praktijk betekent het gebruik van alternatieve resultaatbegrippen dat het in de winst- en verliesrekening gerapporteerde resultaat wordt geschoond voor abnormale, buitengewone, eenmalige of ongebruikelijke posten, die volgens het management niet tot de feitelijke bedrijfsvoering bijdragen. Een verklaring hiervoor wordt meestal niet gegeven. De achterliggende gedachte lijkt te zijn dat deze bijzondere posten zich eenmalig manifesteerden. Het geschoonde resultaatniveau geeft dan een indicatie van wat zonder bijzondere omstandigheden gerealiseerd is.

Bij het lezen bekruipt u waarschijnlijk net als mij een onbehaaglijk gevoel. Het klinkt weliswaar goed en logisch, maar toch... Bijzondere gebeurtenissen zullen er altijd zijn; dus ook bijzondere resultaten. En juist deze blijken in belangrijke

OVER DE AUTEUR

Ger den Ouden is specialist jaarrekeningen. Hij analyseert voor de VEB jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen en bezoekt aandeelhoudersvergaderingen. Voor zijn pensionering was hij financieel analist bij NIBC in Den Haag.

DE TIP

voor de thuisbelegger

De belegger doet er goed aan niet **elk geschoond winstgetal** voor zoete koek te slikken

mate het jaarresultaat te bepalen. Voor aandeelhouders is van belang hoe het ondernemingsbestuur omgaat met dergelijke bijzondere omstandigheden. Wie kan sturen, zeilt immers bij elke wind.

VOORBEELD: BAM EN HEIJMANS

Om een beeld te geven waar het over gaat, is van de bouwbedrijven BAM en Heijmans aangegeven welke omvang de in 2015 gemaakte aanpassingen hebben. Ter oriëntatie is ook het verantwoorde netto groepsresultaat vermeld.

	BAM	Heijmans
(x € 1 miljoen)		
Aanpassingen	75	24
Netto resultaat	11	- 27

Wat opvalt is dat de aanpassingen per saldo positief zijn. Dit betekent dat de alternatieve resultaten hoger uitkomen. Er wordt dus vaker voor bijzondere lasten dan voor bijzondere baten gecorrigeerd. Dat roept de vraag op voor welke posten er gecorrigeerd wordt. Welke gebeurtenissen worden gerekend tot het buitengewone resultaat, en zijn deze wel zo buitengewoon of ongebruikelijk? Heijmans vermeldt in het jaarverslag: "Het onderliggend operationeel resultaat betreft het operationeel resultaat gecorrigeerd voor operationeel resultaat joint ventures, exclusief eventuele aanpassingen van de waardering van vastgoed- en grondposities, afwaardering goodwill, herstructureringskosten en andere bijzondere posten."

BAM doet het anders. Dat bedrijf prefereert het gebruik van het gecorrigeerd resultaat voor belasting. BAM schoont het gerapporteerde resultaat met name voor afwaardering van vastgoed- en grondposities, herstructureringskosten en andere bijzondere kosten.

Het is opmerkelijk dat twee ondernemingen uit dezelfde sector elk een andere geschoonde financiële prestatie-

maatstaf hanteren. Het belangrijkste verschil is dat Heijmans een resultaat vóór financiële baten en lasten hanteert, terwijl BAM uitgaat van een resultaat ná deze baten en lasten. Voor aandeelhouders bemoeilijkt dit de onderlinge vergelijking.

Beide ondernemingen corrigeren voor herstructureringskosten en hebben de afgelopen jaren meer dan één keer een reorganisatie doorgevoerd. Kun je dit dan nog aanmerken als bijzondere kosten? Behoort een onderneming niet voortdurend de organisatie aan te passen en zijn de daarmee gepaard gaande kosten geen normale operationele kosten?

Het is de vraag waarom afwaarderingen van vastgoed- en grondposities geen deel uitmaken van het onderliggend operationeel resultaat. Heijmans zegt in het jaarverslag zelf dat de waardering van grondposities is gebaseerd op de geschatte opbrengst in het kader van de normale bedrijfsvoering. Dan behoort een waardevermindering toch ook tot het gewone resultaat?

GEHANNES

Wat verder opvalt, is dat de overige bedrijfsopbrengsten doorgaans geen deel uitmaken van de aanpassingen. Dat is opmerkelijk omdat hier onder andere winsten of verliezen bij verkoop van vaste activa zijn opgenomen. Waarom behoren deze resultaten wel tot het gewone resultaat?

Dit gehannes met de samenstelling van het 'geschoonde' resultaat ontnemt beleggers het zicht op de ontwikkeling van de resultaten van de operationele activiteiten. Soms lijkt het of er wordt gecorrigeerd voor bijzonder onwelgevallige kosten in plaats van voor bijzondere posten. De posten waarvoor wordt geschoond, zijn vaak nogal arbitrair gekozen.

De vele alternatieve resultaatbegrippen maken de financiële prestaties van ondernemingen

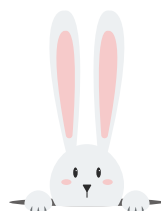
zeker niet vergelijkbaar. Er lijkt te veel vrijheid voor ondernemingen om gewenste prestatieaantastaven te kiezen. Dit geeft voeding aan de gedachte dat het gebruik hiervan voortvloeit uit de wens slechte prestaties te verhullen. Het zal duidelijk zijn dat door nadrukkelijk de aandacht te vestigen op een alternatief resultaatbegrip de prestaties gekleurd worden weergegeven.

CREATIEF BOEKHOUDEN

Wij zullen niet ontkennen dat het nettoresultaat een vertekend beeld kan geven van de financiële prestaties en de verdien capaciteit van een onderneming kan versluieren. Dat daarom een aangepast resultaat wordt getoond, is begrijpelijk en kan zeker belangrijke informatie verschaffen. Hierbij is consistentie in de tijd een belangrijke voorwaarde. De aangebrachte aanpassingen moeten voortvloeien uit gebeurtenissen die duidelijk te onderscheiden zijn van gewone operationele activiteiten en slechts incidenteel voorkomen. Aspecten als: omvang van de post, de vraag of het een bate of een last betreft, mogen geen rol spelen bij de bepaling of deze als buitengewoon wordt aangemerkt. Nu lijkt het of willekeurig posten worden geëlimineerd om het nettoresultaat te schonen. Dat leidt dan weer tot de vraag of hier sprake is van 'creatief boekhouden'.

Dit alles komt wel in een bijzonder licht te staan als we ons realiseren, dat er naast de geschoonde en buitengewone resultaten ook nog zoiets bestaat als rechtstreeks in het vermogen verantwoorde posten (deze staan vermeld in het overzicht van het totaalresultaat). Daar spreken persberichten meestal niet over.

De belegger dient wel kennis te nemen van het alternatieve resultaat, maar doet er goed aan niet alles voor zoete koek te slikken. Uiteindelijk bestaat er ook niet zoiets als een 'geschoond' dividend.



HET IS DE VRAAG WAAROM AFWAARDERINGEN VAN VASTGOED- EN GRONDPOSITIES GEEN DEEL UITMAKEN VAN HET ONDERLIGGEND OPERATIONEEL RESULTAAT

De grote VEB ZOMERPUZZEL

Door de letters in te vullen, vindt u een woord. Dat is de oplossing die u kunt insturen naar info@writersunited.nl, ovv 'prijspuzzel Effect'. Onder de goede inzenders worden vijf exemplaren verloot van de thriller *Bloedbank* van Jakob Bergen.

HORizontaal

- 1 Waar Warren Buffett woont
- 5 Van Waterloo en Mamma Mia
- 8 Amerikaans internetbedrijf
- 10 Autoverkopende vogel
- 12 Berucht slagveld in de Eerste Wereldoorlog
- 13 Model van Nissan
- 16 Die pijn komt later
- 17 Kussen
- 19 Hoofdstad van de Republiek Congo
- 22 Wat Loeki altijd zei
- 23 Topmannen kunnen er wat van
- 24 Jammer als een belegger zo geïnformeerd wordt
- 25 Kwam in het voorjaar naar het Damrak
- 28 Daar zijn de Olympische Spelen
- 29 Daarmee leg je de boel droog
- 32 Chipfabrikant
- 34 Stad in Toscane
- 35 Hield de beurzen in zijn greep dit jaar
- 36 Winstbegrip
- 37 Chipfabrikant
- 38 Rappersgroet

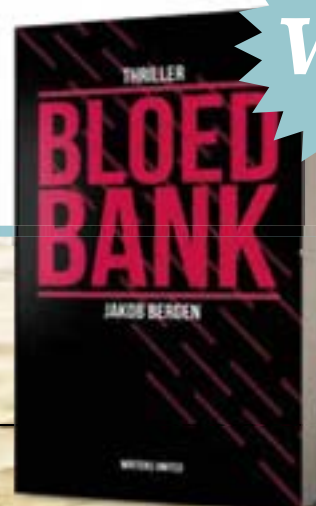
- 40 Superheld zonder arachnofobie
- 42 Van Geraardsbergen, of Huy
- 43 Supermarkt
- 45 No ..., no glory
- 47 De man met de hamer
- 49 Linkerkant van de balans
- 52 RWE wil ze nog lang niet sluiten
- 53 Rustig
- 54 Hieronder werken kantoormensen vaak

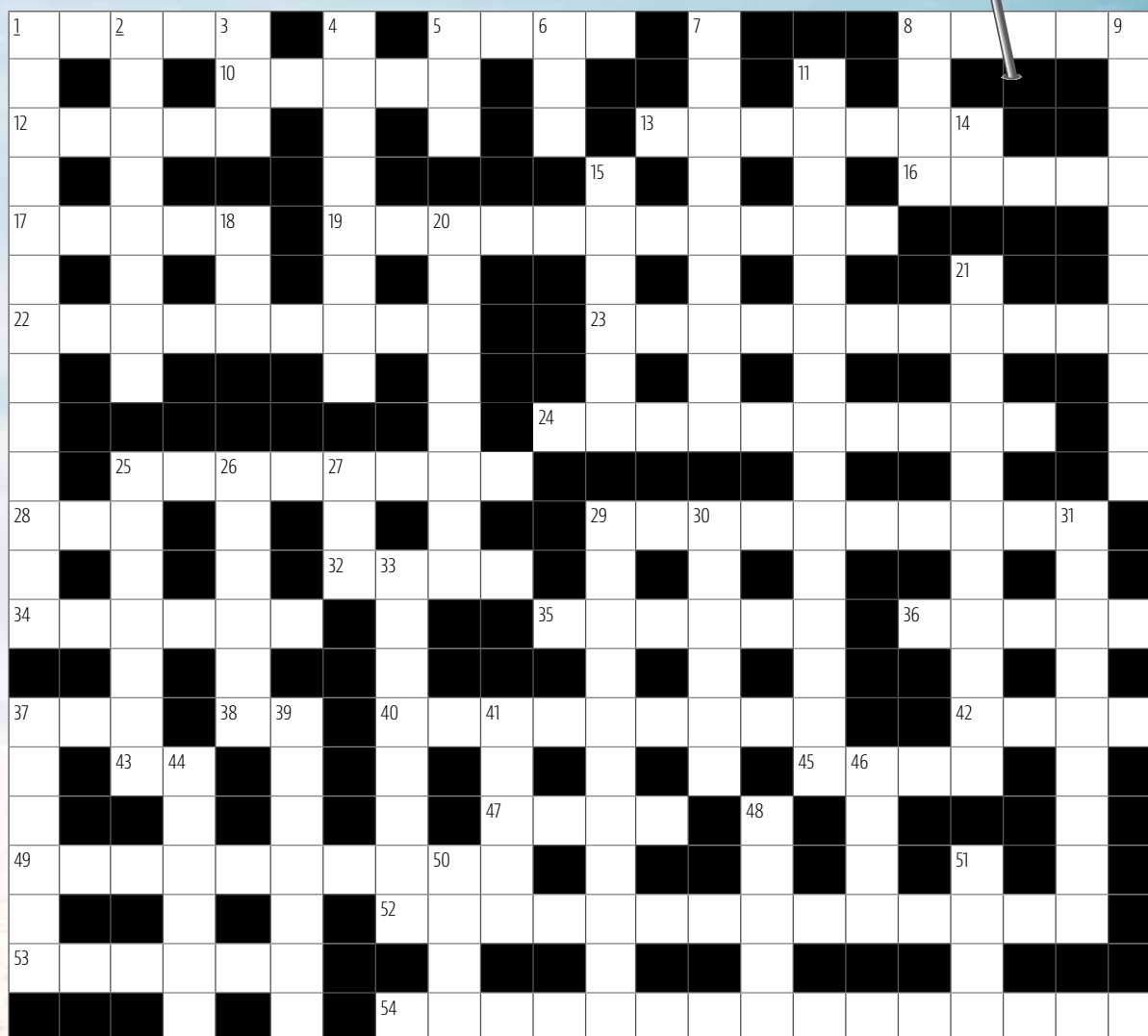
VERTICAAL

- 1 SBM Offshore bouwt deze dingen
- 2 Voor de dorst
- 3 Kwam in het voorjaar naar het Damrak
- 4 Obligatie zonder rentecoupon
- 5 Kaartenmaker, genoteerd op het Damrak
- 6 Walkover bij tennis
- 7 Klokkenluiders
- 8 Chinese munteenheid
- 9 Schoolmeester
- 11 Kwam in het voorjaar naar het Damrak
- 14 Wat een ezel zegt
- 15 Superheld uit de orde der handvleugeligen
- 18 Dik of Kok

- 20 Vissenbak
- 21 Beeldverhalen
- 25 Beurs van Brazilië
- 26 Hier zit de beurs van Australië
- 27 Stop het filmen!
- 29 Die steel je liever niet van jezelf
- 30 Zij hebben het meest te besteden
- 31 Dat volk klinkt als een Rotterdamse volkszanger
- 33 Plaatsje in Utrecht
- 37 Elektronicafabrikant uit Son
- 39 Groot zoogdier
- 41 Chipfabrikant
- 44 Zeehondje dat zijn moeder kwijt is
- 46 Melkklier
- 48 Pikant model
- 50 Vriendinnetje van Nemo, ook kwijt
- 51 Model van Renault

Win!





19	36	31	36	45	45	14	37	45	54	44	9	28	12	4	1	16
----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	---	----	----	---	---	----



OLIE OP EEN KEERPUNT?

De stijging van minder dan 30 dollar per vat begin dit jaar naar meer dan 50 dollar in juni heeft oliespeculanten op het verkeerde been gezet. Niet voor het eerst, want ook de duur en vooral de omvang van de voorafgaande prijsdaling had vrijwel niemand zien aankomen. **Nu is het de vraag of de olieprijs weer op een keerpunt staat.**

Er kunnen verschillende elementen worden aangehaald om de recente prijsstijging te verklaren. In feite gaat het om een perfecte storm van factoren die zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde samenwerkten. In het eerste kwartaal bedroeg het overaanbod op de mondiale oliemarkt nog gemiddeld 1,6 miljoen vaten per dag. Met de OPEC die geen aanstalten maakte om de output te verlagen en een bescheiden prognose voor de groei van het aanbod, leek een marktevenwicht dit jaar nog niet in zicht. Nauwelijks enkele maanden later ziet de situatie er helemaal anders uit. Volgens de Amerikaanse Energy Information Administration (EIA), zou een nieuw evenwicht al in de loop van het derde kwartaal worden bereikt.

SNELLER DAN VERWACHTE PRODUCTIEDALING

Vanwaar deze plotse ommekeer? Enerzijds nam de output van ruwe olie de laatste maanden sneller af dan verwacht. Dit had zowel te maken met de lage prijs als met onverwachte tijdelijke factoren. De grootste structurele af-



> PERFECTE STORM

De stijging van de olieprijs in het eerste kwartaal is het gevolg van een combinatie van tijdelijke factoren.

> ENORME VOORRADEN

De opslagtanks puilen nog altijd uit, met name in de Verenigde Staten.

> 100 DOLLAR

Een olieprijs boven de 100 dollar zal vermoedelijk niet snel meer worden bereikt. De huidige prijs (50 dollar) is al vrij hoog.

name vond plaats in de Verenigde Staten, waar het aantal operationele boorplatforms sinds de top van oktober 2014 sterk is gedaald. Ongeveer een jaar geleden piekte de Amerikaanse olieproductie nog op een recordniveau van 9,6 miljoen vaten per dag. Dit is intussen afgenomen naar 8,9 miljoen vaten per dag en de EIA mikt voor dit jaar op gemiddeld 8,6 miljoen vaten. Na de Verenigde Staten komt de grootste productiedaling buiten de OPEC op rekening van China, waar de output van ruwe olie sinds 2012 niet meer zo laag was. Naast deze structurele dalingen bereikte ook het aantal ongeplande aanbodonderbrekingen in mei een vijfsjaars hoogtepunt van gemiddeld 3,6 miljoen vaten per dag. Het gaat daarbij om erg uiteenlopende factoren zoals de zware bosbranden in Canada, de sociale onrust in Venezuela en de staking in Koeweit. In Nigeria liet een nieuwe opstand van de rebellenbeweging grote sporen na in de olieproductie van het land. Irak had dit voorjaar dan weer te kampen met slechte weersomstandigheden en problemen met de stroomvoorziening. Ook in Libië blijft de productie- en uitvoercapaciteit erg volatiel. Aan

DE TIP voor de thuisbelegger

De aandelen van de geïntegreerde oliemaatschappijen zijn een stuk minder hard gestegen dan de olieprijs zelf. Dit kan een signaal zijn dat de markt niet gelooft in het duurzame karakter van de prijsstijgingen

de vraagzijde wordt voor 2016 gemiddeld op een groei van de wereldwijde consumptie met 1,5 miljoen vaten gerekend. Daarbij verrassen zowel China als India in positieve zin. India zal dit jaar zelfs Japan inhalen als op twee na grootste verbruiker van olie na de Verenigde Staten en China.

OLIEVOORRAAD BLIJFT HOOG

De ontwikkeling van de olievoorraden is een ander belangrijk element. Het chronische overaanbod op de markt van ruwe olie is dan wel afgenomen, maar de voorraden blijven nog steeds nog aan de hoge kant. Begin april bereikten de Amerikaanse olievoorraden



Foto: Shell/Lucy Patrick

nog een historisch hoogtepunt en eind juni lagen deze nog ongeveer een derde boven het vijfjaars gemiddelde. De gewijzigde situatie op de oliemarkt heeft ook gevolgen voor de prijsstructuur van de termijncontracten. Tot enkele weken geleden was er een groot prijsverschil tussen de verschillende contractmaanden. Als gevolg van het overaanbod was de oliemarkt dus in 'contango', waarbij prijzen van latere termijncontracten duurder zijn dan olie voor onmiddellijke levering. Dit wijst op een verkleining van het overaanbod.

Bij een olieprijs boven 50 dollar wordt het echter steeds moeilijker om een verdere stijging

**HET CHRONISCHE
OVERAANBOD
VAN OLIE IS DAN
WEL AFGENOMEN,
DE VOORRADEN
BLIJVEN AAN DE
HOGE KANT**

fundamenteel te verantwoorden. De krapte aan de aanbodzijde was gedeeltelijk toe te schrijven aan een aantal tijdelijke elementen die de komende tijd zullen wegval- len of een minder grote impact hebben op het marktevenwicht. Ook aan de vraagzijde lijkt een nog verdere toename van de consumptiegroei weinig waarschijnlijk. Dit neemt niet weg dat een *overshoot* richting 60 dollar of zelfs nog iets hoger op korte termijn niet onmogelijk is. Een tijdelijke overdrij- vingsfase is niet ongebruikelijk en zagen we ook in de neergaande beweging. Investerders die dromen van prijzen boven 100 dollar zoals tussen 2011 en 2014 het geval

was, zullen op korte termijn zo goed als zeker kunnen blijven dromen. Het meest waarschijnlijke scenario is dat de markt wat tijd zal nemen om de recente stijging te verteren, waarbij de volatiliteit hoog zal blijven. Daarbij kunnen tegenvallende economische cijfers of berichten over nieuwe inves- teringen aan de aanbodzijde het sentiment opnieuw verzuren.

OLIEAANDELEN

De aandelen van de geïntegreerde oliemaatschappijen zijn een stuk minder hard gestegen dan de olieprijs zelf. Dit kan een signaal zijn dat de markt niet gelooft in het duurzame karakter van de prijsstijgingen. Anderzijds kan het ook een motie van wan- trouwen zijn tegenover de hoge aandeelhoudersvergoedingen (dividenden en aandeleninkoop). Er is namelijk steeds meer twijfel bij de investeerders dat deze op het huidige niveau gehandhaafd kunnen blijven.

Dividend en inkoop van eigen aandelen is nu de belangrijkste aantrekkingskracht van deze aandelen. Dit komt echter in toenemende mate onder druk omdat sinds 2014 naast de olieprijs ook de kasstromen mee mee naar beneden gingen. Bij de meeste oliemaatschappijen volstaan de kasstromen niet meer om het dividend en de aandeleninkoop te financieren. Nu worden er, zoals bij Shell, activa verkocht en extra schulden aangegaan om het uitga- venpatroon te kunnen behouden. Dit kan tot een lagere krediet- waardigheid leiden. Het valt af te wachten in hoeverre de recente stijging van de olieprijs en de aan- houdende vermindering van de kapitaaluitgaven de vrije kasstro- men zal kunnen opkrikken.

Men kan zich echter ook de vraag stellen of de aandeelhouders op langere termijn beter worden van een strategie die het dividend centraal stelt. Snoeien in de inves- teringen betekent namelijk onver- mijdelijk een hypotheek leggen op de toekomstige groeicapaciteit van een bedrijf.

De chocola wordt

Iedereen houdt van chocola. Maar niet alle bedrijven die chocolaproducten verkopen zijn aantrekkelijk voor beleggers. **Een vergelijking van twee Zwitserse chocolademakers: Lindt & Sprüngli en Nestlé.** Mooie bedrijven, maar geen van beide echt goedkoop.

Chocola wordt gemaakt van cacao, die wordt gewonnen uit cacao-bonen, de pit van de vrucht van de cacaoboom. Cacao is een *soft commodity*, net als koffie en suiker, waarvan de prijs op de wereldmarkt wordt vastgesteld en die prijs kan sterk fluctueren. Voor de bedrijven die repen, bonbons, koekjes en ijsjes maken is dit een risico. Verder zijn de risico's voor deze bedrijven te overzien: de vraag naar snoep, ijs en koek is tamelijk stabiel. Zwitserland is van oudsher een belangrijke producent van chocola, en heeft er net als met horloges en machines een reputatie in hoog te houden.

Lindt & Sprüngli AG, beter bekend als Lindt, is een Zwitserse chocoladefabrikant die teruggaat tot 1845. Door verschillende overnames groeide Lindt de afgelopen twintig jaar uit tot een van de belangrijkste chocolademakers ter wereld. Het bedrijf heeft zes fabrieken: in Zwitserland, Duitsland, Frankrijk, Italië, Oostenrijk en in New Hampshire (VS).

Bekend zijn de Lindor chocoladeballen en de gouden konijnen, die Lindt sinds 1952 in meerdere

formaten voor Pasen maakt. Rond andere feestdagen worden allerlei ander chocoladeproducten gemaakt.

DUURSTE VAN DE INDEX

Het aandeel Lindt & Sprüngli is momenteel op basis van de koers-winstverhouding het duurste aandeel in de Stoxx 600 Food & Beverage Index. Het bedrijf is op de beurs nu zo'n 15 miljard Zwitserse frank waard, ongeveer vier keer de jaaromzet. Voor 2016 wordt een winst per aandeel verwacht van 178 frank, waarmee de koers-winstverhouding ruim boven de 30 ligt. Het dividendrendement is met 1,5 procent ook niet bijzonder hoog.

Wel is het te verwachten dat Lindt de winst per aandeel de komende jaren gestaag kan opvoeren, mede dankzij het anderhalf jaar geleden overgenomen Amerikaanse Russell Stover, waarmee het marktaandeel in de VS wil winnen. Lindt slaagt er de laatste jaren stevast in, sneller te groeien dan de markt. In 2015 werd een omzetgroei van bijna 8 procent behaald, ondanks de negatieve gevolgen van de koers-sprong van de Zwitserse munt na het loslaten van de koppeling met de euro (begin 2015).

Een mogelijk risico is het aftreden van topman Ernst Tanner, die dit jaar opgevolgd zal worden door de huidige CFO, Dieter Weisskopf. Tanner schuift wel door naar de raad van commissarissen, waar hij zich zal bezighouden met strategische kwesties.



NESTLÉ WIL DE KOMENDE JAREN FORS INVESTEREN OM DE GROEI IN CHINA AAN TE ZWENGELN



duur betaald

Een alternatief voor het dure Lindt is het eveneens Zwitserse Nestlé. Dit is het grootste voedingsmiddelenconcern ter wereld, dat ook behoorlijk groot is in chocoladeproducten (KitKat, Rolo, Lion, Smarties, Nuts). Nestlé verkoopt zelfs meer chocola dan specialist Lindt, maar is daarnaast ook groot in koffie (Nescafé, Nespresso), bronwater (Vittel, Perrier), bouillon en kant-en-klaarmaaltijden (Maggi), ijs (Motta, Mövenpick), babyvoeding (Nestlé) en dierenvoedsel (Felix, Friskies).

UITVINDER MELKCHOCOLADE

Nestlé werd in 1866 opgericht door de Duitser Henri Nestlé, de uitvinder van een oplosbaar babyvoedsel op basis van melk en granen dat gebruikt kan worden als vervanger van moedermelk. Zijn vriend Daniel Peter vond vervolgens de melkchocolade uit. Het bedrijf was in 2010 eventjes 's werelds meest winstgevendende onderneming. Dat was in dat jaar vooral te danken aan de boekwinst op de verkoop van lenzenverliefmaker Alcon, maar de jaarwinst van 10 miljard frank mag er nog altijd



AFGAANDE OP DE TAXATIES KOMT DE GROEI OP BIJNA 10 PROCENT PER JAAR. DAARMEE IS DE VERWACHTE WINSTGROEI BIJ NESTLÉ ZELFS NOG WAT HOGER DAN BIJ HET AANZIENLIJK DUURDERE LINDT

zijn. Er werken 335.000 mensen bij Nestlé, dat momenteel zowel sterk bezuinigt als investeert.

IN ZEE MET ALIBABA

Net als concurrent Unilever boekt Nestlé een groot deel van de omzet in opkomende markten. Maar Unilever is daar verder in. Nestlé wil de komende jaren fors investeren om de groei in met name China aan te zwengelen. Vooral door sterk in te zetten op e-commerce moet de Chinese omzet worden opgevoerd. Sinds kort verkoopt het bedrijf via de Chinese webwinkel Alibaba tientallen producten aan Chinese consumenten, waaronder melkpoe-der en chocolade. Nestlé heeft hoge verwachtingen van de internetverkoop in China. In 2018 moet de omzet groter zijn dan die in de Verenigde Staten en Europa samen.

Tmall, het e-commerce platform van Alibaba, opent een enorme nieuwe markt voor Nestlé. De omzet in Groter-China (China, Hongkong, Macau en Taiwan) nam vorig jaar met 6 procent toe tot 7,1 miljard Zwitserse frank. Daarmee is China nog niet eens goed voor 10 procent van de concernomzet, dat omzetaandeel gaat

de komende jaren als het goed is stevig omhoog.

Beleggers zullen dat ook merken. Analisten zijn nog vrij zuinig met hun adviezen, een groot deel van de Nestlé-kenners zet het aandeel nog altijd op houden, maar afgaande op de taxaties voor de winst per aandeel is de groei tot 2019 bijna 10 procent per jaar. Daarmee is de verwachte winstgroei zelfs nog wat hoger dan bij het aanzienlijk duurdere Lindt & Sprüngli. Analisten zien ruimte voor kostenbesparingen die de winstgevendheid verder zullen opschroeven.

Chocolade is een mooie markt, maar Nestlé boekt hogere marges op (vooral) zijn koffie en diervoeding dan op de chocolade-omzet. Nestlé heeft in verschillende markten zeer sterke merken. Dat gegeven, plus het lagere risico-profiel van een megaconcern als Nestlé en het twee keer zo hoge dividendrendement maken de keus tussen deze twee chocola-makers eenvoudig: Nestlé krijgt de voorkeur. Echt goedkoop is het aandeel Nestlé overigens ook weer niet, maar dat zijn dit soort bedrijven ook maar zelden.

10-PUNTEN-CHECK

LINDT & SPRÜNGLI		NESTLÉ
De markt voor luxe chocolade groeit gestaag, niet spectaculair	1 GROEIKANSEN	Voeding is geen groeiemarkt, maar winstgroei is wel te verwachten hier
Goed, ebitda-marge 18%	2 WINSTGEVENDHEID	Nog iets beter: ebitda-marge 19%
Solide: schuld CHF 1 miljard, eigen vermogen 3,5 miljard, 400 miljoen cash	3 BALANS	Solide: schuld CHF 21 miljard, eigen vermogen 64 miljard, 6 miljard cash
Niet groot, vooral vanwege de hoge beurskoers	4 KANS OP OVERNAME	Heel klein, Nestlé is de grootste voedselproducent ter wereld
De hoge waardering maakt dit aandeel kwetsbaar voor adviesverlagingen	5 RISICO'S	Wereldwijd op meerdere markten actief
1,5 procent	6 DIVIDENDRENDEMENT	Ruim 3 procent
Ruim 30 keer de verwachte winst 2016 is duur betaald	7 WAARDERING AANDEEL	Op ruim 20 keer de winst is Nestlé acceptabel geprijsd
Verdeeld: 4 kopen, 4 houden, 1 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Verdeeld: 14 kopen, 17 houden, 3 verkopen
Lindt bevindt zich in een lange uptrend, die nu wat lijkt te stagneren	9 TECHNISCH BEELD	Het aandeel beweegt zich al een jaar per saldo zijwaarts
Sterke cijfers, maar wissel van topman kan wat onzekerheid brengen	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Sterke groei in China verwacht, dankzij investeringen in internetverkoop
Lindt & Sprüngli is een mooi bedrijf, maar een duur aandeel nu	CONCLUSIE	Nestlé krijgt de voorkeur op basis van de lagere waardering

Economische lessen uit Japan

Als er één land bekend is met monetaire en fiscale maatregelen is het wel Japan. **Toch lukt het niet om de vaart in de economie te krijgen en dalen de prijzen.** Volgens sommigen intervenueert het land te veel in de economie, volgens anderen weer te weinig. Wat is er aan de hand?

F

iscale stimulering, monetaire verruiming en structurele hervorming zijn de drie maatregelen die de Japanse economie weer nieuw leven moeten inblazen. Premier Shinzo Abe maakte deze cocktail bekend nadat hij was herkozen in 2012 om eindelijk eens af te rekenen met het economische verleden. De eerste twee maatregelen waren vooral op de kortere termijn gericht, om de binnenlandse vraag te stimuleren en de inflatie richting de 2 procent te krijgen. De structurele maatregelen moesten de economie op langere termijn naar een hoger groeipad bewegen.

Nu, vier jaar later, voelt Abe noodzaak om zijn programma, ook wel 'Abenomics' genoemd, een nieuwe impuls te geven. Zo komt de premier van de op twee na grootste economie ter wereld dit najaar met een extra stimuleringsprogramma. In aanloop daarnaartoe heeft hij alvast de eerder geplande belastingverhoging uitgesteld.

Reden voor de extra maatregelen is de nog altijd kwakkellende economie, waarin weinig ruimte is voor loongroei en de consumentenprijzen wederom dalen.

VIER JAAR
NA HET BEGIN
VOELT PREMIER
ABE DE
NOODZAAK ZIJN
'ABENOMICS'
EEN NIEUWE
IMPULS TE
GEVEN



Foto: patrimonio designs ltd / Shutterstock.com

HEBZUCHT

Met deze economische realiteit lijkt Japan nog altijd niet verlost van de last van het verleden die het land al een generatie achtervolgt. Hoe is Japan in deze situatie terechtgekomen?

Even terug naar de jaren 80 van de vorige eeuw. Ongebreidelde kredietverstrekking en hebzucht stuwden de prijzen van aandelen en vastgoed tot ongekende niveaus. De Japanse centrale bank verhoogde de rente en de zeepbel knapte. Het begon bij de aandelenkoersen, enkele jaren later volgden de vastgoedprijzen. Er moest een nieuw en duurzaam evenwicht komen.

Maar Japanse banken en verzekeraars hadden zoveel schulden, waarvan een flink deel van slechte kwaliteit, dat overheid en centrale bank bijsprongen met kapitaalinjecties. Probleem van die maatregelen is dat slechte leningen in de boeken bleven staan en er te weinig krediet beschikbaar was voor nieuwe investeringen en ontwikkeling van ondernemersideeën. De banken bleven weliswaar leven, maar droegen nauwelijks bij aan economische vooruitgang. Het waren zombies geworden.

Tallose kruisverbanden zorgden ervoor dat de malaise in de financiële sector snel merkbaar werd in de bredere economie. De economische activiteit viel terug en prijzen begonnen te dalen. In reactie daarop verlaagde de Japanse centrale bank de rente en introduceerde opkoopprogramma's. Tegelijkertijd kwam

de overheid met het ene na het andere stimuleringspakket. Alles om de vraag te stimuleren, ook al betekende het bruggen bouwen naar niemandsland.

DE TOEKOMST

Bijna dertig jaar na het uiteenspaten van de zeepbel op de Japanse aandelenmarkt staat de bekendste aandelengraadmeter nog altijd 60 procent onder de top. En de productiviteit van de economie is achtergebleven.

Veel economen menen dat de weg naar structurele economische vooruitgang loopt via stimulering van de vraag. Bekende economen, zoals Nobelprijswinnaar Paul Krugman, stellen zelfs dat de maatregelen in Japan veel te klein-schalig zijn geweest. Japan moet volgens hen veel agressiever optreden om het gevecht tegen dalende prijzen en stagnatie te winnen.





Foto: YMZK-Photo / Shutterstock.com

Aan de andere kant zijn er ook economen die aangeven dat economische vooruitgang niet alleen vanuit de overheid kan komen. Zo is er ook een taak weggelegd voor de private sector. Wanneer de overheid publieke middelen gebruikt, onttrekt het deze aan de private sector, waardoor deze niet meer voor andere doeleinden beschikbaar zijn. De private sector is vaak beter in staat de consumentenbehoeften in te schatten.

Voor Japan speelt nog iets anders. Ook al deel je de visie dat Japan extra stimulering nodig heeft, het is de vraag hoeveel ruimte er nog is om de staats-schuld verder op te laten lopen. Met bijna tweeënhalve keer de omvang van de economie is Japan al recordhouder.

Beleggers leggen nu geld toe om geld tot tien jaar aan de Japanse overheid uit te lenen. Toch gaat

MET EEN STAATSSCHULD VAN BIJNA TWEEËNHALF KEER DE OMVANG VAN DE ECONOMIE IS JAPAN WERELD-RECORDHOUDER

ruim 40 procent van de belastingopbrengsten op aan financieringslasten. Japan mikt weliswaar op inflatie, maar een rentestijging, die daarop kan volgen, kan het land niet gebruiken.

LESSEN VOOR ANDERE LANDEN

Wat kunnen economen leren van de situatie in Japan? Om een vergelijkbare periode van stagnatie te voorkomen, is het zaak om problemen snel aan te pakken. In westerse economieën is sinds de crisis van 2008 sneller en krachtiger ingegrepen dan tijdens de 'verloren decennia' van Japan. En de maatregelen zijn nog niet voorbij. Zo staan rentetarieven in verschillende economieën, zoals in de Verenigde Staten en de eurozone, nog altijd rond het nulpunt en heeft de Europese Centrale Bank het opkoopprogramma van obligaties uitgebreid. Ook hebben

diverse landen extra maatregelen getroffen als gevolg van de verwachte Brexit.

Als dergelijke interventies een voorwaarde zijn voor economisch herstel, is in het Westen nu een betere basis gelegd dan destijds in Japan. Het betekent echter ook dat er weinig ruimte is geweest voor een aanpassingsproces vanuit de markt.

Japan leert ons nog iets: economische wetmatigheden zijn betrekkelijk. Neem bijvoorbeeld de handelsbalans. De economische theorie stelt dat wanneer een nationale munt in waarde daalt ten opzichte van andere valuta's, exporterende bedrijven een voordeel krijgen ten opzichte van importerende bedrijven. Dat effect gaat niet altijd op. In een periode, enkele jaren geleden, waarin de yen fors aan waarde inleverde, kwamen toch ook de exporten onder druk te staan. Japanse bedrijven hebben productie naar het buitenland verplaatst en bepaalde Japanse producten zijn minder concurrerend geworden.

HOGERE LONEN

Ook gooit Japan de relatie tussen werkloosheid en inflatie overhoop. De economische theorie stelt dat de twee samenhangen. Wanneer de werkloosheid daalt, krijgen werknemers een betere onderhandelingspositie. Hogere lonen zijn een logisch gevolg. En wanneer zich dat vertaalt in hogere uitgaven, zet dat opwaartse druk op de consumentenprijzen. Ondanks dat de werkloosheid flink is afgenomen, is dat effect niet terug te vinden in de consumentenprijzen. Sterker, de prijzen dalen.

De Japanse ervaringen met beleidsmaatregelen om economische vooruitgang te genereren, zijn voer voor economisch debat. Op basis van dezelfde gegevens schrijven economen verschillend beleid voor. Het blijft zaak om in de gaten te houden of beleidsbepalers de juiste lessen trekken uit Japan of de gemaakte fouten uitvergrooten. Een Japan-scenario is namelijk wel te vermijden.



OTOLIFT
TRAPLIFTEN

BESTAAT
125 JAAR
1891 - 2016

OTOLIFT uw onopvallende traplift

- ① Uw trapeuning blijft
- ② Brede kant trap blijft vrij
- ③ Montage op uw treden
- ④ Dunste enkele rail ter wereld
- ⑤ Supercompacte opklapbare stoel

- Huren al vanaf één maand mogelijk
- Nieuwe en gebruikte trapliften
- Levertijd vanaf één week
- Marktleider in Nederland

Gratis
garantiepakket
van 5 jaar*
ter waarde van
€689,70

*Aanbieding geldig
t/m 31-07-2016

**Bel gratis 0800 444 770 6
of ga direct naar www.otolift.nl**

STUUR MIJ DE GRATIS BROCHURE

- ☐ Ik heb een rechte trap
☐ Ik heb een trap met bochten

Naam _____

Adres _____

Postcode/plaats _____

Telefoon _____

Stuur deze bon in een ongefrankeerde envelop naar:
Otolift Antwoordnummer 17014, 2810 VK Bergambacht

Vrijblijvend Otolift
thuisadvies?



Meer dan **160.000** tevreden
klanten gingen u voor!

Altijd bij u in de
buurt!



Meer dan **70 servicepunten**
door heel Nederland.

TWEE KANSRIJKE BREXIT-SLACHTOFFERS?

Door de lagere koersen en het gedaalde pond zijn **Britse aandelen voor Nederlandse beleggers in tijden niet zo goedkoop geweest**. Uiteraard zal het vertrek uit de Europese Unie (EU) gevolgen hebben, alleen al vanwege de onzekerheid op de korte termijn over de vervolgstappen van de Britse regering.

Ook op de langere termijn is het afwachten of het Verenigd Koninkrijk nu beter of slechter af is. Twee aandelen van fundamenteel gezonde bedrijven, die de kostenvoet van hun kapitaal ruimschoots goed maken en niet duur zijn: easyJet en ITV.

De aandelen easyJet en ITV kregen vanwege hun blootstelling aan de Britse economie harde klappen op de beurs. Inmiddels staan de koersen van beide aandelen ongeveer 40 procent lager dan begin dit jaar, volgens sommige analisten is daarom het moment van kopen gekomen. Voor beleggers die durven, biedt de Brexit dus kansen.

ITV

BREXIT EEN KLAP, MAAR WELLICHT INGEPRIJSD

De Britse commerciële televisiezender ITV, die vorig jaar nog Talpa Media kocht van John de Mol, is midscheeps geraakt door de aangekondigde uittreding van het

Verenigd Koninkrijk. Hoewel de effecten nog niet zichtbaar zijn, is de verwachting dat ITV zal lijden onder de onzekerheid en verdere gevolgen. Mocht de Britse economie inderdaad een groeivertraging meemaken dan zal dat ook effect hebben op de advertentie-inkomsten van het mediabedrijf. De historische correlatie tussen de inkomsten uit advertenties en de ontwikkelingen in de algemene economie is hoog. ITV is voor 51 procent afhankelijk van advertentie-inkomsten op televisie uit het Verenigd Koninkrijk. Daarbij is de totale blootstelling van ITV aan het Verenigd Koninkrijk gemeten in omzet zelfs ruim 75 procent.

Volgens eerdere voorspellingen van mediabureau Magna Global zou de Britse markt voor advertentie-inkomsten dit jaar groeien met liefst 3,7 procent. Het is waarschijnlijk dat die prognose spoedig zal worden aangepast. De verwachtingen bij diverse beleggingsanalisten zijn inmiddels flink bijgesteld. Door de gedaalde koers komen nu echter speculaties op gang dat buitenlandse



40 PROCENT
Het rendement op het eigen vermogen bij ITV ligt boven de 40 procent

mediabedrijven wellicht interesse zouden hebben om ITV over te nemen. De namen van NBC Universal, eigenaar van de Britse serie *Downton Abbey*, en Liberty Global van mediamagnaat John Malone doen de ronde in de Londense City.

Een optimistische analist liet zich daarbij nog ontvallen dat zelfs bij een advertentiedaling gelijk aan die van de kredietcrisis het aandeel nog altijd goedkoop is en een aantrekkelijk dividendrendement heeft. De analist betitelt de koersdaling dan ook als een kans voor beleggers.

WAAROM AANTREKKELIJK VOLGENS WARREN BUFFETT

Warren Buffett is onomsteden, de topbelegger beheerst de kunst van het kopen van ondergewaarde aandelen tot in de puntjes. Hierbij kijkt hij naar een aantal kenmerken, denk daarbij aan een hoge gemiddelde rentabiliteit op het eigen vermogen, niet te veel schuld en bijzonder winstgevend. Historisch is het rendement op

BEDRIJF	2016	2017	2018
ITV PLC			
K/W ratio	10,3	10,2	9,9
EV/ Ebitda	7,9	7,8	7,5
Dividendrendement %	5,1%	5,9%	6,1%
Nettoschuld/ Ebitda	0,6	0,4	0,3
easyJet PLC			
K/W ratio	8,3	7,8	7,5
EV/ Ebitda	9,2	8,7	8,3
Dividendrendement %	5,7%	6,1%	7,2%
Nettoschuld/ Ebitda	-0,4	-0,3	n.b.

BEDRIJF	Gemiddeld koersdoel	Ticker	ISIN-code
ITV PLC	£227	ITV LN	GB0033986497
easyJet PLC	£1.328	EZJ LN	GB00B7KR2P84

bron: Bloomberg





het eigen vermogen bijzonder hoog bij ITV, de afgelopen jaren zelfs ruim boven de 40 procent. De nettoschuld bedraagt slechts 319 miljoen Britse pond, terwijl het bedrijf ongeveer 7 miljard pond waard is op de beurs. De verhouding tussen de nettoschuld en het voor dit jaar verwachte bedrijfsresultaat op basis van taxaties na de Brexit is slechts 0,6. De winstgevendheid zit daarnaast al jaren in de lift, al zal het bedrijf ongetwijfeld last krijgen van de Brexit. Maar zelfs bij een groeierugval blijft het bedrijf uitermate winstgevend.

WAT VINDEN ANALISTEN?

De Brexit heeft verschillende analisten gedwongen om hun advies te herzien. Het merendeel blijft echter optimistisch. Zakenbank Goldman Sachs verlaagde bijvoorbeeld de winstverwachting voor dit jaar met 9 procent, maar vanwege de fors gedaalde koers staat er nog altijd een koopadvies op het aandeel. Daarin staat de bank niet alleen, sinds de Brexit zijn er 9 koopadviezen uitgekomen, 4 houdadviezen en slechts 1 verkoopadvies. Waarbij opgemerkt moet worden dat het koersdoel van het enige verkoopadvies reeds hoger ligt dan de actuele koers. Het gemiddelde 12-maands koersdoel ligt nu op 227 pence. Dat betekent een gemiddeld koerspotentieel van dik 30 procent.

**ANALISTEN
VERWACHTEN
DAT LOWBUDGET-
MAATSCHAPPIJEN
ZULLEN BLIJVEN
GROEIEN TEN
KOSTE VAN
GEVESTIGDE
MAATSCHAPPIJEN**

EASYJET

OVERREACTIE OP DE BEURS

De Britse lowbudgetluchtvaartmaatschappij easyJet kon niet ontsnappen aan de klap die de Brexit op de beurs uitdeelde. Het waren daarom een paar dure dagen voor oprichter Stelios Haji-Ioannou, die volgens de laatstbekende gegevens nog altijd ongeveer 23 procent van de aandelen in bezit heeft.

De algemene verwachting onder analisten is dat lowbudgetluchtvaartmaatschappijen zullen blijven groeien ten koste van gevestigde maatschappijen. Lage kosten, sterke groeivoorzichten en een relatief stevige balans zijn drie kenmerken van easyJet die beleggers in luchtvaart aandelen zouden moeten aanspreken.

Een ander kenmerk van easyJet is echter de sterke focus op de Britse markt, met de vele zogeheten "slots" op luchthaven Gatwick bij Londen. Ongeveer 60 procent van de capaciteit is gericht op het Verenigd Koninkrijk. Na de Brexit kreeg het aandeel easyJet dan ook een flinke dreun, de koers was in 12 jaar tijd niet zo sterk gedaald. Het

bedrijf gaf de maandag na het Brexit-referendum een winstwaarschuwing vanwege de huidige stakingen en de mogelijke onzekerheid gedurende de zomermaanden door de uitreding uit de EU. Om de in paniek geraakte beleggers gerust te stellen, gaf easyJet de volgende dag wel aan dat de fundamenteën van de sector nog altijd sterk zijn en dat er veel vraag was naar tickets. "Consumenten blijven gewoon vliegen, de uitslag van het referendum heeft dat niet veranderd", aldus topvrouw Carolyn McCall.

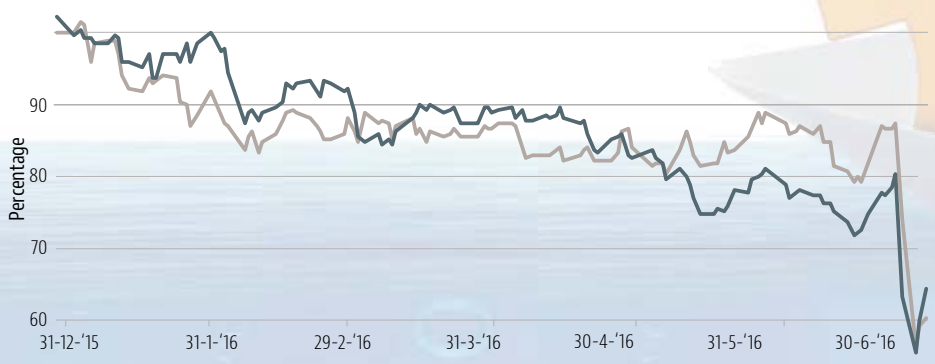
In een interview met de tv-zender van Bloomberg noemde McCall daarnaast de reactie van de financiële markten richting easyJet "overdreven". Collegatopman Björn Kos van Norwegian, een maatschappij die ook veel slots heeft op Gatwick, denkt zelfs dat de lage koers van het pond kan leiden tot meer boekingen. Consumenten kunnen immers goedkoper dan ooit op vakantie naar het Verenigd Koninkrijk.

WAAROM AANTREKKELIJK VOLGENS WARREN BUFFETT

Warren Buffett is altijd op zoek naar aandelen met een

KOERSEN EASYJET EN ITV GAAN BIJNA HAND IN HAND

■ easyJet PLC ■ ITV PLC



ITV HEEFT EEN
SCHULD VAN 761
MILJOEN POND,
MAAR OOK
MEER DAN EEN
MILJARD POND
IN KAS



duurzaam concurrentievoordeel. Lowbudgetluchtvaartmaatschappijen zijn aan de winnende hand, en hoewel concureren op prijs meestal geen duurzaam voordeel op de langere termijn oplevert, lijkt het op de korte en middel-lange termijn tot dusver een goed werkende strategie. Het rendement op het eigen vermogen is bij easyJet al jaren zeer hoog, de afgelopen jaren ruim boven de 20 procent. Het bedrijf heeft een totale schuldpositie van 761 miljoen pond, waar een kaspositie van dik 1 miljard pond tegenover staat. Het bedrijf heeft dan ook een negatieve verhouding tussen de nettoschuld en ebitda en dat blijft op basis van taxaties de komende tijd zo. De winstgevendheid neemt daarnaast tevens al jaren toe, dat zal wellicht met de Brexit minder worden, maar zolang consumenten niet abrupt stoppen met vliegen blijft deze hoog.

WAT VINDEN ANALISTEN?

Na de winstwaarschuwing van easyJet hebben veel analisten hun adviezen neerwaarts bijgesteld. Toch is ook hier geen overdreven pessimisme te bespeuren. Neem wederom Goldman Sachs, die haalde het aandeel weliswaar van de favorietenlijst, maar handhaaft wel gewoon het koopadvies. Sommige analisten spreken daarnaast van een duidelijke kans voor koopjesjagers nu een *worst case* Brexit scenario is ingeprijsd. Sinds de Brexit zijn er 4 koopadviezen, 7 houdadviezen en 2 verkoopadviezen uitgekomen. Het gemiddelde 12-maands koersdoel bedraagt 1328 pence, dat is op het moment van schrijven bijna 25 procent boven de huidige koers.



– Column –

Apen yennen

Veel van ons gedrag lijkt geconditioneerd, aangeleerd en irrationeel. Zo was er eens een test met een aap, die een tik kreeg elke keer als-ie een banaan wilde grijpen.

Ook de tweede aap, die erbij kwam, kreeg een tik als-ie aan die banaan zat. Toen de derde aap erbij werd gezet en een hap wilde nemen, kreeg-ie meteen een tik van de andere twee: zij wisten immers wat komen ging!

Op financiële markten, met veel alfamannetjes op de apenrots, gelden ook allerlei codes, die je maar liever nakomt, anders kost het je geld. Een typisch voorbeeld betreft het handelsadvies bij slecht nieuws en risk-off: je moet dan de yen kopen, want die geldt als vluchtvaluta. Over de fundamentals van Japan hebben we het niet, over koopkrachtpariteit al helemaal niet. Heb echt het lef niet om de yen short te gaan bij een Brexit bijvoorbeeld, want je gaat zo 5 tot 10 procent het schip in! Voorzie je een feestje op de beurs, zorg dan dat je die yennetjes zo snel mogelijk aan de wilgen hangt. Alle apen in de kooi hebben immers afgesproken dat feestjes hééél slecht voor de yen zijn en dat-ie dan in sneltreinvaart achteruit kachelt. Waag het niet daar tegenin te gaan, op straffe

van een flinke financiële tik van de rest van de valuta-apen.

Waar komt dit apen yennen nu vandaan? Uit de crisis van 2008-2009, denk ik. Veel hedgefondsen hadden toen enorme carry-trades open staan, met de yen 'short' en de dollar 'long'. De 'carry', dat positieve renteververschil, tikte lekker door zolang er zich geen rampen voordeden. Maar goed, die kwamen er dus in overvloed! Vrijwel alles donderde in elkaar, maar weinig bleek liquide. De valutamarkt was dat wel: het sluiten van de carry-trade leidde tot grote koerswinst voor de yen... en megaverliezen voor al die hedgefondsen! Die pijnlijke les vormde littekens, die diep in de geheugens van alle apen zijn gebrand. Sindsdien weten ze niet beter.



WOUTER WEIJAND
is Chief Investment
Officer bij Providence
Capital



De schone schijn van Silicon Valley



Toezichthouders hebben boekhoudkundige standaarden in het leven geroepen om beleggers in staat te stellen bedrijven met elkaar te vergelijken. **Steeds meer beursfondsen verschuiven liever de aandacht naar hun eigen schijnwerkelijkheid.** Dit maakt het soms moeilijk voor particuliere beleggers om bedrijven op hun kracht te beoordelen.

Neem LinkedIn. Het socialenetwerkbedrijf dat onlangs een royaal overnamebod binnenkreeg van technologiegigant Microsoft. De cijfers worden bij LinkedIn boekhoudkundig prachtig verpakt. Het snelgroeiende maar verliesgevende bedrijf stelt zich mooier voor dan het is door het gebruik van gekunstelde winstbegrippen. Grootste pijnpunt: het weglaten van de kosten van de

bijzonder ruimhartige aandelenbeloningspakketten voor het personeel. Vorig jaar ging het om meer dan een half miljard dollar. Bij dit soort bedrijven is het vasthouden van talent van levensbelang. Is het wel netjes om de beloning van het menselijk kapitaal weg te houden uit het kostenplaatje?

'Superbelegger' Warren Buffett vindt van niet. Eerder dit jaar noemde hij de hocus pocus met personeelsaandelen 'het meest flagrante voorbeeld' van het opblazen van de bedrijfscijfers. Hij waarschuwt beleggers hier al jaren voor. Buffett: "Als compensatie geen kostenpost is, wat is het dan?" Het orakel uit Omaha noemt de boekhoudkundige lenigheid een zoveelste voorbeeld van manipulatie door managers. Hij zegt dat sprake is van een 'hellend vlak' richting regelrechte financiële misleiding.

Buffett is geen roepende in de woestijn. Directeuren van beurswaakhond SEC, maar ook accoun-

tantsclub IASB waarschuwen al enige tijd tegen het kwistige gebruik van rapportagetrucs. Miljardair Carl Icahn bracht vorig najaar een video uit waarin hij rampspoed aankondigde en zei bedrijfscijfers te wantrouwen. De belegger zei dat er allerlei belangrijke zaken worden weggelaten uit de cijfers, zoals aandelenbeloningen, herstructureringskosten, overnamekosten en goodwill. Topmannen roepen steeds vaker sussend dat beleggers bepaalde boekhoudkundige lasten kunnen negeren. Dat liep vroeger meermaals slecht af.

OPPORTUNISTISCHE MOTIEVEN

Bedrijven leggen steeds vaker de nadruk op pro-formaresultaten. Dan doet ze zonder twijfel vanuit opportunistische motieven. Deze cijfers bevatten soms meer relevante informatie voor beleggers. Maar de schijnwerkelijkheid schept ook weer nieuwe mogelijkheden om te manipuleren. Uit



Amerikaans onderzoek blijkt dat bedrijven opvallend vaak voldoen aan hun prognoses op basis van hun pro-formaresultaten. Ze weten hun beloftes vaker na te komen dan in reguliere verslaglegging. Onderzoek van de Universiteit van Michigan toont ook aan dat bedrijven die veel kosten verstopten in hun niet officiële boekhouding, uiteindelijk minder koersrendement opleveren.

Alle beursgenoteerde bedrijven in de VS moeten de zogeheten Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) in acht nemen. De uniforme wijze van de presentatie van cijfers verhoogt de transparantie van de beurswereld. Veel bedrijven (en analisten) vinden echter dat de winst- en verliesrekeningen op basis van GAAP niet overeenkomen met de werkelijke prestaties van de onderliggende activiteiten. Allerlei boekhoudkundige baten en lasten vervuilen volgens hen de nettowinst.

Als een bedrijf midden in



>GAAP

Toezichthouders hebben boekhoudkundige standaarden bedacht om bedrijven te kunnen vergelijken: Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)

>NON-GAAP

Om te corrigeren voor eenmalige zaken presenteren veel bedrijven ook afwijkende winstcijfers, 'pro-forma' cijfers.

>KLOOF

De kloof tussen GAAP en NON-GAAP lijkt steeds groter te worden, hoewel sommige bedrijven hun leven beteren

een herstructurering zit of moet bijstorten aan een verzwakt pensioenfonds, worden grote 'eenmalige kosten' gemaakt. Bedrijven doen overnames. Ze winnen of verliezen kortstondig op valutaverschillen. Banken wijzen momenteel op de uitzonderlijk lage rentestand. Als je daar als belegger te aandachtig naar zou kijken, wordt het beeld over winstgevendheid op lange termijn van een bedrijf vertroebeld, zeggen de bedrijven. En trouwens, kleurt Warren Buffett niet ook zijn resultaten door af te wijken van GAAP?

PRO-FORMACIJFERS

Het antwoord daarop is ja. Steeds vaker geven bedrijven in hun presentaties en persberichten de meeste prominentie aan pro-formacijfers. Deze niet algemeen geaccepteerde accountantsregels (ook wel non-GAAP genoemd) worden ingezet in de pr-machine. Sceptici spreken van EBBS: *earnings before bad stuff*. Zo worden zwakke financiële prestaties en prognoses opgepoetst. Veel beleggers hebben dat helemaal niet door, schreef beleggersblad *Barron's* vorig jaar.

LinkedIn is geen uitzondering. Veel bedrijven die verlies draaien volgens GAAP, schrijven zwarte cijfers in non-GAAP. Bedrijven die maar matige successen boeken worden door zichzelf als grote winnaars neergezet in hun parallelle universum. Inmiddels is er slechts een handvol bedrijven over in de S&P 500 dat zich helemaal beperkt tot de 'ouderwetse' boekhoudmaatstaven. Voorbeelden zijn retailer Home Depot, financieel dienstverlener Charles Schwab, technologiegigant Apple en logistiek bedrijf C.H. Robinson.

Volgens een recente studie in *The Analyst Accounting Observer* meldde in 2009 72 procent van de bedrijven in de S&P 500 zowel GAAP- als non-GAAP-resultaten. Dat getal is vorig jaar opgelopen tot 90 procent.

Het mooie voor beursfondsen is: het mag gewoon. Amerikaanse be-

drijven mogen beleggers overladen met allerhande winstbegrippen. Zolang het beestje maar een naam-pje krijgt en gecombineerd wordt met de reguliere GAAP-boekhouding. Bij de presentatie van zogeheten pro-forma-resultaten hebben bedrijven de volledige vrijheid in het weglaten van afschrijvingen en bijzondere kosten. Die ruimte is er niet bij het opstellen van het traditionele nettoresultaat onder GAAP.

In juni brachten onderzoeksbureau Calcbench en Radical Compliance een rapport uit waaruit blijkt hoe modieus de praktijk is. Niet alleen technologiebedrijven vertonen grote afwijkingen, maar ook bedrijven uit de financiële dienstverlening en de energie. De onderzoekers keken naar de verslaglegging van 816 Amerikaanse bedrijven. De formele winstcijfers werden neergelegd naast de pro forma cijfers. Gezamenlijk hadden de bedrijven hun winst opgevoerd met \$164,1 miljard door op 4632 plekken aanpassingen te doen. Het leeuwendeel van de afwijkingen komt volgens het onderzoek voort uit weggelaten acquisitiekosten, kosten voor personeelsaandelen en herstructureringskosten.

TESLA

Het verhaal dat bedrijven meestal vertellen, is dat de non-GAAP een beter beeld geeft van het daadwerkelijke reilen en zeilen van een onderneming. Soms is dat zo. Maar vaak ook niet. Neem Tesla, een bedrijf dat kwistig gebruik maakt van boekhouden volgens GAAP én non-GAAP. Het bedrijf staat erom bekend vooral de pro-formacijfers te benadrukken. De automaker is een aantal keren aangesproken op de manier waarop het de uitgestelde inkomsten uit het leasebedrijf heeft gerapporteerd. In persberichten werd beleggers regelmatig een roze bril voorgehouden met een brei informatie over de pro-formacijfers. De algemeen geaccepteerde winstcijfers volgens GAAP kwamen soms



pas op pagina vier.

Het zijn vooral technologie- en internetbedrijven die een gapend gat laten zien tussen hun GAAP- en non-GAAP-winsten door de voor hen enorme kosten van personeelsaandelen weg te laten. Het wegpoetsten van de kosten van aandelenbeloningen gebeurt niet zonder argumenten. De belangrijkste is dat de uitgifte van aandelen geen operationele kostenpost is, maar een zogeheten equity-event. Het is waar dat compensatie in aandelen niet meteen de uitgaande kasstroom beïnvloedt, zoals het betalen van een uursalaris. Het is bij aandelenopties moeilijk om van tevoren in te schatten wat de uiteindelijke kosten zijn van deze vergoeding. Het hangt af van de beurskoers en de timing van uitoefening door de werknemer. Anderzijds wordt personeel in de VS tegenwoordig vooral beloond met *restricted stock* (aandelen die ze niet meteen kunnen verkopen). De waarde is meteen duidelijk en de kosten dus eigenlijk ook.

RAPPORTAGETRUCS

De meeste beleggers laten zich niet zomaar op het verkeerde been zetten door deze rapportagetrucs. Maar beleggers die wel moeite hebben om de twee cijferapportages goed te doorgronden, hebben niet veel aan de meeste analisten. Zij lijken zich minder druk te maken, tot ergernis van Buffett. "Wall Street-analisten spelen mee in deze poppenkast", aldus het Orakel uit Omaha. "Ze papegaaien de nepcijfers na die ze gevoed krijgen van topbestuurders. Misschien weten ze niet beter. Misschien zijn ze bang dat ze hun ingangen verliezen naar het management. Misschien zijn ze cynisch en spelen ze het spel mee omdat iedereen het doet. Ongeacht hun redenering, deze analisten maken zich schuldig aan het propaganderen van misleidende cijfers die beleggers kunnen bedriegen."

Het is voor beleggers vooral nu

Het hoofdkantoor van Apple in Cupertino, Californië.



— Warren Buffett —

'WALLSTREET-ANALISTEN SPELEN MEE IN DEZE POPPENKAST. ZE PAPEGAAIEN DE NEPCIJFERS NA DIE ZE GEVOED KRIJGEN VAN TOPBESTUURDERS'

van belang om in de gaten te houden hoe de twee werkelijkheden zich ontwikkelen. Amerikaanse bedrijven zien hun winsten en omzetten al vijf kwartalen op rij afkalven. Vooral in slechte tijden zijn bedrijven geneigd om hun prestaties rooskleuriger neer te zetten. De *Wall Street Journal* waarschuwde onlangs dat het van kwaad tot erger gaat. Iets heel gewoons wordt volgens de zakenkrant door financiële topmannen steeds vaker neergezet als een bijzondere post. De kloof tussen de officiële GAAP-cijfers en de onofficiële was in jaren niet zo groot. De vorige keren dat het gat tussen de officiële en officieuze boekhouding zo groot was: 2008 en 2001 en 2002.

In dat laatste tijdsgewricht schreven bedrijven massaal af op hun mislukte investeringen uit de internet- en telecomgekte. Het melden van de eenvoudige nettowinst kwam ze niet goed uit. Om de impact van afwaarderingen op activa, boekwinsten of voorzieningen weg te poetsen kwamen er nieuwere toverbegrippen. Neem ebitda (een afkorting van de winst

voor rentelasten, belastingen en afschrijvingen op vaste en immateriële activa). Ook wel bedrijfsresultaat of operationele winst genoemd. Door het weglaten van de investeringskosten en allerlei 'eenmalige' afschrijvingen konden bedrijven als KPN en Versatel vijftien jaar geleden verrassen met wat ze een 'positieve ebitda' noemden.

In *Het Financieel Dagblad* maakte de term zijn debuut in een persbericht van KPNQwest, het bedrijf dat beleggers voorgelogen bleek te hebben en al een jaar later, in 2002, failliet ging. Het was niemand minder dan Buffett die daar twee decennia geleden schande van sprak. Bestuurders die deze modieuze manier van rapporteren omarmden, waren volgens de belegger vaker betrokken bij boekhoudfraude dan bestuurders die traditioneel rapporteerden. "Ze proberen je te belazeren of ze belazeren zichzelf", zei hij in 2002.

VECHTEN TEGEN DE BIERKAAI

Maar het was vechten tegen de bierkaai. Bedrijven gingen hun gang met nieuwe winstbegrippen.



NIEUWS

Het zijn vooral technologie- en internetbedrijven die een gapend gat laten zien tussen hun GAAP- en non-GAAP-winsten door de voor hen enorme kosten van personeelsaandelen weg te laten.

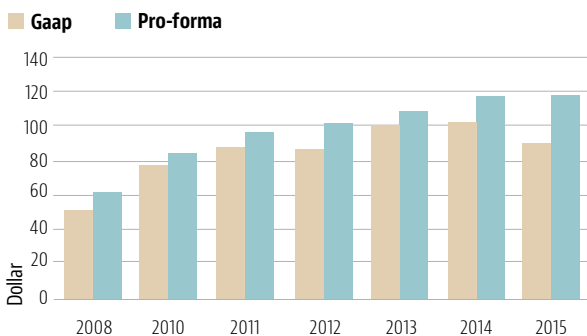
Terug naar de klassieke netto-winst zal niet snel gebeuren. Met dat begrip kunnen bestuurders allang niet meer uit de voeten. Facebook, Twitter, Salesforce.com, Qualcomm en Amazon zijn voorbeelden van bedrijven die beleggers aanmoedigen om de kosten voor personeelsaandelen te negeren bij het beoordelen van hun cijfers. Facebook schreef tot voor kort nog dat de weglaten van de kosten beleggers een betere indruk geeft van de onderliggende prestaties van de bedrijfsvoering. Bijkomend argument: het vergemakkelijkt de vergelijking van de resultaten met andere bedrijven in de sector.

Maar er lijkt iets te verschuiven. Zowel Amazon als Facebook gooide onlangs het roer om. Facebook-CFO Dave Wehner zei deze zomer opeens iets heel anders: "Aandelenbeloningen spelen voor ons een sleutelrol en daarom beschouwen we het als reële kostenpost voor de onderneming." Hij erkende dat het toekennen van aandelen als compensatie zo belangrijk is in Silicon Valley dat je het moeilijk kunt wegpoetsen, als tijdelijke kostenpost. Zonder deze lokkertjes kunnen bedrijven immers wel ophouden. Het lijkt gezond verstand. Onder de nieuwe eigenaar Microsoft zullen ook de aandelenbeloningen van het personeel van LinkedIn voortaan als kosten worden gerapporteerd. De oude Buffett zal het in Omaha met genoegen aangehoord hebben.

HET GAAP-GAT

bron: FactSet

Winst per aandeel (S&P 500) onder GAAP en onder door de bedrijven zelf vastgestelde 'pro forma'-cijfers



— Column —

Beleggen bij kaarslicht



De Amerikaanse wetenschapper John Gottman kan met een nauwkeurigheid van bijna 90 procent voorspellen of een huwelijk stand houdt door de communicatie tussen partners te analyseren.

Volgens de 'Gottman-ratio' moeten er vijf keer zoveel positieve als negatieve interacties plaatsvinden om het huwelijk succesvol te maken.

Onze beleggersziel is bijna net zo teer als een huwelijk. Volgens de loss aversion theorie van Nobelprijswinnaar Daniel Kahneman vergt het een koerswinst van ruim 200 euro om de pijn van een verlies van 100 euro te compenseren.

In beide gevallen blijken negatieve impulsen een veel groter effect op onze emoties te hebben dan positieve. Psychologen noemen dat de negativity bias. De strategie waarmee beleggers en huwelijkspartners deze negatieve inslag kunnen bestrijden is echter radicaal verschillend.

Geliefden moeten de onvermijdelijke ruzies en irritaties proberen te compenseren met een stortvloed aan complimenten en knuffels. Aandacht en actie zijn hierbij cruciaal.

Voor beleggers geldt het omgekeerde. Als de portefeuille eenmaal verstandig is opgezet, kun je het beste kiezen voor 'vruchtbare verwaarlozing'. Op de lange termijn is de kans op groei van een gespreide portefeuille weliswaar aanzienlijk, op korte termijn is de beurs zo veranderlijk

als het weer. Dus hoe vaker je naar je resultaten kijkt, hoe groter de kans op negatieve emoties. En emoties leiden vaak tot onverstandige beslissingen.

Je afsluiten voor nieuws en beursperikelen is gemakkelijker gezegd dan gedaan. De media snappen namelijk ook waar onze emoties door worden geprikkeld. Daarom zijn slecht nieuws en paniekzaaiers ruim voorhanden. De eindeloze stoet aan onheilspredieten tijdens de Brexit-crisis is het meest recente voorbeeld.

Sla daarom twee vliegen in één klap deze zomer. Zet je krantenabonnement op vakantie, laat het nieuws voor wat het is en verwijder de beursapp van je telefoon. Benut de vrijgevallen uren om van je vrienden en familie te genieten en ga met je partner eens lekker romantisch uit eten. We wensen je een goede zomer vol financiële rust.



MARIUS KERDEL EN JOLMER SCHUKKEN

zijn oprichters van Triple Partners en auteurs van *De Beleggingsillussie*

www.debeleggingsillussie.nl

Vraag een belegger naar zijn of haar beleggingsdoel en grote kans dat het antwoord 'voor mijn pensioen' zal zijn. Maar is de beleggingsportefeuille daadwerkelijk als extra pensioenpot ingericht?

Pensioenbeleggen:

Het pensioen staat op het netvlies van veel Nederlanders. We hopen op zonovergoten stranden, een tweede huis in Frankrijk of verheugen ons op het 'grote nietsdoen'. Maar we vrezen dat het een flatje driehoog achter wordt. Dit als gevolg van almaar stijgende zorgkosten, mogelijk baanverlies, een verdere uitholling van de AOW en pensioenfondsen die korting op korting stapelen.

Voortdurend krijgen we ingeperd dat we zelf verantwoordelijk zijn voor een financieel gezonde oude dag. De overheid doet een stapje terug en ook het pensioen dat werknemers bij een pensioenfonds of -verzekeraar opbouwen, biedt steeds minder zekerheid. Het pijnpunt is vooral de vergrijzing. Onze levensverwachting stijgt en dat is natuurlijk goed nieuws, maar de periode na pensionering wordt hierdoor steeds langer. En daarmee dunder.

Ook beleggers horen de alarmbel. Pensioen stijgt met stip op de lijstjes met beleggingsdoelen. Zes op de tien Nederlandse beleggers beleggen in de eerste plaats voor extra pensioen, zo bleek dit jaar uit het jaarlijkse beleggersonderzoek van het Britse fondshuis Schroders. In 2010 noemden nog slechts twee op de tien dit als belangrijkste beleggingsdoel.

ZEGGEN EN DAN OOK DOEN

Zeggen dat je voor je pensioen belegt en dit ook daadwerkelijk doen zijn twee verschillende zaken. Een pensioenbelegging vergt een gestructureerde aanpak. Dat staat ietwat haaks op het beeld van de actieve belegger die de markten



OVER DE AUTEUR

Manno van den Berg schreef als financieel journalist 20 jaar over geldzaken en is co-auteur van het boek 'Beleggen is niet eng'.

HET LIGT MOMENTEEL VEEL MEER VOOR DE HAND OM GEDURENDE DE PENSOENPERIODE DE BELEGGINGS- PORTEFEUILLE AAN TE HOUDEN EN BEETJE BIJ BEETJE TE VERKOPEN. DAT LEVERT NOG WAT RENDEMENT OP

constant afspeurt naar signalen om te kopen en te verkopen, in de jacht naar het hoogste rendement.

Een pensioenplan vereist dat je voor de lange termijn een inschatting maakt van het toekomstige rendement, om in ieder geval een idee te krijgen hoeveel je nu ongeveer per maand zou moeten beleggen. Op basis van de historie zou je voor aandelen een gemiddeld rendement van 7 tot 8 procent per jaar kunnen verwachten, voor obligaties wat minder: 4 tot 5 procent. Let wel, dit zijn geen zekerheden, maar een inschatting voor de zeer lange termijn. Aan beleggen kleven altijd risico's.

Bij pensioenbeleggen draait het vooral om de beheersing van die beleggingsrisico's. Het geld moet er immers wel zijn als de gewenste pensioendatum in zicht komt. De gemakkelijkste manier om dit te doen: je belegt voor de lange termijn elke maand automatisch een bedrag, je brengt in de beleggingen een goede spreiding aan en bouwt naarmate de pensioendatum nadert het beleggingsrisico steeds verder af.

RISICOSPREIDING

Met een maandelijks inleg zal het doorgaans natuurlijk niet lukken om binnen enkele jaren een kapitaal op te bouwen. Trek er ten minste vijftien tot twintig jaar voor uit, liefst langer. Hoe langer de beleggingshorizon, hoe beter. Door de inlegmomenten in tijd te spreiden, wordt het risico van een verkeerd instapmoment kleiner. Een groot bedrag ineens beleggen kan voor een jarenlange kater zorgen. Bovendien spelen bij een

periodieke belegging de emoties van de belegger geen rol. Angst en hebberigheid kunnen dan niet tot verkeerde beleggingsbeslissingen leiden.

Deze aanpak vereist dat er ook op de beurs gespreid wordt belegd; de traditionele manier van risicobeheersing. Niet alles op één of enkele aandelen zetten, maar een wat groter aantal kiezen. Voor wie niet van kiezen of rompslomp houdt, ligt het voor de hand om het geld in een wereldwijd beleggend aandelenfonds te steken of in een exchange traded fund (etf) die de wereldindex MSCI volgt. Let hierbij op de kosten.

Bij pensioenbeleggingen is het gangbaar om het risico in de portefeuille steeds verder af te bouwen, door het percentage aandelen te verlagen ten gunste van obligaties. Dit om een grotere zekerheid te krijgen dat het pensioenkapitaal ongeschonden de eindstreep haalt. Het bedrag kan op de pensioendatum worden omgezet in uitkeringen bij een verzekeraar. Dat biedt zekerheid, maar is bij de huidige lage rente niet voordelig. Het ligt momenteel veel meer voor de hand om gedurende de pensioenperiode de beleggingsportefeuille aan te houden en beetje bij beetje te verkopen. Dat levert nog wat rendement op.

Pensioenbeleggen zal niet bij elke actieve belegger aanslaan. Het is veel opwindender om de marktontwikkelingen te volgen en daarop in te spelen, in de jacht naar een hoger dan gemiddeld rendement. Het risico op een verkeerde beslissing is deel van dat spel. Een voorstel: blij actief

saai maar effectief

beleggen, maar volg voor een deel van de beleggingsportefeuille een pensioenaanpak. Het levert wellicht een interessante benchmark op: doet de saaie pensioenportefeuille het beter dan de actieve?

BELASTING EN INFLATIE

Een belangrijke bondgenoot voor de langetermijnbelegger is het rente-op-rente effect. Dit zorgt ervoor dat een kapitaal steeds harder groeit, omdat er rendement over het rendement wordt gemaakt. Ter illustratie: elke maand 300 euro in aandelen beleggen, levert bij gemiddeld 7 procent per jaar na 10 jaar zo'n 51.000 euro op, na 20 jaar 153.000 euro, na 30 jaar 352.000 euro en na 40 jaar zo'n 745.000 euro.

Dit is echter exclusief belastingheffing in box 3 en inflatie. Vooral de laatste is de natuurlijke vijand van elke pensioenbelegger. Die 745.000 euro ziet er imposant uit, maar wat is dat bedrag over 40 jaar nog waard, in koopkracht? Ook van belang is dat een portefeuille waarin het zwaartepunt van aandelen naar obligaties verschuift, ook minder rendement gaat opleveren. Dat maakt een snelle rekensom lastig.

Ten slotte drukken de kosten op het rendement. Transactiekosten zijn de laatste jaren stevig gedaald, maar er zijn ook andere kosten. Denk aan een percentage over het belegde vermogen, eventuele kosten van vermogensbeheer en interne kosten van beleggingsfondsen en etf's. Een verschil van een half procent aan kosten per jaar kan op de lange termijn duizenden euro's schelen.

DE TIP

voor de thuisbelegger

Blijf actief beleggen, maar volg voor een deel van de beleggingsportefeuille een pensioenaanpak. Het levert wellicht een interessante benchmark op: doet de saaie pensioenportefeuille het beter dan de actieve?



VEB ON TOUR

De VEB organiseerde dit jaar voor de zevende keer haar inmiddels traditionele Diligentialezing, een bijeenkomst van en voor juristen in het sfeervolle Haagse theater Diligentia.





Actuele juridische thema's die de VEB bij de uitoefening van haar worden hier behandeld. Dat zijn veelal thema's die gericht zijn op beleggers en beleggersbescherming.

Door haar juridische acties heeft de VEB met vele partijen van doen. Met de Diligentialezing treedt de belangenvereniging buiten de geijkte kaders waarbinnen zij normaliter met deze partijen discussieert en draagt zij bij aan het maatschappelijke debat. Thema's van de afgelopen jaren waren onder meer de toekomst van de WCAM, wetgeving in tijden van crisis en fraude bij beursgenoteerde ondernemingen.

Na de hoofdspreker geeft een referent zijn (kritische) zienswijze op het thema. Zowel de hoofdspreker als de referent zijn vaak prominente juristen. Door het gebruik van stellingen ontstaat bij het laatste deel ook een levendige discussie tussen de bezoekers van de lezing.

Het grote aantal bezoekers en de levendige discussie onderstreept het belang en het nut van dit soort bijeenkomsten. De VEB zet deze traditie daarom voort en zal in juni 2017 een achtste Diligentialezing organiseren.



SPELREGELS

► SCHRIJF HET DE VEB

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

► ADRESGEGEVEN

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

*VEB - Redactie Effect
Postbus 240
2501 CE Den Haag*

> LIEVER ANONIEM?

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

MAIL UW
BRIEF NAAR:
EFFECT@VEB.NET



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.

POSTNL



Beste VEB,

Sinds vele jaren lees ik met zeer veel plezier het magazine Effect.

Een punt dat me stoort, heeft niets met de inhoud van het blad te maken, maar met de bezorging. Als belegger in en postbezorger van PostNL vind ik het jammer dat de Effect niet meer bezorgd wordt door dit bedrijf.

Ik kan mij voorstellen dat lagere kosten een reden kunnen zijn om te kiezen voor de niet-beursgenoteerde concurrent, maar bezorgkwaliteit en een beursnotering zijn voor de doelgroep van de VEB ook belangrijk. Hopelijk komt PostNL bij volgende bezorgcontracten weer in beeld om de bezorging van Effect te mogen verzorgen.

Met hartelijke groet,
Marco Knaap, Hemmen



FORTISEFFECT



Beste VEB,

Ik ben een particuliere Fortisaandeelhouder (gewest) en heb ooit mijn gegevens doorgegeven bij FortisEffect en word nu gevraagd een overeenkomst van opdracht en volmacht te ondertekenen. Is dat verstandig?

(Naam en adres bij de redactie bekend)



Beste belegger,

Indien u tijdens VEB-lid bent geworden (en gebleven) en in aanmerking komt voor de gunstigere Ledencompensatie is dat

niet nodig. Het kan zelfs onverstandig zijn, omdat u daarmee ook extra verplichtingen aangaat. FortisEffect rekent jaarlijkse kosten van 24,99 euro, en roomt 10 procent van uw compensatie af (deze tarieven gelden per 2016). Indien u uw vordering aan FortisEffect overdraagt, komt het er op neer dat u niet langer een claim kunt indienen als VEB-lid, maar vastzit aan FortisEffect en haar voorwaarden. Op de VEB-website kunt u controleren of u in aanmerking komt voor de gunstigere Ledencompensatie.

STORING



Beste VEB,

Een storing bij mijn broker zorgde er onlangs voor dat het handelsplatform niet bereikbaar was. Daardoor kon ik geen verkooporders doorgeven en verloor ik geld. Wat kan ik doen om mijn schade te verhalen en om dit in de toekomst te voorkomen? (Diverse leden meldden zich de afgelopen maand bij de VEB met een dergelijke vraag, met name op vrijdag 24 juni, de dag na het Brexit-referendum)



Beste beleggers,

Indien u niet via het online handelsplatform uw order kunt inleggen, doet u er goed aan om dit via andere routes te proberen. Allereerst kunt u proberen telefonisch contact op te nemen met uw broker. Lukt dat herhaaldelijk ook niet, kunt u de broker nog een e-mail of fax sturen, waarin u deze informeert over uw voorgenomen order.

Mocht dit er niet toe leiden dat uw order wordt ingevoerd, dan kunt u een klacht indienen. Het orderverzoek, bijvoorbeeld een fax of schermabbeelding, kan daarbij mogelijk dienen als bewijsmateriaal ter onderbouwing van de klacht. U dient namelijk aan te tonen dat u wilde handelen en dat u – door de storing – schade heeft geleden. Indien bijvoorbeeld een systeem herhaaldelijk niet functioneert (bijvoorbeeld bij grote drukte), kan mogelijk sprake zijn van een aantoonbare tekortkoming. Indien u schade heeft geleden, dient u deze voor te leggen aan de desbetreffende broker, via de zogeheten 'interne klachtenprocedure'. Indien het geschil niet in onderling overleg kan worden opgelost, kunt u zich wenden tot het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening. Meer informatie over de Kifid-procedure vindt u op de volgende website:

www.kifid.nl/consumenten/de+procedure

STOCK-DIVIDEND

Geachte VEB,
Ik wil graag dividend in aandelen. Unilever verwijst daarvoor naar het DRIP-programma en Shell naar het SCRIP-programma. Wat is het verschil tussen deze programma's?

Jan Huibers, Kerkrade

Beste Jan,
Het SCRIP-programma van Shell geeft beleggers de mogelijkheid om dividend te ontvangen in aandelen. Shell geeft daartoe nieuwe aandelen uit. Het gaat daarbij om de A-aandelen, ook indien u de B-aandelen heeft. Het verschil tussen deze twee typen aandelen is belastingtechnisch van aard.

Het Dividend Reinvestment Programme (DRIP) dat Unilever voert, geeft beleggers de mogelijkheid om het contante dividend te herbeleggen in aandelen. Een Unilever-belegger ontvangt dan standaard dividend in contanten, onder inhouding van 15 procent dividendbelasting. Voor een belegger die deelneemt aan het DRIP-programma, wordt van het resterende dividend aandelen Unilever aangekocht. De ingehouden dividendbelasting is onder voorwaarden te verrekenen met de verschuldigde Nederlandse inkomstenbelasting.

Bij uw bank of broker kunt u informeren of u, via het DRIP- of SCRIP-programma, in geval van een dividenduitkering aandelen kunt ontvangen/aankopen.

KOSTEN ZIJN EEN BELANGRIJKE OORZAAK VAN HET FEIT DAT VEEL PROFESSIONELE FONDSBEHEERDERS NIET IN STAAT ZIJN OM OP LANGERE TERMIJN DE MARKT TE VERSLAAN



FISHER INVESTMENTS

Beste VEB,
Ik ben benaderd door de Amerikaanse vermogensbeheerder Fisher Investments. Waar kan ik meer vinden over de kosten die deze partij in rekening brengt?

Claudia Lots, Amsterdam

Beste Claudia,
Het blijkt niet eenvoudig om de exacte kosten van Fisher Investments terug te vinden. Zo hebben bekende vergelijkingswebsites die zich richten op vermogensbeheerders, de kosten van Fisher ook niet in kaart gebracht. Het lijkt er dan ook op dat persoonlijk contact nodig is om de exacte kosten te weten te kunnen komen.

Wel is een indicatie van de kosten terug te vinden op de website van Fisher Investments. Beleggers zijn jaarlijks tussen de 1,0 en 1,5 procent kosten over het belegde vermogen kwijt om het te laten beheeren. Daarnaast rekent de vermogensbeheerder eenmalige instapkosten tot 0,5 procent.

De VEB is niet bekend met de rendementen van Fisher Investments. In algemene zin is het goed om er rekening mee te houden dat kosten het rendement verlagen. Kosten zijn een belangrijke oorzaak van het feit dat veel professionele fondsbeheerders niet in staat zijn om op langere termijn de markt te verslaan.

CLAIM-EMISSIE

Beste VEB,
Bij een claimemissie is het mogelijk om onder voorwaarden nieuwe aandelen te verkrijgen. Wat is het risico als ik geen actie onderneem?

(Naam en adres bij de redactie bekend)

Geachte belegger,
Claimrechten vertegenwoordigen een bepaalde waarde, omdat deze het recht geven om tegen een korting nieuwe aandelen te kopen. Deze claimrechten kunt u verkopen, aanhouden of uitoefenen door in te schrijven op de aandelen. Indien u uw claimrechten niet verkoopt of uitoefent, kan het gebeuren dat deze waardeloos aflopen.

In het geval u zelf geen actie onderneemt, ligt de bal bij uw bank of broker. Deze kan dan besluiten om de claimrechten zelf uit te oefenen of te verkopen en de opbrengst, onder inhouding van kosten, aan u over te maken.

Maar dat gebeurt niet altijd. Zo heeft ABN Amro de claims van de aandelen Arcelor-Mittal die genoteerd waren aan Euronext Amsterdam eerder dit jaar als waardeloos afgeboekt. ABN Amro had de niet-verkochte claims echter ook kunnen verkopen. Dit heeft ABN Amro bijvoorbeeld wel gedaan met ArcelorMittal claims die genoteerd waren aan de New York Stock Exchange. Beleggers die door het waardeloos aflopen van hun claimrechten inkomsten zijn misgelopen, kunnen contact opnemen met ABN Amro. Deze heeft laten weten de klachten individueel te gaan beoordelen.

Om een dergelijke situatie te voorkomen, doet u er goed aan om te informeren wat u van uw bank of broker kunt verwachten indien u (onverhoopt) zelf geen actie onderneemt.



FONDSENDASHBOARD

Beste VEB,
Ik vind de rechterpagina van het fondsendashboard (in Effect 6 op pagina 49) een vreselijk zoekplaatje. Alles staat door elkaar, en je moet steeds zoeken welke kleur bij welk nummer hoort. Kunnen jullie daar niet iets aan doen? Bij voorbaat dank!

Vriendelijke groeten,
Erik Andriessen, Den Haag

Beste Erik,
In overleg met Morningstar, die de gegevens voor deze pagina's aanlevert, hebben wij de pagina nu zo ingericht dat de drie uitgelichte beleggingsfondsen ieder een eigen kolom hebben. Dat is inderdaad overzichtelijker. Zie pagina 57.

IK VIND HET EEN VRESELIJK ZOEKPLAATJE, ALLES STAAT DOOR ELKAAR

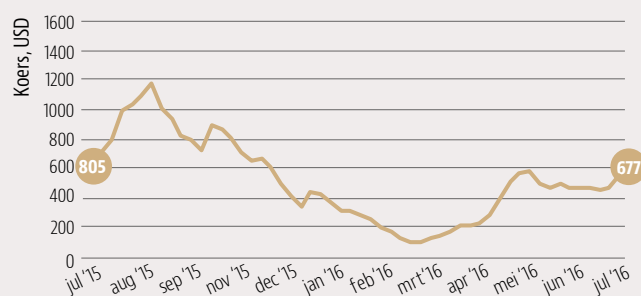
PRESTATIES EN WAARDERING

peildatum
7 juli 2016

Hoe presteren aandelen wereldwijd? Prestaties en kansen in enkele cijfers

Baltic Dry Index

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



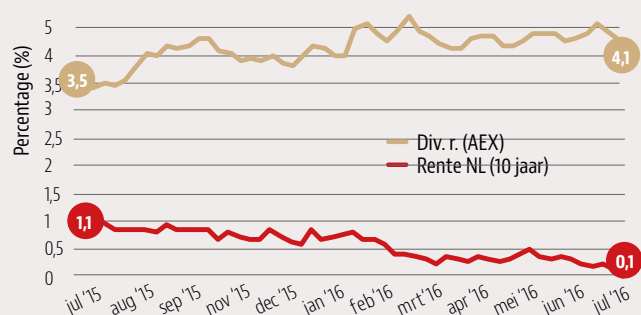
S&P500 / Goud ratio

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

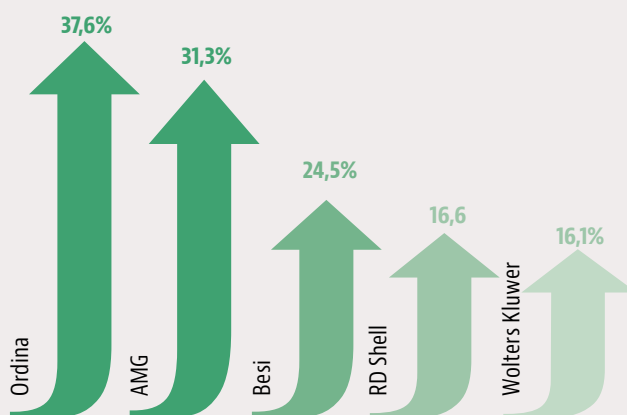


Dividend & rente

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 Probiodrug

2 OCI

3 TKH

4 Kendrion

5 AMG

Hoogste verwachte dividend

Het hoogste dividendrendement op basis van analistenverwachtingen.*

1 Delta Lloyd

11,2%

2 KPN

9,7%

3 Aegon

8,3%

4 ING

7,9%

5 Wereldhave

7,9%

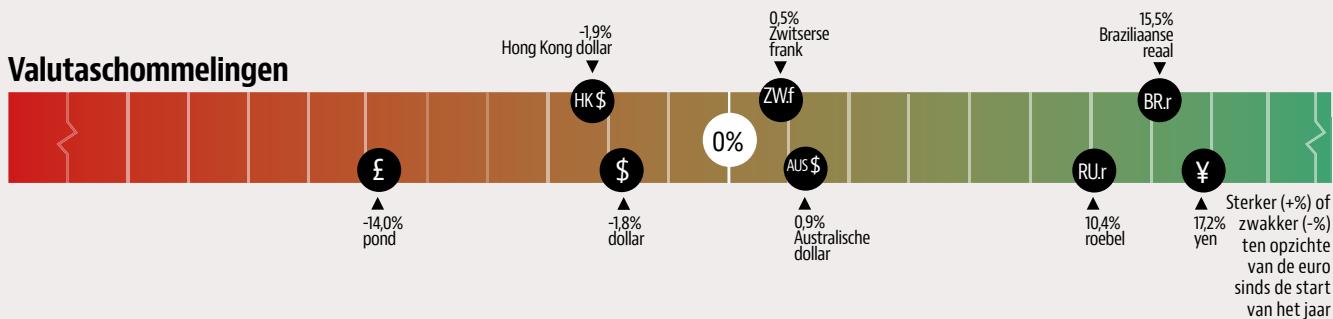
De goedkoopste aandelen

Op basis van koers-winstverhouding.*



*taxaties voor 2016. Bron: Bloomberg

Valutaschommelingen



Beurzen wereldwijd

PRESTATIES BELANGRIJKSTE BEURZEN

Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Europa (Stoxx 600)	-11,9%
VS (S&P 500)	2,6%
VK (FTSE 100)	4,7%
Japan (Nikkei)	-19,7%
Zwitserland (SMI)	-9,7%
Hong Kong (Heng Seng)	-5,5%
Brazilië (Bovespa)	20,0%
Australië (ASX 200)	-1,3%
Rusland (Micex)	6,9%

BEST PRESTERENDE BEURZEN

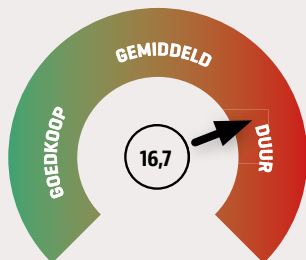
Rendement sinds start van het jaar (in lokale valuta)

Merval (Argentinië)	25,8%
Brazilië (Bovespa)	20,0%
Karachi 100 (Pakistan)	15,7%

GOEDKOOPSTE BEURZEN

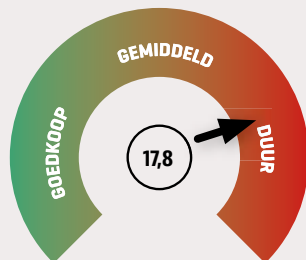
Koers-winstverhouding van indices op basis van verwachtingen van de winst voor de komende 12 maanden.

Blom Stock Index (Libanon)	6,1
Micex (Rusland)	6,8
BIST 100 (Turkije)	9,0



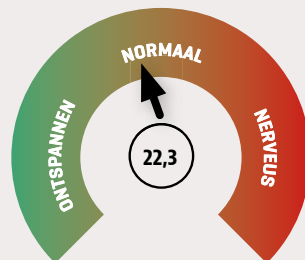
Hoe duur is de AEX?

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



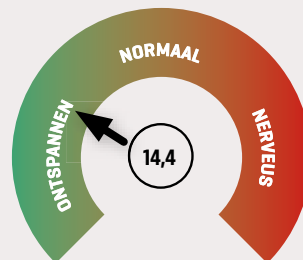
Hoe duur is de S&P 500?

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, ASX 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; *price/sales*: koers gedeeld door omzet per aandeel; *Leverage ratio*: eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal; *Solvency ratio*: solvabiliteitspercentage.

*consensus taxaties Bron: Bloomberg

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koers-doel	div. rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Bouw & Industrie																
Aalberts Industries	€ 26,12	-17,8%	3	5	0	2,4	€ 29,75	2,2%	14,2	2,3	1,2	9,1	€ 0,56	€ 1,84	€ 2,00	€ 2,25
AkzoNobel	€ 54,86	-11,1%	14	9	2	2,5	€ 67,00	3,0%	13,1	2,1	1,0	7,3	€ 1,63	€ 4,19	€ 4,37	€ 4,61
AMG	€ 11,84	31,3%	4	0	0	3,0	€ 13,00	1,7%	14,1	2,5	0,2	5,3	€ 0,20	€ 0,84	€ 1,02	€ 1,17
Aperam	€ 30,19	-8,2%	13	4	0	2,8	€ 38,08	4,0%	12,8	1,1	0,4	6,0	€ 1,19	€ 2,36	€ 2,97	€ 3,52
Arcadis	€ 12,03	-35,2%	1	8	0	2,1	€ 14,93	5,0%	8,0	1,0	0,7	6,3	€ 0,60	€ 1,50	€ 1,57	€ 1,67
ArcelorMittal	€ 4,24	8,9%	14	15	5	2,3	€ 5,10	-	-	0,5	0,2	6,9	€ 0,00	-€ 0,03	€ 0,27	€ 0,45
BAM	€ 3,11	-39,4%	9	1	0	2,9	€ 5,46	3,6%	9,0	0,9	0,1	4,2	€ 0,11	€ 0,34	€ 0,47	€ 0,56
Boskalis	€ 29,82	-20,8%	4	6	0	2,4	€ 35,11	4,8%	13,5	1,0	1,7	6,8	€ 1,44	€ 2,21	€ 1,91	€ 2,21
DSM	€ 51,88	12,1%	18	10	1	2,6	€ 59,27	3,3%	17,9	1,6	1,2	10,0	€ 1,71	€ 2,90	€ 3,45	€ 3,89
Heijmans	€ 7,10	-13,2%	4	4	0	2,5	€ 11,50	5,3%	13,0	0,6	0,1	4,0	€ 0,38	€ 0,55	€ 1,30	€ 1,97
Holland Colours	€ 46,10	-3,9%	0	1	0	-	€ 49,00	-	-	1,2	0,4	-	-	-	-	-
IMCD	€ 36,31	6,6%	7	4	0	2,6	€ 38,98	1,5%	18,6	2,9	0,5	14,5	€ 0,54	€ 1,95	€ 2,10	€ 2,32
Kendrion	€ 23,16	-4,4%	4	0	0	3,0	€ 29,00	3,4%	15,4	1,9	0,7	7,6	€ 0,78	€ 1,51	€ 2,02	€ 2,36
Nedap	€ 28,90	-6,2%	1	0	0	-	€ 34,00	5,5%	-	3,6	1,0	8,3	€ 1,58	-	€ 2,51	-
OCI	€ 11,92	-47,7%	5	0	0	3,0	€ 18,77	-	16,2	2,2	2,7	9,2	€ 0,00	€ 0,74	€ 1,40	€ 1,63
TKH	€ 28,84	-23,0%	7	0	0	3,0	€ 40,79	3,9%	12,1	2,4	0,8	8,2	€ 1,13	€ 2,39	€ 2,78	€ 3,18
Communicatie																
Altice	€ 12,65	-4,5%	11	7	0	2,6	€ 19,07	-	-	26,5	13,9	7,5	€ 0,00	€ 0,09	€ 0,72	€ 1,16
Brill	€ 23,00	-1,5%	0	1	0	-	€ 27,50	4,6%	4,6%	1,7	1,0	10,9	€ 1,05	€ 1,44	€ 1,65	-
KPN	€ 3,11	-11,1%	18	13	3	2,4	€ 3,61	9,7%	9,7%	2,7	1,9	7,8	€ 0,30	€ 0,09	€ 0,10	€ 0,13
Reed Elsevier	€ 15,54	0,0%	10	12	1	2,4	€ 16,67	2,7%	2,7%	12,9	2,2	13,0	€ 0,42	€ 0,88	€ 0,93	€ 0,99
Telegraaf	€ 3,61	-3,8%	2	2	0	2,5	-	2,2%	2,2%	0,7	0,4	4,9	€ 0,08	€ 0,24	€ 0,24	-
Wolters Kluwer	€ 35,95	16,1%	12	5	7	2,2	€ 35,52	2,2%	2,2%	4,2	2,5	11,4	€ 0,78	€ 2,06	€ 2,21	€ 2,36
Consumptie																
Accell	€ 18,77	-10,9%	2	2	0	2,5	€ 24,82	4,5%	12,0	1,6	0,5	8,9	€ 0,84	€ 1,56	€ 1,75	€ 1,75
Acom	€ 22,36	-3,6%	1	2	0	2,3	€ 22,25	4,7%	15,8	3,2	0,8	12,1	€ 1,05	€ 1,41	€ 1,49	€ 1,53
Ahold	€ 20,68	6,2%	19	8	1	2,6	€ 22,97	2,7%	17,7	3,2	0,4	6,7	€ 0,56	€ 1,17	€ 1,24	€ 1,34
Beter Bed	€ 19,75	-12,1%	5	2	0	2,7	€ 24,21	5,7%	15,8	5,7	1,0	8,4	€ 1,12	€ 1,25	€ 1,41	€ 1,47
Lucas Bols	€ 15,75	-29,4%	0	2	0	-	€ 18,75	2,5%	16,5	1,2	-	13,7	€ 0,40	€ 0,96	€ 0,93	€ 1,01
GrandVision	€ 23,40	-15,4%	9	4	1	2,6	€ 27,12	1,3%	24,1	7,7	-	12,6	€ 0,32	€ 0,97	€ 1,08	€ 1,19
Heineken	€ 82,22	4,4%	13	15	3	2,3	€ 84,13	1,7%	21,5	3,5	2,3	12,1	€ 1,40	€ 3,83	€ 4,15	€ 4,51
Refresco Gerber	€ 13,11	-17,3%	8	2	1	2,6	€ 17,51	2,9%	12,6	2,1	0,5	6,8	€ 0,37	€ 1,04	€ 1,19	€ 1,27
Sligro	€ 34,70	4,2%	5	4	0	2,6	€ 37,48	3,8%	16,1	2,5	0,6	9,2	€ 1,32	€ 2,15	€ 2,30	€ 2,46
Stern	€ 18,06	-0,3%	1	0	0	-	€ 22,00	5,6%	7,1	0,7	0,1	12,0	€ 1,02	€ 2,56	€ 3,22	-
Unilever	€ 41,69	4,0%	15	17	4	2,3	€ 43,30	3,1%	22,2	7,6	2,2	14,8	€ 1,28	€ 1,88	€ 2,02	€ 2,18
Wessanen	€ 10,13	8,3%	5	3	0	2,6	€ 10,36	1,5%	28,5	2,6	1,4	14,6	€ 0,15	€ 0,36	€ 0,41	€ 0,45
Energie																
Fugro	€ 14,79	-1,8%	2	6	3	1,9	€ 17,00	0,1%	-	1,0	0,5	8,6	€ 0,01	-€ 0,04	€ 0,18	€ 0,73
SBM Offshore	€ 9,75	-16,4%	10	3	3	2,4	€ 14,51	2,0%	10,3	0,9	0,8	11,0	€ 0,19	€ 0,95	€ 0,94	€ 1,27
Shell	€ 24,60	16,6%	18	11	3	2,5	€ 25,31	6,9%	22,5	1,1	0,7	8,0	€ 1,70	€ 1,09	€ 1,84	€ 2,30

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Detachering	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Brunel	€ 16,49	-1,8%	4	2	1	2,4	€ 18,67	5,6%	21,5	2,4	0,7	11,9	€ 0,93	€ 0,77	€ 0,77	€ 0,96
DPA	€ 1,63	-3,1%	1	0	0	-	€ 2,00	2,5%	11,6	1,5	0,7	8,2	€ 0,04	€ 0,14	€ 0,14	-
Randstad	€ 33,53	-41,7%	9	11	3	2,3	€ 46,37	5,4%	9,2	1,8	0,3	6,8	€ 1,80	€ 3,65	€ 3,65	€ 3,88
Logistiek	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Air France-KLM	€ 5,67	-19,2%	7	10	9	1,9	€ 7,43	-	3,2	3,2	0,1	2,4	€ 0,00	€ 1,80	€ 2,17	€ 1,74
PostNL	€ 3,47	-0,8%	7	7	2	2,3	€ 4,07	-	8,3	8,3	0,4	3,7	€ 0,00	€ 0,42	€ 0,45	€ 0,47
Vopak	€ 42,55	7,3%	7	5	3	2,3	€ 46,54	2,6%	16,0	16,0	3,9	9,9	€ 1,10	€ 2,65	€ 2,76	€ 2,86
Technologie	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
AND	€ 9,26	10,9%	0	0	0	-	-	-	-	1,9	5,7	-	-	-	-	-
ASMI	€ 32,90	-9,0%	12	2	0	2,9	€ 45,50	2,0%	13,8	1,1	3,2	12,0	€ 0,65	€ 2,38	€ 2,96	€ 3,35
ASML	€ 85,60	3,7%	21	10	5	2,4	€ 91,76	1,3%	26,9	4,4	6,2	19,1	€ 1,09	€ 3,18	€ 4,18	€ 5,60
Besi	€ 23,11	24,5%	4	2	0	2,7	€ 26,30	5,0%	16,4	2,8	2,7	10,1	€ 1,17	€ 1,41	€ 1,62	€ 2,04
Gemalto	€ 53,76	-2,7%	12	11	3	2,3	€ 67,53	1,0%	13,4	1,9	1,5	8,8	€ 0,52	€ 4,01	€ 4,59	€ 5,04
ICT	€ 9,33	11,1%	1	0	0	-	€ 9,00	3,0%	13,1	2,3	1,1	8,6	€ 0,28	€ 0,71	€ 0,79	-
Neways	€ 7,25	-3,3%	1	0	0	-	€ 8,50	3,9%	7,9	1,2	0,2	5,1	€ 0,28	€ 0,92	€ 1,23	-
Ordina	€ 1,46	37,6%	2	1	0	2,7	€ 1,45	-	8,8	1,0	0,4	6,6	€ 0,00	€ 0,17	€ 0,16	€ 0,19
Philips	€ 21,84	-7,3%	14	12	1	2,5	€ 26,57	3,8%	14,6	1,7	0,8	8,0	€ 0,84	€ 1,50	€ 1,74	€ 1,93
TomTom	€ 6,21	-46,5%	6	5	1	2,4	€ 10,51	-	26,7	1,5	1,4	10,5	€ 0,00	€ 0,23	€ 0,30	€ 0,39
Overig	Ref. koers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	price/sales	EV/EBITDA	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Corbion	€ 21,42	-4,0%	4	4	0	2,5	€ 24,45	2,9%	16,2	2,6	1,4	8,3	€ 0,61	€ 1,32	€ 1,38	€ 1,53
Fagron	€ 7,54	6,7%	1	3	0	2,3	€ 9,63	0,0%	12,6	-	0,5	12,7	€ 0,00	€ 0,60	€ 0,81	€ 0,95
Flow Traders	€ 28,02	-38,2%	5	1	0	2,8	€ 42,64	5,4%	11,8	5,3	4,3	-	€ 1,51	€ 2,37	€ 2,75	€ 3,20
Galapagos	€ 49,75	-12,4%	7	2	0	2,8	€ 63,57	-	76,3	5,3	29,4	131,0	-	€ 0,65	-€ 1,29	-€ 0,12
Intertrust	€ 19,25	-5,0%	4	2	0	2,7	€ 21,40	2,9%	14,4	2,9	1,2	13,2	€ 0,55	€ 1,33	€ 1,59	€ 1,72
Kiadis Pharma	€ 11,36	-7,3%	2	0	0	-	€ 16,25	-	-	104,3	-	-	-	-€ 0,92	-€ 0,96	-€ 1,10
Probiobrug	€ 18,70	-24,4%	4	0	0	3,0	€ 29,67	-	-	-	-	-	-	-€ 2,16	-€ 1,92	-€ 2,48
Value8	€ 6,80	-28,4%	0	0	0	-	-	-	-	1,0	0,4	-	-	-	-	-

	Koers & Rendement		Analisten aanbevelingen					Waardering					Taxaties			
Banken	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	Leverage ratio	ROE	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
ABN Amro	€ 14,48	-30,0%	13	12	1	2,5	€ 19,99	5,8%	7,7	0,8	4,5%	4,5%	€ 0,84	€ 0,84	€ 1,97	€ 2,09
BinckBank	€ 4,18	-47,5%	3	2	1	2,3	€ 5,90	6,3%	7,4	0,7	12,7%	12,7%	€ 0,26	€ 0,26	€ 0,56	€ 0,47
ING	€ 8,63	-30,7%	19	10	1	2,6	€ 12,58	7,9%	8,1	0,7	5,8%	5,8%	€ 0,68	€ 0,68	€ 1,10	€ 1,18
Kas Bank	€ 8,69	-19,2%	1	1	0	-	€ 11,70	7,0%	9,9	0,6	5,1%	5,1%	€ 0,61	€ 0,61	€ 1,18	€ 1,40
Van Lanschot	€ 14,73	-30,6%	2	1	0	2,7	€ 22,50	5,6%	8,5	0,5	8,5%	8,5%	€ 0,82	€ 0,82	€ 2,06	€ 2,42
Vastgoed	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	NAV	Bezettingsgraad	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Eurocommercial Properties	€ 37,52	-5,7%	7	5	2	2,4	€ 43,15	5,5%	17,4	1,0	€ 34,99	-	€ 2,06	€ 2,16	€ 2,31	€ 2,42
NSI	€ 3,60	-9,4%	3	1	0	2,8	€ 4,39	6,4%	10,6	0,6	€ 4,42	79,9%	€ 0,23	€ 0,34	€ 0,33	€ 0,31
Unibail-Rodamco	€ 220,50	-5,9%	6	14	4	2,1	€ 248,96	4,6%	19,9	1,4	€ 178,80	-	€ 10,16	€ 11,10	€ 11,58	€ 12,56
Vastned Retail	€ 35,65	-15,8%	4	3	0	2,6	€ 45,25	6,0%	14,5	0,7	€ 42,90	96,5%	€ 2,12	€ 2,46	€ 2,52	€ 2,51
Warehouses De Pauw	€ 82,00	0,9%	1	4	1	2,0	€ 79,07	5,2%	15,4	2,0	€ 44,90	-	€ 4,28	€ 5,32	€ 5,68	€ 5,88
Wereldhave	€ 39,89	-22,9%	8	5	0	2,6	€ 50,22	7,9%	11,5	-	€ 52,10	93,8%	€ 3,14	€ 3,46	€ 3,57	€ 3,71
Verzekeraars	slotkoers	Rend. ytd	Buy	Hold	Sell	Gem.	Koersdoel	div. rend.	k/w16*	price/book	solvency ratio	ROE	div.16*	wpa.16*	wpa.17*	wpa.18*
Aegon	€ 3,16	-39,6%	11	11	4	2,3	€ 4,95	8,3%	5,0	0,3	-	4,8%	€ 0,26	€ 0,63	€ 0,69	€ 0,73
Delta Lloyd	€ 2,70	-50,3%	4	6	6	1,9	€ 4,17	11,2%	2,2	0,2	177,0%	6,1%	€ 0,30	€ 1,24	€ 1,14	€ 1,10
NN Group	€ 22,57	-30,7%	12	7	0	2,6	€ 31,86	6,5%	8,0	0,3	320,0%	5,9%	€ 1,47	€ 2,84	€ 3,10	€ 3,26



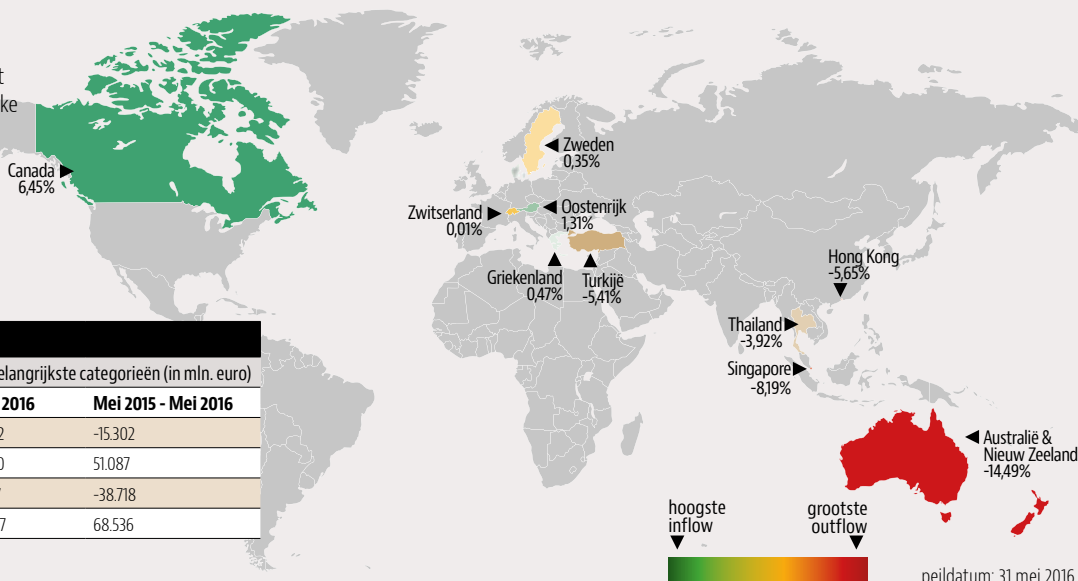
FONDSEN DASHBOARD

powered by
MORNINGSTAR

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

Geldstromen

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



BELEGINGSCATEGORIEËN

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

	Mei 2016	Mei 2015 - Mei 2016
Aandelenfondsen	-7052	-15.302
Mixfondsen	4.200	51.087
Obligatiefondsen	5.367	-38.718
Geldmarktfondsen	16.657	68.536

Top 5

DE FONDSEN MET HET HOOGSTE RENDEMENT OP JAARBASIS BINNEN DE GENOEMDE CATEGORIEËN (RENDEMENTEN IN PROCENTEN)

peildatum: 30 juni 2016

Aandelenfondsen				Obligatiefondsen			
Wereldwijd		1 jaar	3 jaar	Wereldwijd		1 jaar	3 jaar
SSgA Global Managed Volatility Equity Fund		15,89	18,54	Pictet-Global Bonds		13,10	8,82
iShares Edge MSCI World Minimum Volatility		15,01	18,03	iShares Global Government Bond		12,41	8,31
Investec GSF Global Quality Equity		12,57	15,68	SSgA Global Treasury Bond Index Fund		12,21	8,18
BNY Mellon Global Equity Income Fund		10,14	13,94	BlackRock Global Government Bond Index		11,52	7,90
Investec GSF Global Franchise		9,98	14,73	Nordea-1 Global Bond Fund		10,77	8,80
Europa		1 jaar	3 jaar	Europa		1 jaar	3 jaar
E.I. Sturza - Strategic Europe Value Fund		5,54	17,40	ComStage iBoxx€ LqSov Divrs 7-10 TR ETF		10,23	9,12
Deka STOXX® Europe Strong Growth 20 ETF		3,55	9,99	AEGON Europees Obligatie Fonds		10,20	8,01
SSgA Europe Managed Volatility Equity Fund		2,93	12,95	Deka iBoxx € Liquid Sov Divrsfd 7-10 ETF		10,18	9,08
MFS Meridian European Value		2,66	12,98	iShares Euro Government Bond 7-10yr		9,84	8,20
UBS (Lux) ES European Opportunities Unconstrained		0,19	13,70	Amundi ETF GvtBd EuroMTSBroad InvGrd7-10		9,80	8,67
Nederland		1 jaar	3 jaar	High yield		1 jaar	3 jaar
BNP Paribas Netherlands		-3,98	12,43	Petercam L Bonds Higher Yield		5,18	7,13
Add Value Fund N.V.		-4,38	13,37	Robeco European High Yield Bonds		5,04	6,11
Think AEX ETF		-4,48	11,15	Candriam Bonds Euro High Yield		4,85	7,35
Kempen Orange		-4,75	17,47	Muzinich Europeyield Fund		4,36	6,60
iShares AEX		-4,93	10,83	Aberdeen Global Select Euro HY Bond		3,67	6,49

Bron top 5 rendementen: Morningstar Direct: 31 mei 2016. De rendementen over drie jaar in de top 5 rangschikkingen zijn geannualiseerd. Het gaat om netto rendementen inclusief dividend.

1 CATEGORIE, 3 FONDSSEN > AANDELEN SECTOR ECOLOGIE

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?

ASN Milieu & Waterfonds
NL0000280501

FP WHEB Sustainability
GB00BHBFFN03

Pioneer Funds Global Ecology
LU0271656216

Portefeuille

De belangrijkste kenmerken van de portefeuille van de drie beschreven fondsen (peildata resp. 30-06-16, 31-05-16, 31-03-16)

Top 5 Posities

1	EDP Renovaveis	4,22%
2	Watts Water Technologies	4,00%
3	Georg Fischer	3,86%
4	United Utilities Group	3,81%
5	California Water Service Group	3,76%

Marktkapitalisatie-verdeling

	huidig	3 jaar
Large-cap	31,40%	18,00%
Mid-cap	30,00%	48,30%
Small-cap	38,60%	33,70%

Top 5 landen

VS	30,90%
UK	13,80%
CH	9,00%
JP	8,70%
ZW	8,30%

Sectorverdeling

Defensief	22,60%
Lichtcyclisch	58,00%
Cyclisch	19,40%

Regioverdeling

	huidig	3 jaar
Ontwikkeld	88,80%	91,10%
Opkomend	11,20%	8,90%

Fondskosten
(ongoing charges)
1,36%

Top 5 Posities

1	Kingspan Group	2,13%
2	The Cooper Companies	2,13%
3	Danaher	2,08%
4	Xylem	2,05%
5	A.O. Smith	2,03%

Marktkapitalisatie-verdeling

	huidig	3 jaar
Large-cap	27,40%	31,80%
Mid-cap	53,90%	54,70%
Small-cap	18,70%	13,50%

Top 5 landen

VS	58,90%
UK	10,00%
JP	8,10%
DLD	4,70%
FR	4,30%

Sectorverdeling

Defensief	27,30%
Lichtcyclisch	55,10%
Cyclisch	17,60%

Regioverdeling

	huidig	3 jaar
Ontwikkeld	97,40%	96,80%
Opkomend	2,60%	3,20%

Fondskosten
(ongoing charges)
1,05%

Top 5 Posities

1	Gamesa Corporacion Tecnologica	2,93%
2	Vestas Wind Systems	2,85%
3	First Solar	2,70%
4	Accenture	2,66%
5	General Electric	2,53%

Marktkapitalisatie-verdeling

	huidig	3 jaar
Large-cap	69,90%	61,80%
Mid-cap	27,50%	32,70%
Small-cap	2,60%	5,50%

Top 5 landen

VS	32,70%
DLD	12,50%
FR	10,30%
JP	9,20%
UK	9,10%

Sectorverdeling

Defensief	25,80%
Lichtcyclisch	45,90%
Cyclisch	29,40%

Regioverdeling

	huidig	3 jaar
Ontwikkeld	96,50%	95,30%
Opkomend	3,50%	4,70%

Fondskosten
(ongoing charges)
1,10%

Prestaties

Vergelijking van risico en rendement van de drie beschreven fondsen en die van deze beleggingscategorie als geheel

Rendementen peildatum: 30 juni 2016

	1 jr	3 jr	5 jr
Fonds	2,37%	14,65%	12,09%
Categorie	-7,46%	9,04%	6,88%

Risico's peildatum: 30 juni 2016

	Standaard deviatie (3 jr)	Maximaal verlies
Fonds	13,28%	-14,62%
Categorie	12,38%	-15,60%

Rendementen peildatum: 30 juni 2016

	1 jr	3 jr	5 jr
Fonds	-6,70%	10,49%	5,84%
Categorie	-7,46%	9,04%	6,88%

Risico's peildatum: 30 juni 2016

	Standaard deviatie (3 jr)	Maximaal verlies
Fonds	11,94%	-23,20%
Categorie	12,38%	-15,60%

Rendementen peildatum: 30 juni 2016

	1 jr	3 jr	5 jr
Fonds	-9,10%	9,37%	9,04%
Categorie	-7,46%	9,04%	6,88%

Risico's peildatum: 30 juni 2016

	Standaard deviatie (3 jr)	Maximaal verlies
Fonds	14,82%	-15,26%
Categorie	12,38%	-15,60%

Oordeel

van de fondsanalisten van Morningstar over de drie beschreven fondsen, gebaseerd op vijf pilaren en uitmondend in de Morningstar Analyst Rating

- **PROCES** Focus op bedrijven in de ecologiesector, die door ASN op duurzaamheid zijn gecheckt.
- **RENDEMENT** Het fonds heeft uitstekende prestaties geleverd sinds de strategiewijziging in maart 2005.
- **TEAM** De aandelenselectie is uitbesteed aan Impax Asset Management, dat een groot en ervaren team inzet.
- **FONDSHUIS** ASN Bank is een transparante en toegewijde en duurzame bank/vermogensbeheerder.
- **KOSTEN** Het fonds is iets duurder dan het gemiddelde fonds in de categorie.



Morningstar Analyst Rating:

Het fonds profiteert van de know-how van Impax en laat prima prestaties over de lange termijn zien.

- **PROCES** Identificatie van ondernemingen waarvan de duurzame kenmerken waarschijnlijk leiden tot een sterkere groei.
- **RENDEMENT** Solide resultaten op lange termijn.
- **TEAM** Dit goed toegeruste team werd aanzienlijk verbeterd door de komst van het Henderson team.
- **FONDSHUIS** De sterkte van WHEB Asset Management ligt in de kwaliteit van de mensen en hun toewijding op SRI gebied.
- **KOSTEN** De lopende kosten liggen onder de mediaan van de categorie.



Morningstar Analyst Rating:

Een van de meest ervaren teams in deze categorie blijft vasthouden aan een gedisciplineerde proces.

- **PROCES** De aandelenselectie wordt gedreven door een set van ESG uitsluitingscriteria en kwantitatieve screenings.
- **RENDEMENT** Beter dan de meeste van zijn collega's, maar wel achter de benchmark.
- **TEAM** Zimmermann heeft deze strategie beheerd sinds 2003.
- **FONDSHUIS** Pioneer Investments staat op het punt om samen te gaan met Santander Asset Management.
- **KOSTEN** Het fonds is duurder dan de mediaan van de categorie.



Morningstar Analyst Rating:

Wij handhaven een neutrale opinie over het potentieel van dit fonds.

EXCURSIE BAKERMAT VAN DE BEURS

PROGRAMMA

- De dag begint in de buurt van het Waterlooplein waar Lodewijk Petram een inleiding geeft onder het genot van koffie met appelgebak.
- Vervolgens bezoeken we eerst de Portugese Synagoge. Hier hoort u het verhaal over de Portugees-Joodse Amsterdammer, Joseph de la Vega. Hij schreef waarschijnlijk het eerste boek over de aandelenmarkt van de late zeventiende eeuw en over de joodse inbreng daarin.
- We wandelen dan langs de mooie huizen van zeventiende-eeuwse bankiers en ook langs het huis van Coenraad van Beuningen. Hij was verschillende keren burgemeester van Amsterdam tussen 1669 en 1684 en ook enkele jaren bewindhebber bij de VOC. Hij werd na het verlies van zijn financiële vermogen niet meer toerekeningsvatbaar geacht en opgesloten in zijn huis aan de Amstel.
- Na de lunch gaat de wandellezing het oude Amsterdam in waarbij de geschiedenis van de beurs wordt verteld.
- We eindigen in het VOC café in de Schreierstoren voor een afsluitende borrel.

In *De bakermat van de beurs* vertelt Lodewijk Petram het fascinerende en tot dusver onbekende verhaal van het ontstaan van de beurshandel. Dicht op de huid van kooplieden, speculanten en fraudeurs brengt hij de zeventiende eeuw tot leven. Hij neemt u mee naar de Dam, de Kalverstraat en de Nieuwe Brug, waar het allemaal begon.

Het is augustus 1602. In het huis van Dirck van Os, in de Nes in Amsterdam, kunnen mensen intekenen op het oprichtingskapitaal van de VOC. Als de inschrijving sluit, zijn er 1143 namen geregistreerd. De eerste aandeelhouders van de VOC zijn een feit. Niet veel later ontstaat in Amsterdam een levendige handel in aandelen.

Het eneroverende karakter, de vuige spelletjes, het verbod op short selling – Petram laat zien dat verrassend veel kenmerken van de huidige aandelenhandel al in het zeventiende-eeuwse Amsterdam aanwezig waren.

DATUM

Deze excursie wordt tweemaal georganiseerd, op do. 1 september 2016 en do. 3 november 2016

TIJDSTIP

10.00 uur – ca. 17.30 uur

PRIJS

€ 54,- (niet-leden € 65,-)

PROGRAMMA

gids, koffie met appelgebak, lunch, afsluitend drankje

LET OP

exclusief toegang tot de Portugese Synagoge (à € 15,- / gratis voor houders museumkaart)

AANMELDEN

www.veb.net/events

PROGRAMMA

14.00 uur

Ontvangst met koffie/thee/apfelstrudel

14.15 uur

Presentatie CFO W.A. Moerman

15.15 uur

Rondleiding door het bedrijf

16.00 uur

Einde programma



BEDRIJFSBEZOEK SNOWWORLD

SnowWorld is met haar twee indoor skifaciliteiten in Nederland een van de leidende ondernemingen in deze industrie van de wereld. SnowWorld heeft sinds haar oprichting in 1996 door de heer J.H.M. Hendriks een snelle groei doorgemaakt. In verband met de strategie van SnowWorld om het bewezen succesvolle concept verder in Europa te kunnen uitrollen, heeft het bedrijf uit Zoetermeer in 2013 de stap naar de beurs gemaakt.

DATUM

do. 22 september 2016

TIJDSTIP

14.00 uur – 16.00 uur

PRIJS

Kosteloos voor VEB-leden (tijdig aanmelden)

LOCATIE

Zoetermeer (adres volgt na aanmelding). Er is voldoende gratis parkeer-gelegenheid

AANMELDEN

www.veb.net/events



BEDRIJFSBEZOEK TMG

Telegraaf Media Groep (TMG) is een van de grootste mediabedrijven van Nederland, met sterke merken als *De Telegraaf*, *DFT*, *Telesport*, *Metro*, *Autovisie*, *Privé*, *VROUW*, regionale dagbladen zoals *Haarlems Dagblad* en *Noordhollands Dagblad*, en de landelijke radiozenders *Sky Radio*, *Radio Veronica* en *Classic FM*. Deze merken vormen het hart van het bedrijf. De missie is consumenten 24 uur per dag, 7 dagen per week te voorzien van hoogwaardige, gepersonaliseerde en relevante content op het gebied van nieuws, sport en entertainment. Via internet, mobiel, film, geluid, print én crossmediaal, in alle denkbare distributievormen. De behoefte van de consument staat centraal in de keuzes die TMG maakt.

PROGRAMMA

10.00 uur

Ontvangst met koffie/thee

10.15 uur

Presentatie CFO Leo Eskamp of IR Officer Martijn Jonker

- Halfjaarcijfers
- Strategie TMG
- Trends in de markt

11.15 uur

Rondleiding door het bedrijf (drukkerijen, redactie, TMG digital)

12.00 uur

Einde Programma

DATUM

do. 6 oktober 2016

TIJDSTIP

10.00 uur – 12.00 uur

PRIJS

Kosteloos voor VEB-leden (tijdig aanmelden)

LOCATIE

Amsterdam (adres volgt na aanmelding)

AANMELDEN

www.veb.net/events

EFFECT

VOORUITBLIK NR 9, 16 SEPTEMBER

TELECOM

Telecommunicatie is de laatste jaren steeds meer een defensieve sector geworden, met stabiele aandelen die een hoog dividend geven. Beleggers kunnen deze sector gebruiken om even te schuilen voor onrust op de markt, die vaak in de financiële sector de diepste sporen nalaat. Hoe verhoudt het gesaneerde Nederlandse KPN zich nu tot zijn grote Europese concurrenten? Een vergelijking.

**VOLGEND
NUMMER**



COLOFON NR 7/8, 22 JULI

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: Quirijn Bongaerts, Paul Coenen, Errol Keyner, Geert Koster, Paul Koster, Marianne Kraan, Niels Lemmers, Eric van Kuijeren, Michael Westra
Extern: Manno van den Berg, Paul Frentrop, Marius Kerdel, Koen Lauwers, Gerben van der Marel, Djaja Ottenhof, Hendrik Oude Nijhuis, Jolmer Schukken, Wouter Weijand

Redactionele ondersteuning en vormgeving

RedactiePartners MediaGroep (www.redactiepartners.nl)
Willemijn van Haeften, Brad Kokke, Suzanne Lommers, 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, Prof. dr. D.A. de Waard RA MA

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 € 75,00 (accept), voor landen binnen Europa € 125,00 en voor landen buiten Europa € 155,00 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

HO Effect
KEURMERK ISSN 0165-6341

ONTDEK NIEUW ZEELAND DOOR DE OGEN VAN DE LOCALS



Het woud in Nieuw Zeeland is weer veilig. Tenminste, als het aan deze Maori dames ligt. Vroeger trokken zij er zo op uit om hun stam en hun grond te verdedigen. Tegenwoordig gaan zij ook op pad om voor het bos te strijden. Maar dan samen met u.

U wordt meegenomen op een adembenemende tocht door het Urewera Regenwoud waarna u samen met hen woudreuzen plant. Negen zelfs, die wel duizend jaar oud worden. Zo investeert u in een duurzame reis. Wandelen in het bos, maar dan heel anders. Met echte Nieuw-Zeelanders, net als wij; wij komen er immers vandaan en weten u precies die plaatsen te

laten zien die u bij niemand anders te zien krijgt. Daarom maken deze exclusieve ontmoetingen een onmisbaar onderdeel uit van de rondreis die we voor u, en vooral met u, organiseren. Daarbij regelen we kleinschalige accommodaties en activiteiten voor u, en een uitgekiend rustig reisschema, met eigen vervoer, zodat u optimaal van Nieuw Zeeland kunt genieten.

Voorproefje?

Bel 030-27 25 335 voor een afspraak bij ons of bij u thuis. U bent ook welkom op één van onze presentatiedagen op de Oudegracht in Utrecht. Of kijk op www.travelessence.nl.

TRAVELESSENCE
Nieuw-Zeeland • Australië

Onze lokale kennis maakt het verschil...

