

EFFECT



**WAARDE WINT
VAAK VAN GROEI**



**INTERVIEW MET CEO
VAN GERREVINK (VASTNED)**



**SPECULANTEN WEER
DE GEBETEN HOND**



PRYSMIAN VERDIENT HOGERE WAARDERING

TNT Post
Port betaald

Retouradres:
VEB, postbus 240, 2501 CE Den Haag



PRYSMIAN VERDIENT HOGERE WAARDERING

20 De Italianen zijn aanmerkelijk winstgevender en moeten Draka naar dat niveau weten te tillen



Waarde wint vaak van groei **6**

Financiële markten overdrijven; een contraire belegger speelt hierop in

32

Speculanten weer de gebeten hond

De invloed van speculanten op de grondstoffenprijzen is weer volop actueel



→ **VISIE**

- 4 KORTWEG QURIUS, EURONEXT, PIMCO, NOKIA
- 5 OPENINGSBEL EIGEN KWEEK
- 9 ONDERNEMINGSNIEUWS UNILEVER
- 10 ONDERNEMINGSNIEUWS ING
- 11 COLUMN CRUCCELL'S KEUZE
- 12 MACRO SLOME GROEI, GERING INFLATIERISICO
- 14 INTERVIEW VAN GERREVINK (VASTNED)
- 18 AVA-AGENDA
- 19 CHINA HUPPELJAARTJE

→ **ADVIES & ANALYSE**

- 24 TECHNISCHE ANALYSE DRIEMAAL GROEN
- 26 BELEGGINGSFONDSEN MM FORTUNE FUND
- 28 SMALLCAP NOG GEEN RUST VOOR BALLAST
- 30 OBLIGATIES RUIMTE VOOR GROEI
- 31 OPTIES SOMMETJE APERAM EN ARCELORMITTAL
- 34 JURIDISCHE ZAKEN INLEGGEN OP HET RANDJE

→ **VEB**

- 36 LEDENSERVICE

→ **BEURSOVERZICHT**

- 38 FONDSSELECTIE AANDELEN AFRIKA
- 40 OPINIES&TAXATIES BOSKALIS, AIR FRANCE
- 41 BEURSOVERZICHT INDICES
- 42 BEURSOVERZICHT STIJGERS & DALERS
- 43 BEURSOVERZICHT AEX
- 44 BEURSOVERZICHT AMX
- 45 BEURSOVERZICHT ASCX & LOKAAL
- 46 KOERSEN BELEGGINGSFONDSEN

- 46 COLOFON

Effect verschijnt tweewekelijks en is een uitgave van de VEB NCVB. Abonnement via lidmaatschap VEB NCVB.

VEB NCVB

Bureau Den Haag:
 Postadres: Postbus 240, 2501 CE Den Haag
 Bezoekadres: Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag
 Tel. 070-3130000, fax 070-3130099
 E-mail info@veb.net, website www.veb.net
 Geopend: werkdagen, 09.00 – 17.00 uur

Lidmaatschap

Het lidmaatschap van de VEB NCVB kost voor Nederland en België € 65,- (incasso) of € 70,- (accept), voor landen binnen Europa € 120,- en voor landen buiten Europa € 150,- per jaar. Zie voor meer informatie onze website www.veb.net/lidmaatschap. U kunt zich telefonisch opgeven bij het secretariaat, tel. 070-3130000, of via www.veb.net/ lidworden. Het rekeningnummer van de VEB is 44 70 100. Deze rekening is alleen bestemd voor contributies. Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk één maand 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

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

Uitverkoop

Qurius is in gesprek met het Franse softwarebedrijf Prodware, dat genoteerd is op Alternext Parijs. De topmannen spreken in het persbericht van grote kansen in het combineren en delen van onderzoek en ontwikkeling, mensen, kennis, best operational practices, specifieke



ke verticale en 'cloud'-oplossingen, locaties en het benaderen van multinationale klanten. Er wordt een "substantieel en direct effect" verwacht, in de vorm van "concrete, positieve gevolgen voor de businessplannen voor 2011". Op de beurs gingen beide aandelen flink omhoog.

Qurius is iets groter dan Prodware, maar de Fransen zijn de laatste jaren veel winstgevender. Het bedrijf uit Zaltbommel zit al jaren in een reorganisatieproces, waarvan de vruchten nog altijd niet geplukt kunnen worden. Het lijkt er daarom op dat Prodware de bovenliggende partij is in deze beoogde samenwerking, die best in een fusie zou kunnen eindigen.

Het "International Leadership team" van 23 mensen, waaronder de raad van bestuur, inves-



Het concern is opgebouwd uit nationale beurzen. Dat verandert niet. De Amsterdamse beurs blijft gewoon bestaan.

CEES VERMAAS

CEO NYSE EURONEXT AMSTERDAM, OVER DE FUSIE TUSSEN DEUTSCHE BÖRSE EN NYSE EURONEXT IN HET FD

teerde vorig jaar uit eigen zak 1,4 miljoen euro in Qurius op een koers van 0,30 euro. De Fransen steken ook geld in het bedrijf: zij krijgen een belang van 10 procent tegen een prijs die neerkomt op 0,22 euro per aandeel. Dat is flink onder de beurskoers en ook ruim onder de prijs waarop het management vorig jaar zelf deelnam.

Qurius-topman **LEEN ZEVEN-**

BERGEN was al bekend als managementgoeroe en auteur van boeken als En nu laat ik mijn baard staan. Binnen zeven maanden horen aandeelhouders hoe de samenwerking verder zal worden ingevuld, maar voorlopig heeft de verkoop van het aandelenpakket voor 22 cent per stuk meer iets van: 'En nu houd ik even uitverkoop'. ■

Nog niet op het juiste pad

Halfapril 2010 voegde Pimco het eerste actief beheerde aandelenbeleggingsfonds toe aan zijn productenpallet. Opvallend, gezien het feit dat Pimco het grootste obligatiehuis ter wereld is. Onder beleggers is Pimco ook bekend van de term 'het nieuwe normaal'. Kort samengevat betekent het nieuwe normaal dat ontwikkelde economieën geconfronteerd worden met lage economische

se economieën de afgelopen jaren in meer of mindere mate zijn geconfronteerd. Om het fonds, genaamd Pimco EqS Pathfinder Fund, succesvol te maken, heeft Pimco twee ervaren portfoliomanagers overgenomen van Franklin Templeton Investments. Sinds de start behaalde het fonds (klasse A, tot 31/01/2011) een rendement van 2,49 procent tegen 7,17 procent voor de MSCI World en een gemiddeld rendement van 12,47 procent voor alle wereldwijde waardebeleggingsfondsen. Gezien de prestaties van het fonds hebben de managers nog niet de juiste weg gevonden in het nieuwe normaal. Of het nieuwe normaal ziet er toch anders uit dan Pimco denkt. ■



groeï, structureel hogere werkloosheid, overheidsschuldproblemen en schuldaflossingen bij banken en bedrijven. Eigenlijk een opsomming van de problemen waarmee wester-

se economieën de afgelopen jaren in meer of mindere mate zijn geconfronteerd. Om het fonds, genaamd Pimco EqS Pathfinder Fund, succesvol te maken, heeft Pimco twee ervaren portfoliomanagers overgenomen van Franklin Templeton Investments. Sinds de start behaalde het fonds (klasse A, tot 31/01/2011) een rendement van 2,49 procent tegen 7,17 procent voor de MSCI World en een gemiddeld rendement van 12,47 procent voor alle wereldwijde waardebeleggingsfondsen. Gezien de prestaties van het fonds hebben de managers nog niet de juiste weg gevonden in het nieuwe normaal. Of het nieuwe normaal ziet er toch anders uit dan Pimco denkt. ■

Paard van Troje

Met de Canadees **STEPHEN ELOP** haalde het Finse Nokia eind vorig jaar zijn eerste buitenlandse topman binnen. Elop verliet Microsoft en kwam binnen met de belofte het in slaap gesukkelde Nokia weer wakker te schudden. Nokia is nog wel de grootste maker van mobiele telefoons ter wereld, maar de winstgevendheid holt achteruit. De markt voor mobiele telefoons wordt, met name in het duurdere segment, steeds meer ingenomen door toestellen van Apple en de BlackBerry van Research in Motion.

Al weken werd door beleggers hoopvol uitgekeken naar de maatregelen die Elop bekend zou maken. Vooral de uitgelekte e-mail over een Nokia dat vergeleken moest worden met een brandend olieplatform, voedde de hoop op een radicaal plan. Maar wat kondigde



Elop aan? Een nauwe samenwerking met Microsoft. Nokia gaat het besturingssysteem Windows Phone 7 in een groot deel van zijn telefoons gebruiken. Nokia's eigen besturingssysteem Symbian wordt aan de kant gezet. Resultaat: het aandeel Nokia verloor 15 procent van zijn waarde. De voordelen van de samenwerking lijken op het eerste oog vooral goed voor Elops voormalige werkgever. De Finnen moeten het idee hebben met de Canadees een paard van Troje te hebben binnengelaten. ■

Klein is fijn

De jaarlijkse stoelendans in de Amsterdamse aandelenindices staat weer voor de deur. Begin maart wordt op basis van de omzetten een nieuwe ranglijst gemaakt. Vervolgens wordt aan de hand van de beurswaarde het gewicht toegekend. Een ranglijst van de 130 aandelen die het Damrak momenteel telt, geeft enkele interessante inzichten:

- De totale beurswaarde van alle genoteerde bedrijven is ruim 500 miljard euro.
- Meer dan de helft daarvan wordt ingevuld door de 'grote drie': Shell, Unilever en ArcelorMittal.
- De onderste helft van het Damrak (65 van de 130 bedrijven) vertegenwoordigt ongeveer 1 procent (!) van de totale waarde.

Klein is fijn, zullen we maar zeggen, maar dat de 65 kleinste

beursgenoteerde bedrijven samen circa 5 miljard euro waard zijn, betekent dat zij bij elkaar ongeveer net zo veel kosten als Fugro. Dat is in het licht van de voorgenomen fusie tussen NYSE Euronext en Deutsche Börse wel iets om je achter de oren te krabben. Op de hoofdkantoren van dat nieuwe beursbedrijf, die straks in New York en Frankfurt zullen staan, zal men het niet eens merken als in Amsterdam de kleinste helft van het koersenbord plotseling uit notering wordt genomen. Dat is nog afgezien van de vraag of het ze wat zou kunnen schelen als ze het wel zouden merken.

Intussen ziet het ernaar uit dat Acom, LBi, Kendrion en Punch Graphix in aanmerking komen voor promotie naar de smallcapindex. Die benaming was nog nooit zo terecht. ■

Het klokje rond

Vroeger waren beurzen verbonden aan een land of zelfs een stad. De handel in een aandeel was alleen mogelijk op die plaats en beperkt tot de openingstijden van de plaatselijke beurs. Door toenemende concurrentie en verregaande automatisering van de handel ligt die tijd al ver achter ons.

Zo ging de Amsterdamse beurs al samen met die van Parijs, Brussel en later Lissabon om vervolgens de oceaan over te steken naar New York. De consolidatieslag zet zich in alle hevigheid voort. NYSE Euronext is voornemens te fuseren met Deutsche Börse. London Stock Exchange steekt ook de grote plas over en hoopt overeenstemming te bereiken met de beurs van Toronto, TMX Group. De beurs van Hongkong reageerde op dit fusie- en overname-nieuws met de stelling dat zij zich graag zou willen aanslui-

ten bij internationale allianties of samenwerkingsverbanden. Ondertussen probeert de beurs van Singapore die van Sydney in te lijven.

De opkomst van elektronische beurzen als de Amerikaanse Bats en de Europese Chi-X stimuleren het ontstaan van wereldomvattende beurzen in hun zoektocht naar schaalgrootte. Vooralsnog staan aandelen gek genoeg vaak nog genoteerd aan een van de lokale beurzen die onderdeel uitmaken van een wereldwijd samenwerkingsverband. Met alle beperkingen van openingstijden van dien. Het is een kwestie van tijd totdat ook dit tot het verleden behoort en aandelen de hele dag worden verhandeld op het platform van een wereldbeurs. Goed nieuws voor handelaren. Zij kunnen hun lol op en op elk gewenst moment van de dag handelen. Het klokje rond. ■

Eigen kweek



Jan Maarten Slagter
Directeur VEB

De komende maanden treedt een nieuwe generatie topmannen (nog steeds geen -vrouwen) aan bij een aantal gezichtsbebepalende Nederlandse hoofdfondsen. Eelco Blok volgt bij KPN Ad Scheepbouwer op, Frans van Houten komt op de plaats van Gerard Kleisterlee bij Philips en bij Ahold neemt Dick Boer het roer over van John Rishton. Deze benoemingen illustreren twee trends in het Nederlandse bedrijfsleven (ik ben oud-journalist en heb dus weinig bewijs nodig voor een trend).

De eerste is de terugkeer naar eigen kweek. De drie nieuwe mannen hebben allen hun sporen verdiend in het bedrijf dat ze gaan leiden. Blok is een levenslange KPN'er. Van Houten bracht vrijwel zijn hele carrière bij het elektronicaconcern door, op een ongelukkig uitstapje als ceo van de verkochte Philips-dochter NXP na. Dick Boer leerde het klappen van de retailzweep elders, maar zit ook alweer dertien jaar bij de Zaanse grutter. Dit contrasteert met twee van hun drie voorgangers: Rishton en Scheepbouwer kwamen pas als middelbare heren bij hun huidige werkgevers.

Een bestuursvoorzitter uit de eigen onderneming is onder normale omstandigheden een goed teken. Het betekent dat het bedrijf een fatsoenlijk 'management development'-beleid heeft. De nieuwe man kent het bedrijf en voelt minder de druk zich in de eerste maanden waar te maken met dramatische daden. Bij de door managementgoeroe Jim Collins (Good to Great) onderzochte ondernemingen blijkt een duidelijke correlatie tussen langetermijnsucces en de keuze voor eigen kweek (er zijn natuurlijk uitzonderingen).

Een andere trend die door deze benoemingen wordt voortgezet, is de terugkeer van de Nederlander aan de top van de Nederlandse hoofdfondsen. Met het vertrek van Rishton ontstaat de situatie dat bij vrijwel alle werkelijk Nederlandse AEX-fondsen (en dus buiten de binationale of buitenlandse hoofdfondsen als Shell, Reed Elsevier en ArcelorMittal) een Nederlander ceo is. De enige twee uitzonderingen zijn Wolters Kluwer, waar Nancy McKinstry als buitenlandse vrouw in meerdere opzichten een witte raaf is, en Heineken, maar de Belg Jean-François van Boxmeer is na een leven bij de brouwer een geadopteerde Nederlander.

Wat een verschil met een jaar of vijf geleden, toen het een kwestie van tijd leek voor de laatste Nederlandse ceo kon worden uitgezwaaid. Don Shepard bij Aegon, Michel Tilmant bij ING, Anders Moberg bij Ahold: de globalisering had volop toegeslagen in de Nederlandse boardroom.

Dat deze trend is gekeerd, betekent dat dit soort ontwikkelingen nooit in een rechte lijn loopt. Nederlanders blijven, alleen al door locatie, cultuur en taal, goede kandidaten voor topposities in Nederlandse bedrijven. Dat is natuurlijk prima. Als het maar niet betekent dat het Nederlandse grote bedrijfsleven provincialer wordt en de ogen sluit voor de kansen op de wereldmarkt. Dat zou zonde zijn. ■

WAARDE WINT VAAK VAN GROEI

Over het algemeen overschatten beleggers groeibedrijven, en onderschatten ze waardebedrijven. Een slimme belegger kan proberen daarvan te profiteren.

TEKST: JASPER JANSEN

Financiële markten overdrijven. Een contraire belegger speelt hierop in door goedkope ondernemingen te kopen. Deze belegger profiteert van de waardestijging als de rest van de meute zich de te lage waardering van de onderneming realiseert en instapt. Maar wat is goedkoop? De eenvoudigste en meest gebruikte maatstaf is de koers-winstverhouding (kw), dat wil zeggen de koers van een aandeel, gedeeld door de winst per aandeel (de winst gedeeld door het aantal uitstaande aandelen). Is het verhoudingsgetal hoog, dan spreken economen vaak van een groei-aandeel. Neem bijvoorbeeld de sociale netwerksites Facebook en Twitter en kortings-

bonnensite Groupon die voor miljarden naar de beurs willen, terwijl niet helemaal duidelijk is of en hoeveel winst deze bedrijven überhaupt maken. Daartegenover staan waarde aandelen, die een lagere verhouding hebben. Uit onderzoek gedaan op verschillende beurzen wereldwijd blijkt dat de laatste groep aandelen het gemiddeld aanzienlijk beter doet dan de eerste.

WAARDE OP HET DAMRAK

Het lijkt erop dat een belegger ook geld kan verdienen op het Damrak met de 'waardestrategie'. We namen alle aandelen van Nederlandse indices (AEX en AMX) van begin 2010 en rangschikten deze van goed-

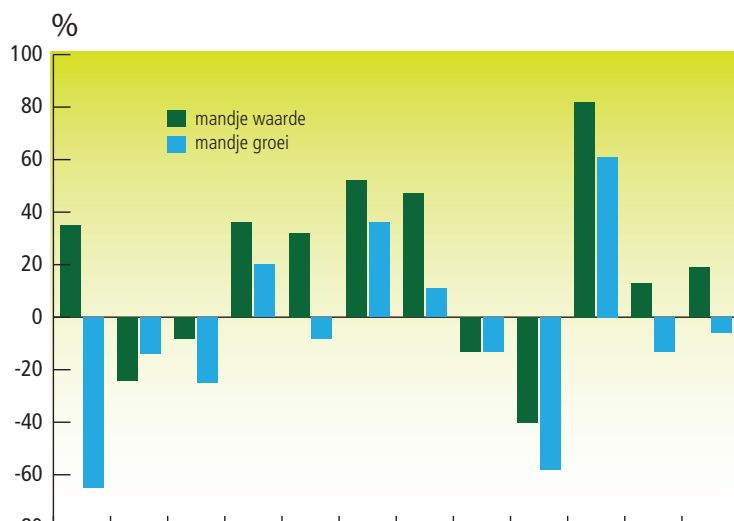
koop naar duur op basis van de koers-winstverhouding. De hele lijst splitsten we op in tien portefeuilles, waarbij nummer één de groep aandelen is met de laagste koers-winstverhouding ('waardemandje') en mandje tien de duurste aandelen ('groeiemandje') omvat.

Vervolgens becijferden we het verschil in rendement tussen het waarde- en het groeiemandje. Wat bleek? Het groeiemandje rendeerdde ongeveer minus 13 procent, terwijl het waardemandje een plus noteerde van 13 procent. Toeval of niet, maar ook als we teruggaan tot 2000 doet waarde het aanzienlijk beter dan groei. Uitzondering is het beursjaar 2001, waarin het groeiemandje na een gigantische klap in het jaar daarvoor harder steeg dan het waardemandje. De 'goedkope' aandelen deden het over de hele periode gemiddeld 26 procent beter, per jaar. Opvallend is dat het risico van de waardestrategie, gemeten in volatiliteit (standaarddeviatie), net iets lager is dan bij de groeiestrategie (ongeveer 35%). Rendement gaat blijkbaar niet altijd hand in hand met risico.

Het rendementsverschil van 26 procent lijkt wel erg groot, ook vergeleken met andere internationale studies. Doordat de mandjes erg klein zijn (gemiddeld ongeveer vier aandelen), hebben uitschieters naar boven en beneden een sterk effect op het eindresultaat. Een manier om het 'uitschieter'-effect te verkleinen, is twee mandjes maken. De ene helft waarde, de andere helft groei. Hoewel het verschil in rendement daalt, blijft het met 8 procent positief.

MENSELIJK TEKORT

Dat waarde het beter lijkt te doen dan groei is moeilijk op rationele gronden te verkla-



HET WAARDEMANDJE MET 10 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE LAAGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING VERSUS HET GROEI-MANDJE MET 10 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE HOOGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING. HET GEMIDDELTE IS HET GEMIDDELTE VAN DE RENDEMENTEN OVER DE PERIODE 2000 TOT 2010.

Bekende waardebeleggers



Warren Buffett
Leeftijd: 80

Filosofie: Buffett zou de ‘mandjesexercitie’ als te eenvoudig bestempelen. In plaats van generieke bedrijven te kopen tegen een spotprijs, is hij meer geïnteresseerd in buitengewoon goede bedrijven voor een redelijke prijs. Buitengewoon goede bedrijven noemt hij eenvoudige bedrijven, met een stabiele kasstroom en een duurzaam concurrentievoordeel. Uit zijn portefeuille blijkt dat dit ondernemingen als de Coca-Cola Company, Procter & Gamble en Kraft Foods zijn. Aangezien Buffett technologiebedrijven niet werkelijk kan doorgronden, heeft hij hier nog nooit een cent in gestoken. Dit zal discipline vergen, want zijn beste vriend Bill Gates (chairman Microsoft) zal hem onder een robbertje bridge toch geregeld proberen over te halen geld in zijn softwarebedrijf te steken.

“PRICE IS WHAT YOU PAY, VALUE IS WHAT YOU GET.”



Peter Lynch
Leeftijd: 67 jaar

Filosofie: Peter Lynch gaf van 1977 tot 1990 leiding aan het Fidelity Magellan Fund. Het fonds realiseerde in die tijdsperiode een samengesteld rendement van 2.700 procent. De fondsmanager claimt dat de particuliere belegger beter in staat is om geld te verdienen met aandelen dan professionals. Want de beste investeringen vond Lynch niet achter zijn bureau, maar bijvoorbeeld toen hij een product kocht in een winkel.

De beste tip kreeg hij overigens van zijn vrouw, door haar enthousiasme voor kousen van L'eggs. Het succes van Hanes, de producent van deze kousen, zorgde jarenlang voor mooie rendementen. Totdat een concurrent soortgelijke kousen op de markt bracht. Lynch kocht 48 paar van de nieuwkomer en liet evenzoveel vrouwelijke medewerkers van zijn kantoor bevestigen dat de L'eggs-kousen veel beter waren dan die van de concurrent. Hij bleef zijn belang aanhouden. Lynch werd beloond voor de wat onconventionele ‘fundamentele analyse’ toen het fonds verder steeg en later werd overgenomen door Sara Lee.

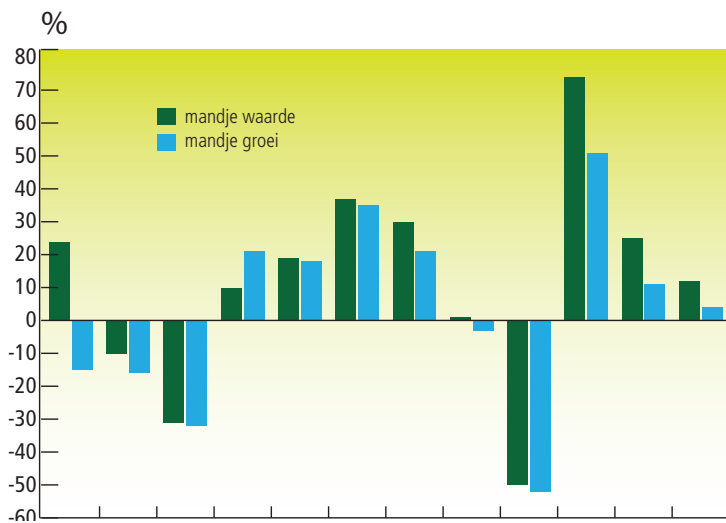
“IN STOCKS, AS IN ROMANCE, EASE OF DIVORCE IS NOT A SOUND BASIS FOR COMMITMENT.”



Benjamin Graham
1894–1976

Filosofie: Graham is de leermeester van Warren Buffett. Hij publiceerde in 1934 het boek Security Analysis, waarin hij een sterk onderscheid maakte tussen beleggen en speculeren. Het eerste noemde hij wetenschap, het tweede een vorm van gokken. Graham gebruikte de Mister Market-analogie om zijn studenten op de Columbia Business School het irrationele gedrag van beleggers bij te brengen. Mister Market komt elke dag langs de deur om een aandeel te kopen of verkopen tegen een andere prijs. Soms schrikbarend laag, soms extreem hoog. Graham stelde dat een belegger er goed aan doet om naar de prestaties van de onderneming te kijken en niet naar het irrationele gedrag van Mr Market.

“IF YOU ARE SHOPPING FOR COMMON STOCKS, CHOOSE THEM THE WAY YOU WOULD BUY GROCERIES, NOT THE WAY YOU BUY PERFUME.”



HET WAARDEMANDJE MET 50 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE LAAGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING VERSUS HET GROEIMANDJE MET 50 PROCENT VAN DE AEX/AMX-AANDELEN MET DE HOOGSTE KOERS-WINSTVERHOUDING. HET GEMIDDELDE IS HET GEMIDDELDE VAN DE RENDEMENTEN OVER DE PERIODE 2000 TOT 2010.

ren. Het lijkt erop dat beleggers met de koers en de winst van een aandeel in de hand, extra rendement kunnen boeken. Dit is een doorn in het oog van de aanhangers van de efficiënte-marktheorie, die stellen dat beleggers en masse in waarde aandelen zouden stappen, zodat dit extra rendement onmiddellijk zou verdwijnen. Maar dit gebeurt niet. Al bijna een eeuw niet overigens. Benjamin Graham, de leermeester van Warren Buffett, schreef in 1929 zijn eerste boek over waardebeleggen.

Een defect in het menselijk brein is waarschijnlijk verantwoordelijk voor de anomalie. Beleggers en analisten extrapoleren de groei van de winst op basis van cijfers uit het verleden. Hierbij wordt in het geval van historisch hoge winsten vaak vergeten dat deze meestal van korte duur zijn, bijvoorbeeld door concurrentie van nieuwe toetreders in de markt. Statistici noemen dit fenomeen 'de trek naar het gemiddelde' ('mean reversion').

Niet zelden is groei zelfs helemaal een luchtkasteel. Hét voorbeeld hiervan zijn natuurlijk de internetbedrijven aan het eind van de jaren negentig. Ironisch genoeg kwam het gros van de waardeonderzoeken midden jaren negentig, het moment dat er nog volop lucht in de internetbubbel werd geblazen. Waardebelegger Warren Buffett, die zijn neus ophaalde voor internetbedrijven, werd door sommige analisten versleten

voor seniel en dementerend. Tot de bubbel barstte natuurlijk. De superbelegger is zich er als geen ander van bewust dat groei over het algemeen wordt overschat en waarde onderschat.

NIET ZONDER RISICO

Een lage koers-winstverhouding wil nog niet zeggen dat we met een waarde aandeel te maken hebben. De markt is niet altijd gek en er is vaak een reden waarom aandelen goedkoop ogen. Neem de financials die tot ongeveer drie jaar geleden vrijwel zonder uitzondering door analisten als waarde aandelen werden beschouwd. Uiteindelijk bleek in de kredietcrisis dat de op het oog stabiele winstgevendheid lang niet zo robuust was als werd verondersteld. Uiteindelijk gaat het om de duurzaamheid van toekomstige winsten. Om deze te kunnen voorspellen, moet men de onderneming werkelijk begrijpen, zo luidt de eerste wet van Buffett. Vervolgens kun je met allehande documentatie – bijvoorbeeld jaarverslagen, analistenrapporten, kwartaalrapportages – proberen te begrijpen in hoeverre de winst duurzaam is. Dit vergt meer huiswerk.

De koren van het kaf scheiden aan de hand van de koers-winstverhouding is niettemin een goed startpunt. Door een defect in het menselijk brein extrapoleren we uit het verleden en zijn we vaak buitensporig opge-

WAT IS GOEDKOOP?

Je weet altijd pas achteraf of een aandeel goedkoop is. Benjamin Graham had een checklist in zijn meesterwerk *The Intelligent Investor* uit 1949. Een fundamentele belegger vinkt deze criteria af bij iedere belegging:

- 1 Het bedrijf mag niet te klein zijn. Kleine ondernemingen zijn gevoeliger voor de grillen van de economie en brengen andere risico's. Toen hij zijn boek schreef, moest een onderneming minimaal 100 miljoen dollar omzetten. Gecorrigeerd voor inflatie is dit nu een kleine 350 miljoen dollar (475 miljoen euro).
- 2 Het bedrijf moet financieel sterk zijn. Zo mag de schuld van bijvoorbeeld een nutsbedrijf niet groter zijn dan twee keer de boekwaarde van het eigen vermogen.
- 3 Stabiele winst. In de afgelopen tien jaar moet de onderneming elk jaar winst hebben geboekt.
- 4 Dividend. De onderneming moet in de afgelopen twintig jaar onafgebroken dividend hebben uitgekeerd.
- 5 De winst per aandeel moet ten minste met een derde zijn gestegen in de laatste tien jaar.
- 6 De prijs mag niet meer dan vijftienmaal de gemiddelde winst over de afgelopen drie jaar bedragen (kw).
- 7 De marktwaarde van de onderneming mag niet meer bedragen dan 1,5 keer de boekwaarde van de onderneming (mv/bv). Bij de laatste twee heb je overigens wat speling, zolang het product van kw en mv/bv kleiner is dan 22,5 (15 kw x 1,5 mv/bv = 22,5).

Wie de eerste vier van de criteria toepast, houdt alleen de financiële krachtpatsers over. Regel 6 en 7 zorgen ervoor dat je voor de goede ondernemingen niet te veel betaalt.

wonden over veelbelovende nieuwe aandelen. Groei is daardoor duur, en waarde goedkoop. Er is weinig reden om aan te nemen dat dit gedrag zal verdwijnen, zodat een geduldige waardebelegger beloond zal worden met extra rendement. Ook iets om over na te denken als Facebook (schatting waarde: 50 miljard dollar), Twitter (10 miljard dollar) en Groupon (15 miljard dollar) hun weg voor astronomische bedragen naar de beurs vinden. ■

UNILEVER MOET PREFHOUDERS EEN NIEUW AANBOD DOEN

Unilever moet iets doen aan de scheve verdeling van het stemrecht bij de onderneming, waarvan de aandelen nog altijd gecertificeerd zijn.

TEKST: PATRICK BEIJERSBERGEN

Het gaat goed met Unilever. De vierdekwartalcijfers waren een meevaller voor beleggers. De winst van ruim 1 miljard euro was aanzienlijk boven de verwachting. Ook de omzet viel met ruim 10,8 miljard euro hoger uit dan voorzien. De brutowinstmarge staat echter onder druk door de gestegen grondstofkosten. Maar de groei is met name in de opkomende landen aanhoudend sterk. De winstgevendheid en het dividend zijn de laatste jaren gestaag verhoogd.

Het gaat dus goed met Unilever. En je moet het dak repareren als de zon schijnt. Daarom is het nu zaak dat Unilever iets doet aan de scheve verdeling van het stemrecht bij de onderneming, waarvan de aandelen nog altijd gecertificeerd zijn. De meeste beleggers bezitten geen aandelen, maar certificaten. Hierdoor kan het Administratiekantoor, dat stemt op alle certificaten van beleggers die hebben aangegeven niet zelf

te zullen stemmen, de stemuitslag in de aandeelhoudersvergadering bepalen. Certificaathouders wordt zodoende de mogelijkheid ontnomen om effectief invloed uit te oefenen op belangrijke kwesties.

ONBEGRIJPelijke MISSTAND

Deze misstand kan worden weggenomen door het terugkopen, tegen een redelijke prijs uiteraard, van de nog uitstaande cumulatief preferente aandelen. Deze prefs hebben namelijk een stemrecht dat een veelvoud is van dat van gewone aandelen en

juist dat is voor Unilever de reden de certificering in stand te houden.

Unilever wil zelf ook graag van deze situatie af en het terugkopen van de prefs was al een belangrijk onderwerp op de aandeelhoudersvergadering in mei 2010. Bij de stemming bleek zo ongeveer iedereen voor, behalve de bezitters van de omstreden preferente aandelen zelf: de verzekeraars ING, Aegon en ASR.

Unilever kon vorig jaar slechts een deel

dan 0,2 procent van de beurswaarde van Unilever als geheel.

BEREID TE PRATEN

Uit correspondentie in het bezit van de VEB blijkt dat zowel ING, Aegon als ASR bereid zijn met Unilever te praten over de verkoop van hun preferente aandelen. Het lijkt erop dat de prijs het enige struikelblok vormt. Herstructurering van het aandelenkapitaal zal de kapitaalkosten verlagen bij een van

Nederlands meest succesvolle ondernemingen en dat heeft voor alle partijen voordelen. De VEB roept de verzekeraars daarom op prijzen te noemen die misschien hoger zijn dan de prijzen die vorig jaar werden geboden, maar zonder dat deze als voor Unilever en haar aandeelhouders als onredelijk kunnen worden bestempeld.

De VEB waardeert de inspanningen die Unilever vorig jaar deed om de preferente aandelen terug te kopen. Wij roepen Uni-

lever echter nadrukkelijk op dit jaar een nieuwe poging te doen. Dat kan door ervoor te zorgen dat er al voor de aandeelhoudersvergadering in mei overeenstemming is met ING, Aegon en ASR over de prijs, waarna deze nieuwe prijs kan worden voorgelegd aan de vergadering. Daarvoor zal Unilever voorafgaand aan de jaarvergadering wel met hen om de tafel moeten. De jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van Unilever zal plaatsvinden op 12 mei aanstaande in Rotterdam. Er is dus nog genoeg tijd, maar dit is wel het moment voor actie. ■



van de preferente aandelen terugkopen. De verzekeraars houden Unilever feitelijk in gijzeling. Een onwenselijke constructie, die zorgt voor onnodige kosten en die zeker in het buitenland door beleggers niet begrepen wordt, blijft daardoor in stand. Het gebrek aan zeggenschap van de werkelijke kapitaalverschaffers zorgt voor een blijvend drukkend effect op de koers.

Er staan nog twee soorten preferente aandelen Unilever uit: de 6%- en 7%-prefs. De preferente aandelen zijn op de beurs samen ongeveer 115 miljoen euro waard, minder

ING: EERST STAATSSTEUN AFLOSSEN, DAN OPSPLITSEN

Beleggers reageerden teleurgesteld op de cijfers van ING. Het resultaat was onder verwachting en er werd niet veel concreets gezegd over de opsplitsing en de aflossing van de staatssteun.

TEKST: PATRICK BEIJERSBERGEN

Het goede nieuws is dat ING na twee verliesjaren over 2010 weer winst boekte. Over het hele jaar werd ruim 3,2 miljard euro verdiend, wat neerkomt op 0,85 euro per aandeel. Het jaar werd afgesloten met een vierde kwartaal waarin 433 miljoen euro werd verdiend. Dit was weliswaar aanzienlijk beter dan het enorme verlies in het laatste kwartaal van 2009, maar toch wat minder dan werd verwacht en daardoor voor beleggers een lichte teleurstelling.

OPLOPENDE RENTEMARGE

Het goede nieuws is dat vooral bij de bankactiviteiten de winstgevendheid weer ouderwets is. ING Bank is blijkbaar in staat meer rente te vragen voor kredieten en de vergoeding die het aan rekeninghouders met een positief saldo betaalt binnen de perken te

houden. Hierdoor is de rentemarge met 6 basispunten opgeschroefd naar 1,47 procent. Ook bij ING Direct zat de rentemarge al het hele jaar in de lift.

Bij de verzekeringsactiviteiten moest in het vierde kwartaal een incidenteel verlies worden genomen van 975 miljoen euro, met name veroorzaakt door uitbetaalde provisies aan tussenpersonen in variabele lijfrentes in de Verenigde Staten. Per saldo drukte dit de verzekeringstak in het rood, hoewel er operationeel wel een positief resultaat was. De onderliggende winst verviervoudigde zelfs. Dat is belangrijk, want ING wil vaart maken met het afsplitsen van de verzekeringsbedrijven. Sinds 1 januari zijn deze 'losgekoppeld' van



het bankbedrijf en in de loop van volgend jaar zijn waarschijnlijk twee beursgangen te verwachten. Het is nog niet helemaal duidelijk wat er met de verzekeringsactiviteiten in Latijns-Amerika zal gebeuren. Deze zouden ook aan een andere partij verkocht kunnen worden.

GEEN DIVIDEND

ING keert sinds 2008 geen dividend meer uit. De reden daarvoor is dat er zo veel mogelijk kapitaal moet worden opgebouwd voor de terugbetaling van de staatssteun. Topman Jan Hommen zei te hopen dat hij dit jaar een significant deel terug kan betalen, maar hij gaf geen precieze datum of bedragen. ING is achter de schermen druk aan het onderhandelen met het Ministerie van Financiën over de voorwaarden van aflossing. Uiteraard moeten deze zo gunstig mogelijk zijn, zonder dat ze door de Europese Commissie als staatssteun worden gezien. Er moet nog voor 5 miljard euro aan de Nederlandse staat worden terugbetaald, maar daar komt volgens de oorspronkelijke voorwaarden een boete bovenop van 50 procent. ING is er alles aan gelegen deze



boete van 2,5 miljard te vermijden of te verlagen. Daar staat tegenover dat ING geen rente over deze schuld hoeft te betalen, zolang er aan de aandeelhouders geen dividend wordt betaald. Echt haast is er dus ook weer niet.

EIGEN VERMOGEN GROTER DAN OOI

Een van de redenen dat ING zo zwaar in de problemen kwam in 2008, was het feit dat het eigen vermogen zo klein was ten opzichte van het balanstotaal. Ondanks de goede voornemens om de balans te verkorten, is deze in 2010 juist verlengd. Het balanstotaal van de groep lag aan het eind van het vierde kwartaal op 1.247 [1,247] miljard euro. Dat is 7 procent meer dan een jaar eerder. Daar staat tegenover dat het eigen vermogen ook flink aansterkte. Met 41,6 miljard euro is het eigen vermogen toewijsbaar aan de aandeelhouders ruim twee keer zo hoog als eind 2008. Het absolute bedrag aan eigen vermogen is zelfs sinds de vorming van de groep in 1991 nog nooit zo groot geweest. De solvabiliteitsratio's zien er mede daardoor dan ook beter uit dan vorig jaar: het kern-tier-1-vermogen van de bank steeg flink naar 9,6 procent van 7,8 procent een jaar eerder. De solvabiliteitsratio van het verzekeringsbedrijf verbeterde op jaarbasis licht tot 255 procent (was 251%).

MEEST AANTREKKELIJKE ROUTE

2011 wordt cruciaal voor ING. Er zijn heel wat knopen door te hakken voor de bankverzekeraar die de onderneming nu nog is. Hoewel ING geen rente betaalt op de staatssteun, lijkt het toch verstandig om deze zo snel mogelijk volledig af te lossen en dan pas de verkoop van de verzekeringsbedrijven in gang te zetten. De staatssteun beperkt ING namelijk zeer in haar handelen. Zo mogen op sommige markten niet de laagste tarieven worden geboden. Eventuele kopers van een bedrijfsonderdeel hoeven dan bovendien niet het idee te hebben dat de verkoop gedwongen is, omdat de staat moet worden terugbetaald.

Een afsplitsing van de verzekeringsbedrijven, zoals eerder dit jaar het roestvrijstaalbedrijf Aperam naar het Damrak kwam, lijkt voor beleggers de meest aantrekkelijke route. Aandeelhouders kunnen dan in ieder geval niet benadeeld worden door een onverhoopt lage verkoopprijs: zij kunnen de stukken gewoon vasthouden tot zij de koers hoog genoeg vinden. Eerst de staat terugbetalen dus. ■

Door Willem Burgers
Fondsbeheerder Add Value Fund

Crucell's keuze

Het heeft er alle schijn van dat de beursnotering van biofarmaciebedrijf Crucell binnenkort verleden tijd is. In september 2009 nam Johnson & Johnson (J&J) al een 18%-belang in de Leidse vaccinproducent, de grootste onafhankelijke speler op dit gebied in de wereld, voor een bedrag van 301,8 miljoen euro, overeenkomend met 20,63 euro per aandeel.

De rationale van deze transactie was 1) gezamenlijk een aantal vaccins en antilichamen ontwikkelen, in het bijzonder tegen griep, 2) voor J&J: toegang krijgen tot de kennis en marktpositie van een vaccinproducent – deze markt heeft betere groeiperspectieven dan die van medicijnen en 3) voor Crucell: de eigen (financiële) toekomst veiligstellen.

Merkwaardigerwijs reageerde de beurskoers van Crucell na de aankondiging van de alliantie met J&J per saldo met een daling. Begin november 2009 werd zelfs even een laagste koers van 12,53 euro aangetikt. Op 17 augustus 2010 werd een hoogste waardering van 16,26 euro bereikt, nog altijd ruim 21 procent onder de door J&J betaalde prijs voor het 18%-pakket.

De samenwerking met Crucell blijkt J&J te bevallen. Op 6 oktober 2010 wordt bekendgemaakt dat J&J 24,75 euro per aandeel Crucell biedt. Voor de 82 procent van de aandelen die zij nog niet bezit, wordt 1,75 miljard euro betaald. Deze bieding wordt gesteund door het bestuur van Crucell. De geboden prijs impliceert een premie van 58 procent boven de slotkoers van 15,70 euro, zoals die gold vóór de bieding werd uitgebracht.

Zo op het oog een aantrekkelijke exit voor aandeelhouders Crucell. Echter, al snel doken de eerste signalen van oppositie tegen de bieding op. Een 'sum-of-the-parts'-analyse in combinatie met enkele positieve aannames met betrekking tot de nabije toekomst brengt een waarde van tegen de 30 euro binnen bereik. Dat je voorzichtig moet zijn met dergelijke zonnige projecties, blijkt enkele weken later. In een van de productiecentra in Zuid-Korea, waar onder andere het Quinvaxem-vaccin – Crucell's kaskraker – wordt afgevuld, blijkt een besmetting te zijn opgetreden. Gevolg: weg jaarwinst 2010. Vorige week moest Crucell een operationeel verlies van 34,3 miljoen euro rapporteren over 2010 tegen een operationele winst van 39 miljoen euro een jaar eerder.

Een verhoging van R&D-uitgaven van 70,2 miljoen naar 100 miljoen euro is mede debet aan de verslechtering van het resultaat. Deze verhoging is pure noodzaak om de vaccins in een sneller tempo van de ontwikkelings- naar de marketingfase te brengen. En daar zit met name de zwakte van het verdienmodel van Crucell. Het uitontwikkelen van vaccins naar goedgekeurde eindproducten is een langdurige en zeer kostbare zaak. Naar eigen verwachting zal het nog zeker tot 2015 duren vooraleer Crucell de eerste successen uit de eigen pijplijn zal kunnenannonceren. De omzet- en winstgroei zal daarom vanaf 2012 behoorlijk gaan afvlakken, zo waarschuwen de Crucell-bestuurders.

Al met al een aannemelijke redenatie, bedoeld om aandeelhouders Crucell tot aanmelden van hun stukken te bewegen. Ik ben van mening dat de geboden prijs van 24,75 euro per aandeel per saldo beslist als fair kan worden aangemerkt. De voordelen voor de Crucell-stakeholders (personeel, patiënten, toeleveranciers) van toetreding tot het J&J-imperium zijn bovendien evident. Om in de luwte te kunnen uitgroeien tot een wereldspeler in vaccins en antilichamen is een aanlokkelijk vooruitzicht. Voor de kleinere aandeelhouders Crucell overheerst toch een zekere frustratie. Stel dat het griepvaccin in, zeg, 2014 gereedkomt en er vervolgens een pandemie uitbreekt, dan is voor het aandeel Crucell een hogere waardering dan 24,75 euro welhaast vanzelfsprekend. Waarmee de slotconclusie luidt dat aan elke keuze, ook die van Crucell, voor- en nadelen zijn verbonden. ■



GERING INFLATIERISICO BIJ ONZE SLOME GROEI

Opkomende landen zetten het rentewapen in om de inflatie te beteugelen. In het Westen is de kans klein dat de inflatie sterk gaat oplopen.

TEKST: CEES RIJSDIJK (BELEGGINGSSTRATEEG SNS BANK)



De boot is aan. In de opkomende landen zit de schrik voor inflatie er goed in, en landen variërend van China, India en Indonesië tot Brazilië en Peru hebben recentelijk aan de renterem getrokken in een poging de inflatie te beteugelen. Dit verkrappende beleid heeft als vervelend bijeffect dat het daar even over is met het feestje op de beurs. Ook in de 'volwassen' economieën lopen de inflatiecijfers op en de angstige vraag is natuurlijk of aandelenbeleggers hier in hetzelfde schuitje moeten varen. Gelukkig is het antwoord nee.

OLIE-INFLATIE ONWAARSCHIJNLIJK

De Verenigde Staten en Europa kennen geen overmatig sterke groei. De iets hogere infla-

tie is toe te schrijven aan energie- en voedselprijzen. In Europa spelen ook accijnsverhogingen een rol. Als we kijken naar de zogenaamde onderliggende inflatie – exclusief de prijsstijging van energie en voeding – zien we dat de Amerikaanse en de Europese inflatie van respectievelijk 0,8 en 1,1 procent amper boven het zeer lage niveau van vorig jaar liggen.

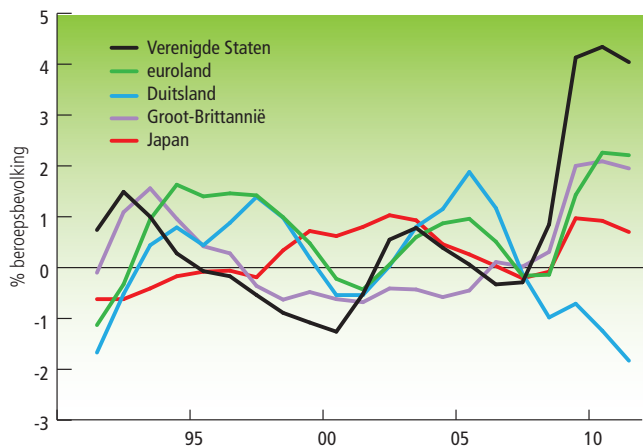
De kans is erg klein dat de inflatie nog verder wordt opgestuwd door energie- en voedselprijzen. De olieprijs – nu ruim 100 dollar per vat – moet dan bijvoorbeeld nog sterker stijgen dan tot nu toe en dat is vermoedelijk 'self-defeating', omdat een prijs van zeg 150 dollar de economische groei remt en de groei was nu juist de drijvende kracht achter de olieprijsstijging. Zodra de olieprijs wat minder heftig stijgt dan vorig jaar, valt de inflatie weer terug.

BOVENNATUURLIJKE WERKLOOSHEID

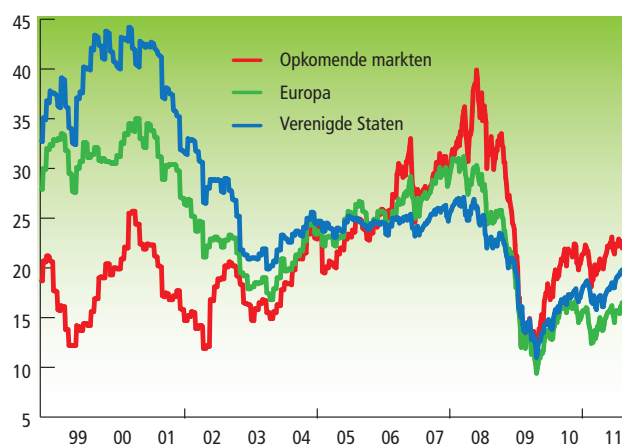
Bedreigend wordt de situatie pas wanneer de hogere prijzen zich gaan vertalen in hogere looneisen; de zo gevreesde 'tweede ronde'-effecten. Om dat gevaar te bepalen, kunnen we het beste kijken naar de ruimte of krapte op de arbeidsmarkt, waarvoor als goede maatstaf geldt de feitelijke werkloosheid minus de zogenaamde natuurlijke werkloosheid. Laatstgenoemde is – even kort door de bocht gezegd – de werkloosheid die losstaat van de conjunctuurschommelingen.

In bijgaande grafiek stellen de lijnen het verschil tussen de feitelijke en natuurlijke werkloosheid in de diverse regio's voor, gebaseerd op cijfers van de Oeso. Als de lijn beneden de nul komt, betekent het dat de werkloosheid onnatuurlijk laag wordt. Er heerst schaarste aan personeel en de lonen

Feitelijke minus natuurlijke werkloosheid



De Shiller koers-winstverhouding





beginnen te stijgen. Iets dergelijks deed zich bijvoorbeeld voor in de tweede helft van de jaren negentig in de Verenigde Staten. Nu is het tegendeel het geval. De werkloosheid ligt in de VS op 9 procent en dat is ruim boven de natuurlijke werkloosheid van 5,5 procent. Ook in euroland is de werkloosheid met een percentage van 10 procent 'bovennatuurlijk'. In deze omstandigheden is het onwaarschijnlijk dat er in het Westen een loon- en inflatiegolf zit aan te komen.

STOMENDE LOCOMOTIEF

Een duidelijke uitzondering vormt Duitsland. Dat heeft dermate sterk geprofiteerd van de onstuimige groei in China, dat de werkloosheid gedaald is tot het lage niveau van begin jaren negentig en er krapte op de arbeidsmarkt dreigt. Het is geen toeval dat de Duitse vakbond bij Volkswagen een loonsverhoging van ruim 3 procent heeft bedongen. Overigens zijn veel cao's voor 2011 al afgesloten, waardoor de loonontwikkeling voor dit jaar deels al vastligt. Bovendien ligt bij de werknemer de vrees voor zijn baan waarschijnlijk nog te vers in het geheugen om zich erg assertief op te stellen. In 2012 zou de loondruk kunnen oplopen.

Meer loongroei in Duitsland heeft ook zijn voordelen. Dat stimuleert de consumptie en maakt de economie minder kwetsbaar, want minder eenzijdig afhankelijk van de export. In de tweede plaats draagt het bij aan wat meer evenwichtigheid binnen euroland. Nu heeft grofweg gesteld Duitsland een groot handelsoverschot en de rest een tekort, maar dat zal veranderen wanneer een kooplustiger Duitsland meer gaat importeren.

Voordat de economie van euroland als geheel gaat oververhitten, moet er echter nog heel wat gebeuren. Wat we nu op de opkomende markten zien, is hier nog ver weg. En zeker voor aandelenbeleggers is dat maar gelukkig ook.

BEURZEN TERECHT VAST

De aandelenmarkten hebben het dit jaar tot nu toe goed gehouden, hoewel sentiments-indicatoren aangaven dat het enthousiasme onder beleggers te ver doorgesloten was. De goede prestaties zijn te danken aan de meevallende bedrijfsresultaten. Zo zien we dat in West-Europa het aantal positieve omzetverrassingen over het vierde kwartaal het dubbele is van het aantal negatieve verrassingen.

Ook wat betreft de winsten zijn er meer positieve dan negatieve verrassingen, maar het verschil is daar beduidend kleiner. Dat duidt op onverwacht grote druk op de winstmarges door hogere 'input'-kosten (energie- en grondstofprijzen). Zolang de lonen zich gematigd ontwikkelen, komen bij de huidige gunstige macrovoorzichten de winsten niet echt in gevaar. Dat is voor ons een belangrijke overweging om voor de langere termijn positief te blijven op aandelen.

Vertrouwenwekkend is voorts dat de waardering van aandelen nog altijd redelijk aantrekkelijk is. Een van de maatstaven is de zogenaamde Shiller koers-winstverhouding, waarbij de aandelenkoersen vergeleken worden met de winst die door de cyclus heen gemiddeld behaald wordt. Meestal wordt dan een cyclusduur van tien jaar genomen. Zowel in de Verenigde Staten als in euroland is deze koers-winstverhouding historisch gezien nog altijd laag. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	31-01-11	14-02-11	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,01	1,07	1,09	1,6%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,80	0,80	0,0%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,30	0,31	3,2%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,34	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,28	0,23	0,23	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	4,62	7,14	4,60	-35,6%
LANGE RENTE									
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	3,14	3,33	3,47	4,3%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,51	3,76	3,93	4,6%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	3,31	3,33	3,61	8,4%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,08	1,19	1,29	8,6%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,59	1,76	1,82	3,6%
VALUTA									
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,37	1,35	-1,5%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,86	0,86	0,84	-1,7%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	108,19	112,34	112,20	-0,1%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,25	1,29	1,31	1,3%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,62	6,59	6,60	0,1%

Bron: Datastream

“WAARDERING VASTNED RETAIL KAN OMHOOG”

De kantorenmarkt is nog steeds slecht, maar de waarderingen voor winkelvastgoed lopen nu weer op. Een interview met topman Reinier van Gerrevink van VastNed.

TEKST: MARTIN VOORN; FOTO'S: MARK VAN DEN BRINK

Ceo Reinier van Gerrevink komt van Rodamco en is nu achtenhalf jaar bestuursvoorzitter van de VastNed Groep, die naast midcapper VastNed Retail ook VastNed Offices/Industrial (O/I) omvat. De onderhandelingen van O/I met Nieuwe Steen Investments (NSI) over een mogelijke fusie zijn afgebroken. Gerrevink vindt dat de door NSI voorgestelde ruilverhouding een aanzienlijke korting betekende op de intrinsieke waarde van VastNed O/I. Wordt O/I nu verkocht? “Als aandeelhouders dat willen, ga ik niet roepen: dat doe ik niet.”

Is de crisis op de vastgoedmarkt voorbij?

“Nee, dat weet ik niet. Op het gebied van winkels is één grote partij druk aan het reshuffelen, Unibail Rodamco, dat verklaart waarom er relatief veel is gebeurd de laatste anderhalf jaar. De focus van Unibail ligt op grootschalige retail, grote winkelcentra, en niet meer op highstreetshops en kleine winkelcentra. In die portefeuille zit veel kleiner spul. Wij hebben daar een beetje van kunnen mee-eten. Een tweede verklaring voor de verkoopactiviteit kan zijn dat winkels nog steeds het imago hebben van stabiliteit. Na de crisis blijkt dat dit toch niet helemaal waar is. Met name op B- en C-locaties is wat aan de hand. In 2009 hebben we nog winkels op minder goede locaties verkocht, net op tijd.”

Waarom wilt u het ‘kleine spul’ van Unibail?

“Wij zitten voor 55 procent in highstreetshops, zoals de Lijnbaan in Rotterdam, en daarnaast in middelgrote winkelcentra. Unibail Rodamco en Corio hebben een focus op grote winkelcentra, die kunnen daar door actief centrumbeheer waarde toevoegen, bij ons is dat minder het geval; een highstreetshop die goed loopt, daar doe je verder niet veel aan. Dat is gewoon een kwestie van: zorgen dat-ie goed verhuurd is en dat je de markthuurl realiseert.”

Waaruit blijkt dat er nog steeds crisis is in vastgoed?

“In de kantorenmarkt zien we in elk geval nauwelijks positieve signalen. Hier en daar denken we: jee, we hebben beet. Het proces van huur en wederverhuur loopt best goed, maar het gaat per saldo toch langzaam achteruit. Je bent al blij als je een potentiële

huurder hebt. Gelukkig wordt er niet veel ontwikkeld, dus komen er niet te veel kantoren bij. Aan de onderkant van de markt, bij de moeilijk verhuurbare panden, is nadrukkelijk sprake van problemen. En de moeilijk verhuurbare panden nemen in aantal toe.”

U doelt weer op de B- en C-locaties?

“Ja, maar niet alleen dat; gebouwen waar te veel investeringen in moeten om er nog iets van te kunnen maken, wat gebeurt daarmee? Zijn er alternatieve mogelijkheden of is het een kwestie van afbreken? Daar is nog een hele strijd te gaan, ook al omdat een deel van het gemeentelijk budget wordt gefinancierd door gronduitgifte. Dat gemeenten veel te veel grond hebben uitgegeven begint zich te wreken voor met name de kantorenmarkt. Het totaal aantal vierkante meters in Nederland is 55 à 60 miljoen. Zo'n vijf à zes miljoen is bijna onverhuurbaar. De leegstand is nóg hoger, 15 procent. Dat is fors, maar ook een normaal gevolg van de crisis, tien jaar geleden liep de leegstand in de kantorenmarkt ook hard op.”

ID REINIER VAN GERREVINK

Geboren:
3 maart 1950

Functie:
bestuursvoorzitter
VastNed Groep

Basissalaris:
465.000 euro in 2009

Koersrendement:
+29,8% sinds aantreden
op 1-9-2002

Externe functies:
- commissaris van de stichting Stadsherstel Rotterdam

Opleiding:
Nederlands recht, Rijksuniversiteit Utrecht

Werkervaring:
- diverse managementfuncties bij ABN Amro,
Rodamco en Robeco

Burgerlijke staat:
gehuwd, 4 kinderen

Hobby's:
golf, bridge

ID VASTNED GROEP

De VastNed Groep bestaat uit twee beursgenoteerde vastgoedfondsen, het winkelfonds VastNed Retail en het kantorenfonds VastNed Offices/Industrial. Kenmerk van beide fondsen is dat zij een duidelijke sectorale focus hebben en aantrekkelijke dividendrendementen behalen voor hun aandeelhouders. Door primair in de eurozone te beleggen worden valutarisico's beperkt.

Heeft u ook moeite om winkelcentra te verhuren?

“Dat met name in Spanje, dat zwaar geraakt is door de crisis. Daar hebben we relatief veel moeten toegeven op huurniveaus, al of niet tijdelijk. Soms zeggen grote marktpartijen: ik wil de helft betalen of alleen betalen op basis van omzet. Zeker als ze machtig zijn of als de omzet in jouw winkelcentrum afneemt, moet je een huurverlaging accepteren. Dat is een belangrijk effect geweest in de Spaanse portefeuille van VastNed Retail. In andere landen is het veel minder zwaarwegend, zeker voor highstreetshops geldt: goede locaties blijven interessant. Eigenlijk heb je er soms bijna belang bij dat de huurder vertrekt, omdat je dan op een hoger marktniveau kunt verhuren. Zeker in Nederland zijn huurders zwaar beschermd.”

U kunt bij een lopend contract niet naar het gewenste huurniveau?

“Nee, huurcommissies vinden allerlei manieren om te voorkomen dat je naar de markthuur gaat. Dat is in Frankrijk precies hetzelfde. Er zit dus een groot potentieel in die panden dat we er graag uit willen halen. In een van de Nederlandse binnensteden hebben we recentelijk een 20 procent hogere huur gerealiseerd toen de huurder vertrok, met slechts één maand huurvrij op een tienjarig contract.”

Maar ook in uw winkelcentra merkt u dat het crisis is.

“Onze positie in Spaanse winkelcentra is duidelijk zwakker geworden. Maar in Lille hebben we een paar jaar geleden een portefeuille van 56 highstreetshops gekocht, omdat het gat tussen de lopende huur ten opzichte van de markthuur zo groot was. En we hebben soms succes met het realiseren van huurverhogingen van 50, 60, 70 procent. Vaak is tussenkomst van de rechter nodig, maar als het gat zo groot is zijn er mogelijkheden. In Nederland ligt dat moeilijker.”

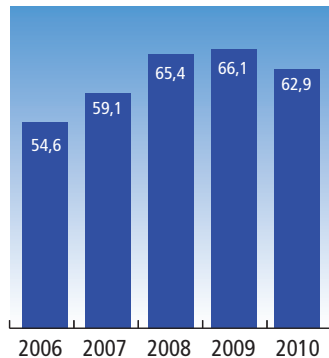
Tussen 2011 en 2013 lopen veel huurcontracten af, bent u daar dan blij mee?

“Bij retail is dat nooit een issue, bij kantoren wel. Maar in Spanje hebben we toch veel moeilijke heronderhandelingen van bestaande huurcontracten voor winkelcentra gehad. De laatste zes tot negen maanden zie je echter een kentering. Onze bezettingsgraad loopt op, van 89, 90 procent tot 92 procent. We zijn in staat contracten te sluiten met de C&A's van deze wereld op plekken waar we ruimte over hebben. Het stabi-

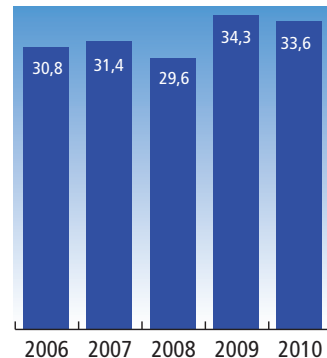


Halfjaarcijfers VastNed Retail (€mln)

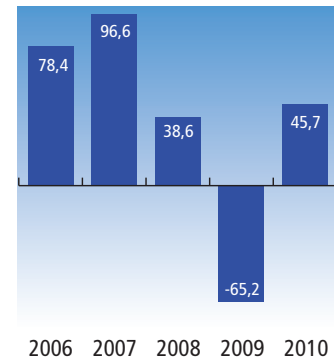
Brutohuur



Direct resultaat



Beleggingsresultaat



liseert, maar op een veel lager niveau. Dat zie je ook aan de waarden, in Spanje zijn we van 600 naar 400 miljoen euro gegaan. Ook de omzet in de centra is gedaald, maar dat stabiliseert eveneens.”

De crisis is niet voorbij, maar u koopt panden.

“Je hoopt dat de crisis ertoe leidt dat de rendementen omhooggaan en dat het kopen van winkels en winkelcentra goedkoper wordt. Maar tot nu toe zijn er nauwelijks transacties geweest in Nederland en Spanje tegen lage prijzen. De banken, die hierachter zitten, zijn kennelijk in staat tot pappen en nathouden en zijn niet bereid tegen 10 tot 20 procent lagere waarden te (doen) verkopen. Dat zouden ze moeten doen. In Spanje hebben we al twee jaar weinig bereikt. Dat is apart, maar wij blijven focussen op Spanje en Nederland. We hebben net een transactie met een grote Spaanse bank (Banesto) gedaan en er zitten een paar transacties aan te komen. Maar om nou te zeggen: koop je het voor een reële prijs? Nee. Wel heeft ING een aantal grote verkopen gedaan. Ook in de kantorensfeer zie je heel weinig transacties.”

U koopt alleen van partijen die hun focus veranderen?

“Dat is tot nu toe inderdaad het geval. Maar goed, we hebben nog meer landen, Turkije is voor ons een duidelijke groeiemarkt. Nederland, België en Frankrijk zijn ook markten waar we nadrukkelijk naar kijken. In Frankrijk kijken we naar een winkelpor-tefeuille in een grote stad.”

Is het in Turkije makkelijker kopen?

“Nee, heel moeilijk. We focussen op highstreetshops, met name in Istanbul, pro-

beren shops los te weken van families, te ‘refurbishen’ en daarna voor een heel andere huur te verhuren aan bekende internationale retailers. Stapje voor stapje hopen we de 200 miljoen aan vastgoedwaarde te halen die we aandeelhouders beloofd hebben. Daar stoppen we even, totdat er meer zekerheid is over de (politieke) ontwikkelingen in Turkije.”

U bent zich bewust van de risico's in Turkije?

“Je hebt helemaal niet het gevoel dat er iets negatiefs aan de hand is. Belangrijk voor dat land en onze business daar is dat de middenklasse hard groeit en dat er geld zit. Daar worden veel dure appartementen gebouwd, die als warme broodjes over de toonbank gaan. Istanbul is booming en de economische groei in Turkije is hoog. Het

valutarisico dekken we niet af. Het dollarrisico is wel gehedged, we hebben de scherpe kantjes eraf gehaald. En gelukkig is de Turkse lira de afgelopen twee jaar stabiel geweest. Maar daarvoor is de munt een paar keer 30 procent naar beneden gegaan.”

Waarom dan Turkije?

“Omdat we in Nederland, Spanje, België een beetje met onze kop tegen de muur liepen, de yields waren zo laag dat investeren niet zinvol zou zijn voor onze winst per aandeel. Finland en Oost-Europa bleken ook heel duur, op westers niveau. Het is moeilijk dingen te vinden die niet te duur zijn. Goede investeringen kosten al gauw 4 à 5 procent netto en dat begint nauw te luisteren. Je denkt in deze tijd dat je zaken op 6 procent netto zou kunnen kopen, onze fundingkosten voor vreemd vermogen liggen rond 4 procent, dus je probeert daarboven te blijven met je rendement, tenzij je denkt dat het rendement snel omhoog kan. In Turkije kun je een aanvangsrendement van 7 procent krijgen, al daalt die richting 6 procent.”

Wat heeft u gedaan met een recente lening?

“We hebben lopende variabele kredieten afgelost. Daarentegen hebben we een bankgebouw van Yapi Kredi gekocht in Istanbul en een winkelcentrum in Spijkenisse.”

Wat is uw financiële armslag voor overnames?

“De kredietlijnen zijn ruim, 150 tot 200 miljoen. En we hebben 80 miljoen balansruimte voordat de solvabiliteit slechter wordt dan 55 procent. Anderhalf jaar geleden hadden we 75 miljoen uit de markt gehaald,



maar bleken zinvolle acquisities moeilijk. Toen hebben we aandeelhouders beloofd voortaan eerst een paar aardige deals te doen. Maar als je kapitaal plaatst bij institutionele beleggers, speelt nog een probleem: veel particuliere aandeelhouders balen dat ze niet mee mogen doen. Het is een kwestie van: hoe snel kun je dat doen? Met particulieren ben je maanden bezig met voorbereiden. Het probleem is ook dat er weinig grote porties te koop zijn waarmee je het geld snel kunt laten werken. Maar we zullen er de volgende keer voorzichtig mee zijn.”

Maar kansen op een overname zijn er dus niet op korte termijn?

“De vraag is: is het aantrekkelijk genoeg als investering? Er is gewoon veel vraag naar retail, dat zie je ook aan de opwaarderingen. Een andere partij overnemen is lastig, er zijn weinig soortgenoten, het is altijd een ‘mixed bag’, of er is te veel focus op dit of dat of het is matig spul, of het is gewoon te duur.”

Banken willen nog steeds niet financieren? “In mijn ogen maken de banken nog steeds enorm pas op de plaats, zeker op het gebied van onroerend goed. Dat is ook de reden dat wij rechtstreeks een lening hebben getrokken bij een buitenlandse verzekeraar. Er is sprake van een enorme spread. Het is ook een verkapte vorm van belastingbetaling; terwijl je een paar jaar geleden 60 basispunten boven euribor betaalde, is het nu 230 of 240 punten. Dan zijn we bezig de problemen bij de banken te helpen oplossen. De winsten van banken zijn mooi, maar dat gaat over de rug van hun klanten.”

Bij ING en vooral ook SNS zit nog veel vastgoedellende.

“Dat is een enorm probleem. Bij SNS zit inderdaad een heleboel ellende, met name in het buitenland, in Amerika. Daar is niet genoeg op afgeschreven. Dat is bij alle banken zo, maar vooral bij SNS, omdat het vastgoed kwalitatief een stuk minder is. ING is zo groot, die kunnen wel wat onder de gordel houden.”

Staat u open voor de verkoop van VastNed O/I?

“Ja, als aandeelhouders dat willen, ga ik niet roepen: dat doen we niet. We hebben natuurlijk een kruis op onze rug met IEF, een jaar of drie geleden. Toen kwam er een zoge-



naamd bod. Het was een wereldprijs, alleen is er nooit een bod geweest, financiering hadden ze niet. Dat neemt niet weg dat aandeelhouders het ervaren hebben alsof wij het bod van 70 euro getorpedeerd hebben. Quod non! Maar in dat proces hebben we wel reputatieverlies geleden.”

Heeft u een indicatie van een prijs voor O/I?

“Ik zou daar heel graag op willen ingaan, want ik heb er een heel duidelijke mening over, maar ik doe het toch even niet. We zullen absoluut luisteren naar aandeelhouders, we zeggen niet: hoepel maar op, dit is niks, dit wordt niks.”

Kan de waarde van VastNed Retail omhoog?

“Ik zie ruimte dit jaar om plussen te maken. De taxaties zagen er de afgelopen kwartalen keurig uit. De investeringsdruk is niet alleen bij ons groot. Als je een groot stuk van je portefeuille met korte rente financiert zit er een enorme spread tussen, zelfs als je op 5 procent koopt.”

Dus een premie van de beurskoers op de intrinsieke waarde is gerechtvaardigd?

“Dat is moeilijk te zeggen, want de beurs heeft altijd gelijk. Maar Eurocommercial heeft bijvoorbeeld een enorme premie. Wij komen van ver, zijn geraakt, met name in Spanje. Maar inmiddels ziet het er naar uit

dat de kern van het bedrijf gezond is en blijft en dat we weer de goede kant op gaan.”

Het dividendrendement blijft hoog?

“Een dividendrendement van 7,5 à 8 procent, dat is toch een groot verschil met Corio, een moeilijk vergelijkbare ‘animal’, maar toch, of met Eurocommercial. Dan vind ik het verbazingwekkend dat de koers rond de 52 à 53 euro blijft liggen. Qua rendement zitten wij een stuk hoger dan andere vastgoedfondsen. Wij blijven op onze beste panden zitten, al krijgen we af en toe mooie biedingen. De gretigheid voor echt goede dingen is groot. Het past ook in ons highstreetshops-profiel; ook in onze Spaanse portefeuille highstreetshops is er geen leegstand, bij winkelcentra 10 procent. In andere landen zie je dat ook.”

De bezettingsgraden trekken inmiddels weer aan, optimistisch?

“Ja, voor retail wel. In Spanje is het 92 procent, elders hoger. Gemiddeld zitten we boven de 95 procent. Je zag dipjes in Spanje en Frankrijk, maar dat herstelt zich. Huurkortingen, dat is een Spaans verhaal. We zien elders geen significante huurkortingen.”

Komt er in de vastgoedwereld een consolidatiefase aan?

“Er is een rationale voor. Kunnen we met VastNed O/I op eigen houtje door? Ik denk het wel. Dat de liquiditeit van je aandeel afneemt, speelt echter wel een rol. Op een gegeven moment stortte de koers in naar 4,38 euro, ik keek met stijgende verbazing naar m'n pc: wat is hier aan de hand? Later hoorden wij dat een grote aandeelhouder in Amerika had besloten onze aandelen over de balk te kieperen, met een vrij desastreus effect. Toen hebben we een aandeleninkoop gedaan en dat heeft het bloeden gestopt. Voor gemiddeld 5 euro hebben we destijds 10 procent van de aandelen ingekocht. Nu staan we op 13 euro, het blijft natuurlijk laag, maar we zitten nog steeds in het korsetje van de banken en dat betekent krimp. En de leegstand loopt nog op. Het laatste kwartaal is goed verlopen, maar we weten al dat een aantal contracten afloopt. Elke kantorenbezitter heeft in deze tijd een issue.” ■

Datum *	Bedrijf	Datum *	Bedrijf
01-mrt	Van Lanschot (vvch)	29-apr	TomTom
09-mrt	DPA (bava)	03-mei	CSM
16-mrt	Tie	04-mei	Logica
23-mrt	Sligro	04-mei	Vastned Retail
23-mrt	Value8 (bava)	04-mei	Vastned O/I
23-mrt	Ageas (bava)	05-mei	SBM Offshore
24-mrt	Rood Microtec	09-mei	ING
28-mrt	Nutreco	09-mei	Draka
29-mrt	Hitt	09-mei	Arseus
30-mrt	Ageas (bava)	10-mei	Fugro
30-mrt	Fornix Biosciences	10-mei	ArcelorMittal
31-mrt	Philips	11-mei	Van Lanschot
31-mrt	Randstad	11-mei	Roto Smeets
06-apr	Imtech	11-mei	Ordina
06-apr	KPN	11-mei	Pharming
12-apr	Simac	11-mei	AMG
13-apr	Mediq	12-mei	Boskalis
15-apr	Groothandelsgebouwen	12-mei	Hes
18-apr	Wereldhave	12-mei	Unilever
18-apr	Kendrion	12-mei	Brunel
19-apr	Heijmans	12-mei	Ctac
19-apr	Wessanen	12-mei	Aegon
19-apr	Reed Elsevier	12-mei	Crown van Gelder
20-apr	Neways Electronics	13-mei	Fornix Biosciences
20-apr	SNS Reaal	13-mei	Dockwise
20-apr	Ahold	17-mei	Punch Graphix
20-apr	TMC	17-mei	AND Intern.Publishers
20-apr	Bam	17-mei	Shell
20-apr	ASML	17-mei	TKH
21-apr	Corio	18-mei	Arcadis
21-apr	Aalberts Industries	18-mei	Wegener
21-apr	Ten Cate	18-mei	Hal
22-apr	Heineken	19-mei	Spyker
22-apr	Heineken Holding	19-mei	Porceleyn Fles
26-apr	Galapagos	19-mei	Brill
26-apr	Nedap	19-mei	Ballast Nedam
26-apr	BinckBank	20-mei	Delta Lloyd
27-apr	NSI	20-mei	Octoplus
27-apr	Akzo Nobel	20-mei	Batenburg Beheer
27-apr	Unibail Rodamco	23-mei	ASMI
27-apr	Macintosh	24-mei	Grontmij
27-apr	Ageas	25-mei	Acomo
27-apr	DPA	25-mei	TNT
27-apr	Wolters Kluwer	26-mei	Exact
27-apr	Vopak	26-mei	Stern
27-apr	Wavin	26-mei	USG People
28-apr	Telegraaf	26-mei	LBi International
28-apr	Ageas	27-mei	Qurius
28-apr	Gamma	27-mei	Alanheri
28-apr	Besi	30-mei	ICT Automatisering
28-apr	New World Resources	31-mei	Kardan
28-apr	Kas Bank	01-jun	Hydratec Industries
28-apr	DSM	07-jun	Nedsense Enterprises
28-apr	Accell	15-jun	DOCDATA
28-apr	Beter Bed	01-nov	Eurocommercial Prop.

* onder voorbehoud

HUPPELJAARTJE

Op 3 februari begon het jaar van het konijn in China. Dit betekent dat de beurs in Hongkong een volatiel jaartje te wachten staat.



TEKST: BERT VAN DIJK
(FREELANCECORRESPONDENT IN SHANGHAI)

Een konijn is nogal een schuchter beestje en het huppelt nogal flink. “Elke keer als het rondspringt, kijkt het even om om de omgeving in de gaten te houden – ‘is het wel veilig?’ – voordat het verder huppelt”, aldus analist Philip Chow van effectenkantoor CLSA-Pacific Markets in Hongkong tegenover Associated Press. “De markt zal omhooggaan, maar af en toe neemt hij even gas terug om de omgeving in zich op te nemen om daarna weer verder omhoog te gaan. Het wordt een zigzagmarkt dit jaar.”

Uit het 36 pagina’s tellende rapport van CLSA over de zogenoemde Feng Shui-index voor 2011 blijkt dat metaal en water de elementen zijn die – vreemd genoeg – met het konijn worden geassocieerd dit jaar. Daarom wordt het een goed jaar voor sectoren als metaal, luchtvaart, financiële waarden, scheepvaart en spelletjes. De sectoren die aan het aardelement zijn gekoppeld, zoals de bouw en vastgoed, doen het dit jaar daarentegen een stuk minder.

Dat laatste lijkt niet helemaal onwaarschijnlijk. De huizenmarkt in China blijft namelijk een hoofdpijndossier voor de Chinese regering. Prijzen in grote steden zijn al negentien achtereenvolgende maanden aan het stijgen. Ondanks een batterij afkoelingsmaatregelen van de overheid blijft het geld naar de huizenmarkt stromen. Verschillende analisten en economen in en buiten China waarschuwen voor de enorme zeepbel die is ontstaan. Ook regeringsleiders en topmensen van projectontwikkelaars uiten zo nu en dan hun zorgen.

DRASTISCHE MAATREGEL

De jongste afkoelingsmaatregel lijkt op het eerste gezicht een heel drastische. De overheid kondigde in de tweede helft van januari een langverwachte onroerendgoedbelasting aan. Niet in heel China, maar om te beginnen in de twee grote steden Sjanghai en Chongqing. De belasting varieert tussen de 0,4 en 1,2 procent en is afhankelijk van onder andere de huizenprijs. In eerste in-



stantie zal de belasting naar alle waarschijnlijkheid geen grote impact hebben, omdat de heffing tweede huizen betreft. Economen en analisten in China zijn dan ook niet onder de indruk. De huizenprijzen zullen voorlopig gewoon door blijven stijgen en in sommige steden mogelijk zelfs accelereren. Sommige huizenkopers zullen namelijk geneigd zijn in andere steden dan Chongqing en Sjanghai nog snel een huis te kopen, voordat de onroerendgoedbelasting landelijk wordt ingevoerd. Dat is ook wat in Sjanghai gebeurde voordat de langverwachte heffing daar werd aangekondigd. Door

tegelijktijd de aanbeting bij de aankoop van een tweede huis van 50 naar 60 procent te verhogen, hoopt de regering deze vorm van speculatief kopen enigszins in te dammen.

GEEN EFFECT

Maar of dat voldoende is om deze jongste maatregel anders dan vele voorgaande maatregelen wel effectief te laten zijn, valt

te bezien. Feit is dat alle voorgaande afkoelingsmaatregelen in China niet hebben geleid tot dalende huizenprijzen. Investerings in de woningmarkt maken 6,1 procent uit van het bruto binnenlands product in China in 2010. Dat is hetzelfde percentage als in de Verenigde Staten in 2005 aan de vooravond van de kredietcrisis, zo meldt het Amerikaanse persbureau Bloomberg, dat Shen Minggao, hoofd China-research bij Citigroup aanhaalt. En het is nog maar twee procentpunten verwijderd van het niveau net voor de zeepbel op de Japanse

huizenmarkt in jaren zeventig, zo waarschuwt Shen.

Of de huizen crisis er nu wel of niet komt, de huizenmarkt zal ook en misschien wel vooral in het jaar van het konijn veelvuldig de voorpagina’s gaan sieren in China. En wie naar de aandelenkoersen kijkt van de belangrijkste projectontwikkelaars in China in de afgelopen zes maanden, kan niet anders dan constateren dat het volatiele Konijnenjaar al een half jaar geleden lijkt te zijn begonnen. ■

PRYSMIAN VERDIENT HOGERE WAARDERING

Prysmian is aanmerkelijk winstgevender en moet Draka naar dat niveau weten te tillen.

TEKST: JACQUES POTUIJT (FINANCIËEL CONSULTANT)

Dat de kabelindustrie cyclisch is, werd opnieuw bevestigd in de achterliggende recessie. In 2009 daalde de omzet van de sector mondiaal van 160 tot 122 miljard dollar, een krimp van 24,6 procent. Hierbij moet worden aangetekend dat het grootste deel van de teruggang werd veroorzaakt door de koperprijs, die eind 2008 in een vrije val kwam en gedurende het jaar daalde van zo'n 7.000 tot circa 3.000 dollar per ton. Koper maakt verreweg het belangrijkste bestanddeel in de kostprijs van kabels uit. In volume gerekend is de daling met 7,7 procent in 2009, gelet op de ernst van de recessie van 2008/2009, minder dramatisch dan ze op het eerste gezicht lijkt.

Om een en ander in het juiste perspectief te zien, is het ook van belang de daling af te zetten tegen de gemiddeld 5,3 procent waarmee de kabelmarkt in de voorgaande vijf jaar groeide. Het ziet ernaar uit dat onder invloed van aanhoudend hoge groei in met name China de sector de gemiddelde groei van de periode 2003 t/m 2007 binnenkort weer kan oppakken. De metaalprices lopen hier al op vooruit. Afgelopen januari overschreed koper de grens van 10.000 dollar per ton, waarmee een nieuw record is gevestigd.

VOLATIELE KOPERPRIJS

De volatiele ontwikkeling van de koperprijs bemoeilijkt de analyse van de bedrijven die in de kabelsector actief zijn. Hun grondstofpositie en hedgingpraktijken hadden de afgelopen twee jaar een belangrijke invloed op de resultaten. Enigszins gechargeerd zou je kunnen zeggen dat onder de uitzonderlijke marktomstandigheden de knullen van de kerels werden gescheiden. Dat het Italiaanse Prysmian, na een eerdere poging medio 2009, dit keer er wel in slaagde Draka

in te lijven en daarbij het Franse Nexans af troefde, is kenmerkend voor het kwaliteitsverschil in bedrijfsmodellen en -strategieën.

De kabelmarkt wordt onderscheiden naar drie hoofdcategorieën: energiekabel (66%), communicatiekabel (20%) en koperdraad (14%). De markt is zeer gefragmenteerd, met enkele grote spelers en honderden kleinere fabrikanten. De producenten in de top-10



hebben een gezamenlijk marktaandeel van 33 procent. Na de overname van Draka hebben de drie grootste fabrikanten 17 procent van de markt in handen: het Italiaanse Prysmian (6,9%), Nexans (5,9%) en het Amerikaanse General Cable (4,1%). Het Chinese Xin Mao is in de rangschikking in geen velden of wegen te bespeuren. Het bedrijf is door Joop Krant, de voormalige topman van Kempen die als adviseur voor Draka optrad, heel handig ten tonele ge-

voerd, maar was nooit een serieuze kandidaat en is in de kabelsector zeker geen speler van formaat.

De kabelindustrie mag dan cyclisch zijn, tal van specifieke trends samenhangend met technologische ontwikkelingen (glasvezel) of politieke doorbraken (hernieuwbare energie), zorgen ervoor dat sommige segmenten min of meer resistent zijn voor de economische conjunctuur. Zo brengt bijvoorbeeld de aanleg van offshore-windmolenparken een hoge vraag naar kostbare onderzoekskabels met zich mee.

Bij energiekabels wordt de omzetgroei gedreven door de aanleg van nieuwe infrastructuur in opkomende landen, alsmede privatisering en integratie van elektriciteitsmarkten in de ontwikkelde markten, die leiden tot interconnectie van transmissie- en distributienetwerken. De vraag naar hoogspanningskabel (van 250 tot 750 kilovolt) heeft zich daardoor ook in de afgelopen twee jaar per saldo heel goed gehouden. Alleen in 2009 daalde het omzetvolume met een bescheiden 2 procent. Vooral China, dat ruwweg een derde van de wereldproductie in energiekabels afneemt, en India zetten hier de toon.

De glasvezelmarkt heeft zich in de afgelopen jaren fors hersteld na een drie jaar lange inzinking, volgend op de dotcomcrisis aan het begin van het eerste decennium. In 2009 groeide deze markt zelfs nog met 17 procent. Het perspectief voor verdere groei is gunstig. Glasvezel is nu nog slechts goed voor een derde deel van de communicatiemarkt en neemt daarmee 6 procent van de geldomzet van de totale kabelmarkt voor haar rekening. De verglazing van telecommunicatienetwerken zet sterk door, onder invloed van smartphones en tablets en een niet te stelpen groei in het dataverkeer. Dit segment kent evenwel zijn eigen problemen.

PRYSMIAN (PRY.MI)

	2006	2007	2008	2009	2010T	2011T	2012T
Omzet	5.007	5.118	5.144	3.731	4.550	7.200	8.000
Kosten omzet	-4.749	-4.610	-4.764	-3.345	-4.222	-6.720	-7.400
Bruto (ebit) winst	258	508	380	386	328	480	600
Financieringsbaten/lasten	-110	-121	-94	-49	-103	-120	-125
Winst voor belasting	147	387	286	337	225	360	475
Winstbelasting	-56	-85	-51	-85	-73	-101	-133
Winsttaandeel derden	-2	-2	2	-4	-6	-6	-10
Nettowinst (€ mln)	89	300	237	248	146	253	332
Ebitmarge	5,2%	9,9%	7,4%	10,3%	7,2%	6,7%	7,5%
Belastingdruk	38,2%	21,9%	17,8%	25,2%	32,4%	28,0%	28,0%
Rendement eigen vermogen	52,3%	96,2%	51,7%	42,7%	17,2%	24,1%	28,3%
Wpa (voll. verwat.)	€ 0,49	€ 1,67	€ 1,32	€ 1,40	€ 0,82	€ 1,21	€ 1,59
Dividend		€ 0,42	€ 0,42	€ 0,42	€ 0,42	€ 0,45	€ 0,50
Uitst. aandelen (mln)	181,8	179,8	179,8	177,9	177,0	209,1	209,1
Koers ult. & 11/02/11		€ 16,89	€ 11,10	€ 12,19	€ 12,75	€ 15,63	
K/W		10,1	8,4	8,7	15,5	13,0	9,9
Marktkapitalisatie (€ mrd)		3,0	2,0	2,2	2,3	3,3	

Juist door de aanhoudend hoge vraag hebben fabrikanten zich wat al te optimistisch op de productie ervan gestort, waardoor in 2010 overcapaciteit en een forse prijsdruk zijn opgetreden.

De overname van Draka door Prysmian zal mogelijk het sein zijn voor een verdergaande consolidatie die nog extra dynamiek aan de kabelsector verschaft. Hierdoor kunnen bijzondere beleggingskansen ontstaan. Een analyse van Prysmian en Nexans.

CONCENTRATIE OP HOOGSPANNING

De geschiedenis van Prysmian gaat terug tot 1879, toen kabel als nieuwe activiteit (Pirelli Cavi) werd toegevoegd aan de zeven jaar eerder gecreëerde Pirelli Group. Na een wereldwijde expansie op eigen kracht ging het bedrijf pas tegen de millenniumwisseling serieus op het overnamepad. Het kocht onder andere de energiekabelactiviteiten van Siemens, het Britse BICC, alsmede twee fabrieken van het uit Philips afgesplitste NKF. In de naweën van de dotcomcrisis moest flink geherstructureerd worden, waarbij Pirelli in 2005 het kabelbedrijf verkocht aan Goldman Sachs, dat het tot de huidige naam herdoopte.

Bij de beursintroduktie in mei 2007 tegen een prijs van 15 euro per aandeel werd 46 procent van de aandelen geplaatst. In latere tranches, de laatste in maart 2010, nam de Amerikaanse zakenbank volledig afscheid

van het bedrijf. Prysmian kent een tiental grotere beleggers, waaronder BlackRock met een belang van 7,1 procent, die samen 25 procent van de aandelen in bezit hebben. Het management heeft een gezamenlijk belang van 1,3 procent.

De nadruk ligt bij Prysmian op energiekabels, waarmee in 2009 ruim 89 procent van de omzet en 92 procent van het resultaat werd behaald. Het restant van de omzet en het resultaat komt voor rekening van telecommunicatiekabels. Bij energiekabels is de omzet van hoogspanningskabels voor elektriciteitsopwekkingsbedrijven (43% van de concernomzet) het belangrijkste. Deze omzet is goed voor twee derde van het concernresultaat en de gerealiseerde marges zijn met bijna 10 procent het hoogst.

Handel en verkoop aan installatiebedrijven was in 2009 goed voor ruim een kwart van de concernomzet. De marge hierop is



een stuk lager. Deze kwam bovendien de afgelopen drie jaar flink onder druk en bedroeg gemiddeld 5,4 procent. Meer winstgevend (een marge van 8 procent) zijn kabels voor industriële afnemers, die in 2009 17 procent van de omzet uitmaakten. Gemiddeld behaalde Prysmian de afgelopen vijf jaar over de hele omzet een operationele marge van 8 procent.

De aard van de business, waarin materiaalkosten verreweg het grootste deel van de kostprijs uitmaken, brengt met zich mee dat de productie zo veel mogelijk lokaal in de afzetmarkten moet plaatsvinden. Prysmian beschikt over 56 fabrieken in 39 landen. Geografisch vindt 70 procent van de omzet zijn weg naar Europa, het Midden-Oosten en Afrika, en circa 10 procent in elk van de regio's Noord-Amerika, Latijns-Amerika en Azië/Pacific.

Een van de redenen waarom Prysmian zijn oog op Draka heeft laten vallen, is dat Prysmian in een aantal van de 31 landen waarin Draka opereert tot nog toe geheel niet of nog slechts bescheiden aanwezig is. Zo is Draka leider in de energiekabelmarkt in Singapore en Hongkong en is wereldwijd met een tweede plaats, na het Amerikaanse Corning, in glasvezel groter dan Prysmian. In glasvezelkabel is Draka zowel in Europa als China de marktleider. Interessant is ook de eerste positie die Draka wereldwijd inneemt in geavanceerde kabels voor de automobielsector. Daarnaast heeft Draka een goede positie als leverancier aan EADS/Airbus. Dankzij de concentratie op hoogspanningskabels en door schaalgroottes is Prysmian echter aanmerkelijk winstgeverder dan Draka.

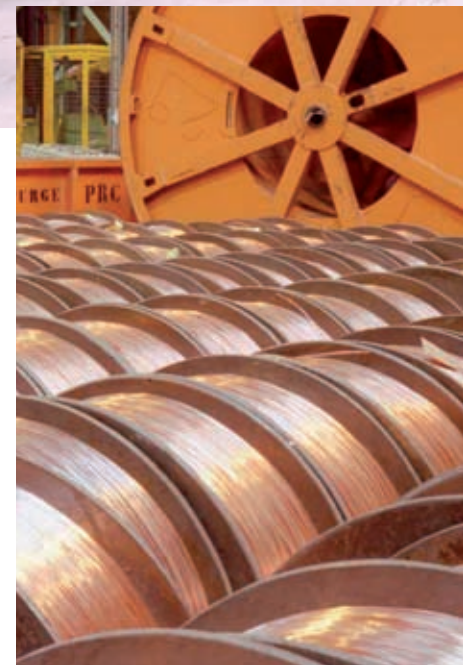
Prysmian heeft zich relatief goed door de crisisjaren heen geslagen. In elk van de afgelopen drie jaren bleef de operationele marge op energiekabels ruim boven de 9 procent. Alleen de marge op glasvezel kwam in 2009 onder de eerder gemelde prijsdruk als gevolg van overcapaciteit. Door een goede hand in het aanhouden van koperveroorden en hedging kon Prysmian bovendien in 2009 volop profiteren van een fors herstel van de koperprijs. Aangezien de opwaardering van de koperveroorden in het operationeel resultaat verantwoord werd, bereikte de overall ebitmarge in 2009 zelfs een record van 10,3 procent. Uiteindelijk werd een niet kinderachtige nettowinstmarge behaald van 6,6 procent, en dat steekt wel heel schril af bij Draka, dat in hetzelfde jaar in de verliezen kwam en ook bij Nexans, dat maar net uit de rode cijfers kon blijven.



ACTIEF OP OVERNAMEPAD

Nexans, waarvan de wortels tot 1897 reiken, is in de loop van zijn geschiedenis diverse keren in andere handen overgegaan. In 1986 in die van Alcatel waaruit het zich in 2000 losmaakte, om vervolgens in 2001 een zelfstandige beursnotering te verkrijgen. Ook bij Nexans ligt de nadruk op energiekabels, zo'n 90 procent van de omzet. De resterende 10 procent wordt behaald in telecommunicatiekabels, overwegend glasvezel. Energiekabels voor de bouwsector en industriële toepassingen nemen met 53 procent een relatief groot deel voor hun rekening. De onderneming is actief in 39 landen. Europa is goed voor 57 procent van de omzet, de rest is grofweg gelijkelijk verdeeld over Noord-Amerika (12%), Azië/Pacific (12%) Zuid-Amerika (11%) en het Midden-Oosten, Rusland en Afrika (8%).

Sinds de verzelfstandiging in 2000 is Nexans actief op het overnamepad gegaan. Achtereenvolgens werden onder andere ver-



worven de Duitse Confecta Group, het Australische Olex en Madeco. Voor de laatste, marktleider in Zuid-Afrika, had Nexans in maart 2009 een overnameprijs van 470 miljoen euro over. Nexans zet sterk in op de



aanleg van hoogspanningskabels onder water. Dit is een markt met grote prestige-projecten, zoals de 580 kilometer lange verbinding tussen Noorwegen en Nederland die Nexans legt met behulp van eigen zeevaardig materiaal. De marges zijn hier vooralsnog gedrukt.

Op 14 februari, enkele weken vóór Prysmian, maakte Nexans zijn resultaten over 2010 bekend. Een 22,8 procent hogere omzet was nagenoeg geheel toe te schrijven aan gestegen grondstofkosten. De organische groei bedroeg echter nog slechts 0,4 procent. In de tweede helft trad evenwel een scherpe verbetering op met een organische groei van 6,5 procent.

De operationele marge bedroeg over het hele jaar 4,8 procent, waarbij moet worden aangetekend dat deze marge wordt berekend over de omzet gecorrigeerd voor prijsstijging. Op die basis bedroeg de omzet vorig jaar geen 6,2 miljard maar 4,3 miljard euro. Gerekend over de omzet tegen actuele grondstofprijzen, bedroeg de operationele marge een matige 3,4 procent.

Bij Nexans zit de schrik over de zeer volatile grondstofprijzen er diep in en het heeft daarom, anders dan Prysmian, de blootstelling hieraan sterk gereduceerd. Dat heeft als gevolg dat, terwijl de koperprijzen in 2010 weer tot een nieuw recordniveau zijn gestegen, het resultaat werd gesteund door een opwaartse waardering die slechts de helft is van de waardedaling die in 2008 optrad.

NEXANS (NEX.PA)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	2012T
Omzet	7.489	7.412	6.799	5.045	6.179	6.600	7.000
Kosten omzet	-7.229	-7.003	-6.376	-4.804	-5.972	-6.360	-6.700
Bruto (ebit) winst	260	409	423	241	207	240	300
Impairments, herstruct. etc,	103	-47	-213	-12	-12	25	0
Financieringsbaten/lasten	-66	-81	-79	-102	-85	-110	-115
Winst voor belasting	297	281	131	51	110	155	185
Winst deelnemingen	-5	-1	-1	0	0	2	3
Winstbelasting	-48	-84	-45	-39	-26	-39	-46
Minderheidsbelang derden	-3	-7	-2	-4	-2	-6	-8
Nettowinst (€ mln)	241	189	83	8	82	112	134
Omzet const. metaalpijzen (€ mln)	4.443	4.821	4.776	4.026	4.309	4.500	4.700
Ebitmarge	3,5%	5,5%	6,2%	4,8%	3,4%	3,6%	4,3%
Belastingdruk	16,2%	29,9%	34,4%	76,5%	23,6%	25,0%	25,0%
Rendement eigen vermogen	16,8%	11,3%	4,9%	0,5%	4,2%	5,6%	6,5%
Wpa (voll. verwat.)	€ 8,93	€ 6,67	€ 3,12	€ 0,71	€ 2,84	€ 3,86	€ 4,52
Dividend	€ 1,20	€ 2,00	€ 2,00	€ 1,00	€ 1,10	€ 1,20	€ 1,40
Uitst. aandelen (mln)	25,3	25,7	27,9	28,0	28,0	28,0	28,0
Koers ult. & 11/02/11	€ 97,00	€ 85,50	€ 42,55	€ 55,82	€ 58,86	€ 65,45	
K/W	10,9	12,8	13,6	78,6	20,7	17,0	14,5
Marktkapitalisatie (€ mrd)	2,5	2,2	1,2	1,6	1,6	1,8	

AL TE VOORZICHTIG

Nexans lijkt wat al te voorzichtig. Die voorzichtigheid uit zich ook in de financiering. De geconsolideerde nettoschuld, na aftrek van 800 miljoen euro die Nexans in liquiditeiten aanhoudt, bedroeg ultimo 2010 slechts 144 miljoen euro.

Prysmian kende daarentegen eind september 2010 een nettoschuld van 889 miljoen euro. Op een eigen vermogen van 718 miljoen euro en een solvabiliteit (eigen vermogen/balanstotaal) van 20 procent is dat fors en dan is de financiering van de overname van Draka hierin nog niet verwerkt. Dat Prysmian de helft van de overnamesom met eigen aandelen financiert – de overeengekomen prijs bedraagt 8,60 euro in contanten en 0,6595 aandeel Prysmian voor elk aandeel Draka – is daarom geen overbodige luxe.

Precair lijkt de financiële positie na de overname echter niet. Het is niet onterecht dat de overname en de financiering daarvan een gunstig onthaal van de markt kregen. Toen Prysmian halverwege oktober zijn bod op tafel legde, vertegenwoordigde

dat tegen de toenmalige koers een waarde van 17,20 euro. Tegen de huidige koers van Prysmian bedraagt de waarde van het bod, waarop inmiddels 90,4 procent van alle aandeelhouders van Draka is ingegaan, 19,20 euro.

Inhoudelijk kan de overname niet anders dan positief worden beoordeeld. De twee bedrijven vullen elkaar uitstekend aan en Prysmian moet in staat worden geacht de lage marges van Draka, dat onlangs over 2010 een behoorlijk omzet- en winstherstel meldde, belangrijk op te krikken. De voorziene 100 miljoen euro aan synergieën lijkt nog aan de voorzichtige kant geschat. In de tabel is de overname voor de volle 100 procent vanaf 2011 meegenomen. In 2012, als de synergieën zijn gerealiseerd, moet Prysmian een winst per aandeel van 1,59 euro kunnen behalen. Op de huidige koers geeft dat een koers-winstverhouding van 9,9. Een getaxeerde winst van 4,52 euro voor Nexans in 2012 levert een koers-winstverhouding op van 14,5. De nieuwe mondiale marktleider verdient een hogere waardering. ■



DRIEMAAL GR

Technisch beleggen we al jaren volgens de 'Triple Screen Trading'. Het principe van deze beleggingsmethode is dat de trends

TEKST: ROYCE TOSTRAMS (TOSTRAMS GROEP)



Triple Screen Trading is een visuele methode, waarbij je pas een nieuwe positie inneemt als alle stoplichten op groen staan. Triple Screen Trading maakt geen gebruik van indicatoren en is daardoor makkelijk met het blote oog, dus zonder speciale software, te volgen. Triple Screen Trading is een onderdeel van de methode Best of the Best (B.O.B.-methode), waarover hier eerder is geschreven.

De methode Triple Screen Trading bestaat eruit dat de trends

altijd vanuit drie verschillende 'timeframes' worden beoordeeld. Met timeframe wordt bedoeld de beleggingshorizon, dus hoever je vooruitkijkt. Stel dat bij een willekeurig aandeel de lange meerjarige trend (Signaal I: primaire trend) opwaarts is gericht. Als ook de viermaands-trend (Signaal II: secundaire of countertrend) en de ultrakorte trend (twee à vier weken, Signaal III: tertiaire trend) op stijgend staan, staan de seinen op groen.

In de voorbeeldgrafiek laat de methode zich het beste uitleggen aan de hand van Trend I en Trend II. Duidelijk is te zien dat de lange stijgende trend (Trend I) af en toe wordt onderbroken door neerwaartse correcties. Deze secundaire of countertrends zijn met cirkels gemarkeerd.

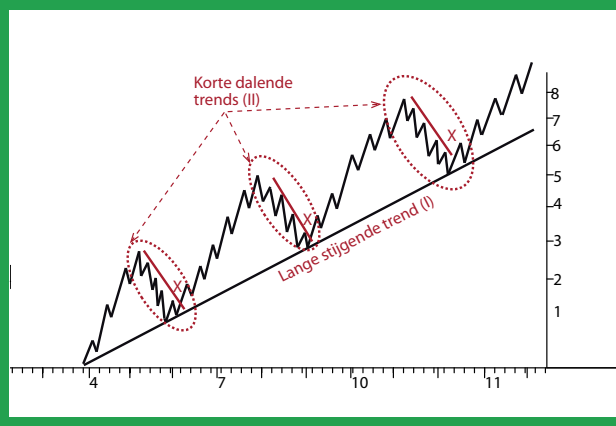
Het principe is dus heel simpel: als Trend I en Trend II niet in dezelfde richting wijzen, mag de positie niet ingenomen worden. Pas als ook Trend II een opwaarts verloop laat zien, springt ook dat sein op groen. Zouden we ook een intraday-grafiek over een ultrakorte termijn maken, dan zou daarop ook de tertiaire trend zichtbaar worden. Daarop zou je nog een ultrakorte trend kunnen traceren, bijvoorbeeld in een uurgrafiek.

Het principe van dit beleggingsmodel lijkt sterk op het droste-effect. Dit is een visueel effect, waarbij een afbeelding een verkleinde versie van zichzelf bevat. Voor de verkleinde afbeelding geldt weer hetzelfde, enzovoort. Het effect is vernoemd naar Droste, de zeer bekende producent van cacao. Op de cacaooblikken was een verpleegster afgebeeld die een dienblad droeg met daarop hetzelfde blik cacao, waarop dan weer hetzelfde stond, enz. Het droste-effect is met de ontwikkeling van de fractale wiskunde ook uit wiskundig en wetenschappelijk oogpunt van belang geworden.

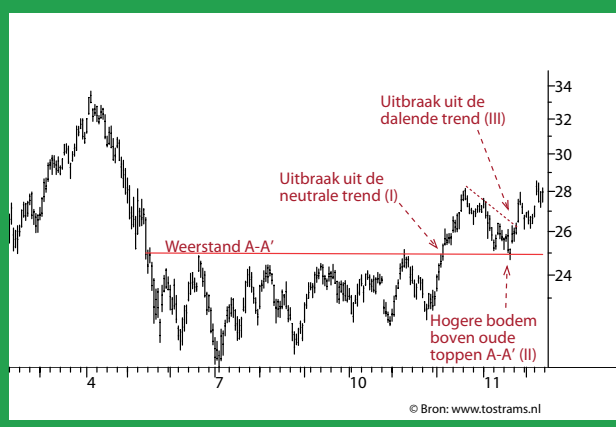
DUIDELIJK POSITIEF VOORBEELD

Na de ingewikkelde uitleg dan nu de heldere simpelheid van de dagelijkse gang van zaken op de beurs, met een aandeel met een duidelijk positieve langetermijngrafiek als voorbeeld: ArcelorMittal.

VOORBEELDIGRAFIEK MET LANGE (I) EN KORTE (II) TRENDS



MITTAL



ROEN IS DOEN

beproefde methode 'Triple Screen methode lijkt sterk op het droste-effect.



Signaal I (lange termijn): De langetermijntrend van ArcelorMittal draait opwaarts, nadat de koers de toppen van vorig jaar rond 25 (weerstand A-A') heeft gebroken. De uitbraak gaf een langetermijnkoopsignaal. Met deze uitbraak is het licht voor de primaire trend (Signaal I) op groen gezet.

Signaal II (vier maanden): Na een stijging tot iets boven de 28 euro is de koers weer teruggevallen, maar kwam daarbij niet meer onder de toppen van 2010. De voormalige weerstand 25 van Mittal is nu de nieuwe steun geworden. Deze terugval, ook wel 'pullback' genoemd, heeft de koopconditie bevestigd. Hiermee is ook Signaal II op groen gezet.

Signaal III (enkele weken): De koers van Mittal brak vervolgens op 21 januari ook uit de ultrakorte dalende trend, waarmee ook het laatste stoplicht, Signaal III, op groen sprong. Het is waarschijnlijk dat Mittal binnenkort ook de recente toppen iets boven de 28 euro opwaarts zal breken.

CONDITIE AEX NOG STEEDS POSITIEF

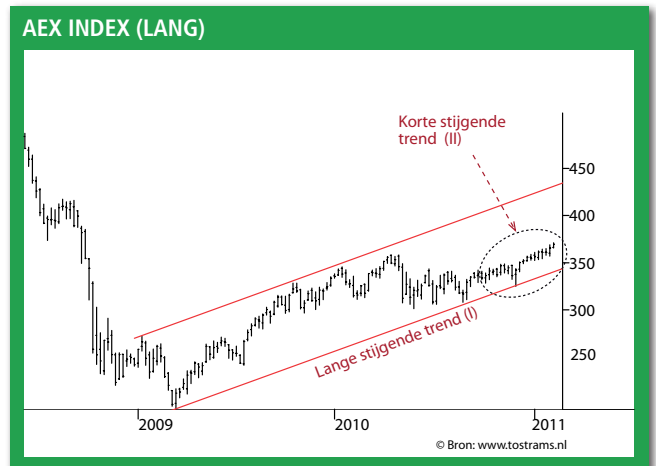
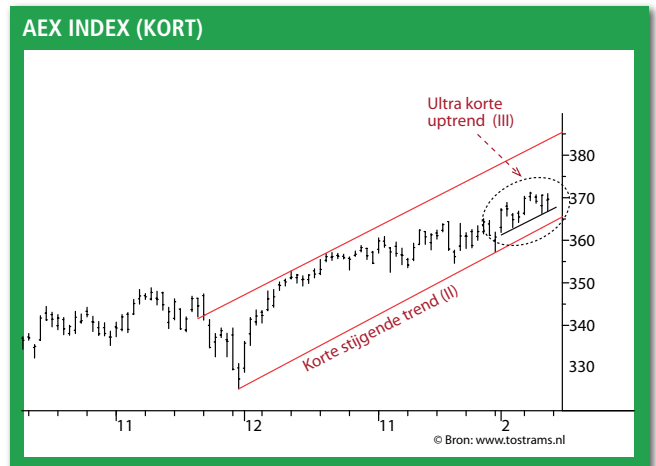
Als we bovenstaande uitleg vertalen naar de Amsterdamse aandelenbeurs, zien we dat volgens Triple Screen Trading bij de AEX elk timeframe van het koersverloop in dezelfde richting, opwaarts, wijst.

Op zoek naar meer risico blijven beleggers geïnteresseerd in aandelen. De meeste aandelenmarkten laten per saldo nog altijd een redelijk positief technisch beeld zien. Op de AEX is er ruimte voor herstel, in eerste instantie richting 385, daarna tot 417 punten.

Vanuit een langetermijnperspectief is de trend van de AEX weer opwaarts gericht. De AEX-index heeft recentelijk de lange stijgende trend (Trend I) bevestigd met de doorbraak boven de voormalige koerstoppen in de range 358-362.

Ook de korte trend (Trend II: ontwikkeling afgelopen drie maanden) wijst nog steeds omhoog, hetgeen in de afgebeelde kortetermijngrafiek goed zichtbaar is. Deze korte stijgende trend is begin december gestart.

Ten slotte constateer ik dat ook het ultrakorte trendje (enkele weken) opwaarts is gericht, deze is in de afgebeelde kortetermijngrafiek gemarkeerd met het cirkeltje rechts bovenin. Kortom, elke belegger kan nog steeds omhoog blijven kijken. ■



MICHEL GORIS: UIT KEURSLIJF VAN DE BANK

Het strakke keurslijf waarin hij bij ING als beleggingsadviseur werd geperst, paste Michiel Goris niet meer. In 2008 begon hij zijn eigen beleggingsfonds MM Fortune Fund.

TEKST: RONALD VAN GENDEREN; FOTO: MARK VAN DEN BRINK

Toen Michiel Goris als beleggingsadviseur bij ING begon, heeft hij van zijn hobby zijn werk gemaakt. De hoofdreden voor hem om daar toch mee te stoppen en zijn eigen fonds te beginnen, is dat hij naar eigen zeggen eigenwijs of beter gezegd, eigenzinnig is.

ZELF AAN DE KNOPPEN

“De beleggingsadvisering binnen de bank betekende ook steeds meer een rol van het verkopen van hapklare brokken en dat was voor mij niet meer passend. De persoonlijke vrijheid van een adviseur is tegenwoordig ingeperkt. Je bent steeds meer verkoper van bovenaf opgelegd beleid. En daarbinnen heb je maar een beperkt aantal smaken. Oorspronkelijk werden hoofdzakelijk huisfondsen aangeboden, maar dat is de laatste jaren steeds meer losgelaten. Onder het mom van ‘open architecture’ worden ook fondsen van derden aangeboden.

Het was voor mij bovendien een droom om zelf aan de knoppen te mogen zitten, zelf een fonds te beheren. Maar binnen fondsbeheer ben je bij ING ook weer gebonden aan beleid. Je hebt te maken met tracking errors waarbinnen je moet beleggen. Drie jaar geleden was voor mij het moment om het echt zelf te gaan doen.

Ik ben toen in mijn relatiekring gaan polsen of er interesse was. Ik heb zeg maar een rondje langs de velden gemaakt en kreeg toen redelijk wat toezeggingen. Dat gaf vertrouwen om te beginnen en 1 mei 2008 was ik klaar met de voorbereidingen. De beurs begon toen al te kraken en drie maanden later

stond de wereld in brand. Mensen die eerder hadden toegezegd, haakten ineens af. Het bedrag onder beheer was niet levensvatbaar. Dat ging om 3 à 3,5 miljoen euro. Sinds de start is niemand vertrokken en door de relatief goede resultaten groeit het nu richting de 10 miljoen euro.”

GEEN TOEZICHT AFM

“Ik heb niet de ambitie om een tweede Obama te worden. Ik wil een boetiek houden. Participanten wil ik persoonlijk kennen. Zij moeten mij rechtstreeks kunnen bellen en iedereen is welkom om langs te komen. Dat kan alleen als je een relatief kleine club hebt, dus maximaal vijfenzeventig tot honderd participanten. Daarom hanteer ik ook een minimale inleg van 100.000 euro. Dat is niet om de AFM buiten de deur te houden. Een fonds starten dat onder toezicht staat kost trouwens veel geld en daar staat weinig tegenover. Bovendien ben ik transparant over

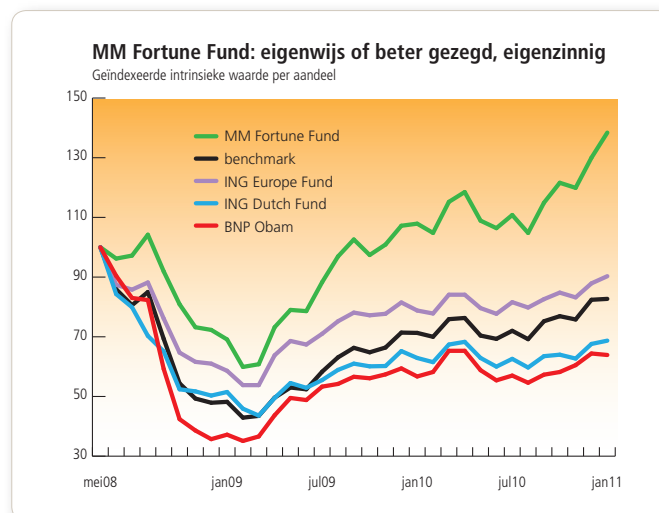
mijn fonds. Eén participant heeft zelfs inzage in de portefeuille via internet en kan alle transacties inzien. Ik heb geen geheimen en iedereen mag zien wat ik doe. Eigenlijk zou iedere participant de mogelijkheid moeten hebben om mee te kijken.

Het beleggingsbeleid van het fonds is gebaseerd op drie poten. Allereerst is er geen beleggingsdwang. Ik hoef niet per se voor 100 procent te zijn belegd. Als de markt te duur is, dan kan ik in theorie volledig in cash gaan. Ten tweede geloof ik niet in spreiding. Fondsen die in honderd, honderdvijftig of zelfs driehonderd aandelen beleggen, volgen automatisch het marktgemiddelde. Die hebben geen toegevoegde waarde omdat ze op die manier hun kosten niet goedmaken. Ik beperk me tot vijftien tot dertig aandelen. Door de huidige volatiliteit van de markt zit ik nu wel aan de bovenkant van die range. Ik houd me bovendien niet aan de klassieke sectorverdeling.

Tot slot probeer ik te beleggen in dingen die ik begrijp en kan doorgronden. Ik beleg daarom bijvoorbeeld niet in opkomende landen en grondstoffen. Die expertise heb ik niet. Ik blijf liever dicht bij huis. De portefeuille is voor ongeveer 50 procent belegd in de Benelux, dan nog wat in Frankrijk en Duitsland en een klein beetje in de Verenigde Staten.”

EEN PARTICIPANT BELEGT IN MIJ

“Ik vind het belangrijk dat beleggers begrijpen wat ik doe. Dat ze kunnen inschatten wat de kansen van het fonds zijn en wat de risico's. Ik heb binnen het fonds de vrijheid om alles te kopen. Hoofdzakelijk aandelen, maar





Persoonlijk prospectus

Michiel Goris

Geboortedatum:
10-11-1956

Werkervaring:
1980 – 1987 kredietanalist, NMB Bank
1987 – 1990 kredietaccountant,
NMB-Heller Factoring
1990 – 2008 diverse functies,
effectenbedrijf van ING
2008 – heden fondsmanager,
MM Fortune Fund

Begint de dag met:
ontbijt maken voor het gezin, met het FD
en de Wallstreet Journal

Gestart met beleggen: 1980

Beste belegging:
perpetuele lening van Eureko
(100% in minder dan een jaar)

Grootste misser:
long puts strike 22 op ING in 2008
met een te korte looptijd

Beste beleggingsboek: geen

Lijfblad: geen

Favoriete website: Yahoo Finance

ook derivaten of perpetuele leningen. Daarnaast kan ik voor maximaal 20 procent van de portefeuillewaarde geld lenen. Ik mag alles, een belegger belegt feitelijk ook in mij. Als ik het verkeerd doe, gaat het ook bovengemiddeld verkeerd. Het is een hoogrisicofonds en in theorie is nul de bodem. Ik wil daarom niet dat mensen met alles wat ze hebben in mijn fonds zitten.

Dat het MM Fortune Fund een hedgefonds is? Nee, dat hoor ik niet zo vaak. Bij de start heb ik wel gekeken naar de kostenstructuur van hedgefondsen. Daarom werk ik met een vaste management fee van ongeveer 1 procent en een performance fee. Dit in tegenstelling tot de klassieke beleggingsfondsen die alleen een vaste management fee rekenen. De kostenstructuur van het fonds lijkt dus wel op die van hedgefondsen, maar de kosten zijn in vergelijking aanzienlijk lager.

Als we geld verliezen, wordt er geen performance fee in rekening gebracht, ook niet als het resultaat relatief gezien goed is. Dat is een basisprincipe! Naast een positief rendement moet ook de markt worden verslagen. Dan moet je het resultaat ergens aan lateren en heb je dus een benchmark nodig. Die is verder totaal oninteressant, maar is wel nodig als maatstaf. Daarbij is mijn keuze gevallen op een combinatie van twee Nederlandse indices, de AEX en de AMX, omdat in de praktijk toch de helft van het beheerde vermogen in Nederland belegd is. Ik moet het bovendien 2 procent beter doen dan de indices, omdat die exclusief dividend zijn. Over het meerdere draagt de performance fee 15 procent.”

DUITSE BANKEN KOOPWAARDIG

“Dé tip? Alle fondsen die ik koop zijn tips. Daarom heb ik ze gekocht. Maar als ik moet kiezen, dan is het de mogelijke turnaround bij Duitse banken. Mijn toekomstverwachting is dat de eurozone wel bij elkaar blijft. Portugal zal nog wel door het ijs zakken, maar Spanje niet. Dat kan een geweldige rebound van banken betekenen. Vooral Duitse banken, die relatief zwaar in obligaties van PIIGS-landen zitten. Zij hebben het in 2010 ook erg slecht gedaan.

Vooraf de twee grootste banken, Deutsche Bank en Commerzbank, zijn naar mijn mening koopwaardig. Deutsche Bank is de crisis doorgekomen zonder staatssteun. In Commerzbank zit de staat voor 25 procent. Met een balanstotaal van ruim 800 miljard euro zou de Commerzbank normaliter een winst moeten kunnen behalen van 4 tot 6 miljard. In dat geval slaat de huidige waardering van ongeveer 7 miljard euro nergens op. Zelfs na aflossing van de staatssteun, waar

Fondsprospectus

Naam:	MM Fortune Fund
TER:	1,45%
PTR:	nb
Rendement:	
- 3 maanden	18,5%
- 1 jaar	34,5%
- 2 jaar en 10 maanden	43,5%
Maximaal verlies:	40%

Top-10 belangen per 14-02-2010

Bedrijfsnaam	Weging
Royal Dutch	12%
Alcatel-Lucent	5%
Siemens	5%
General Electric	5%
10% ASR perp. obligatie	4%
Air France-KLM	4%
EADS	4%
Deutsche Bank	4%
BMW	4%
Micron Technology	4%

waarschijnlijk wel een emissie voor nodig is. Maar bankbalansen zijn wel een zwart gat. Het is niet te doorgronden wat daar in zit en dat levert dus een hoog risico op.

Bij de huidige rentestanden zou ik zeggen dat beleggers van vastrentende waarden, staatsleningen, af moeten blijven. Vergelijk de lening van de Nederlandse staat met een looptijd van dertig jaar en een effectief rendement van 2,75 procent met een aandeel Nestlé op achtmaal de winst. Dan heeft de laatste in absolute zin naar mijn mening een lager risico.

Bedrijven waarin ik beleg moeten in de kern gezond zijn, balanstechisch gezien. Dat is een stukje van mijn kredietachtergrond. Ik durf te stellen dat ik een jaarverslag goed kan lezen. Ik beschouw mijzelf ook een bovengemiddelde belegger, anders was ik nooit aan dit avontuur begonnen. Ik baseer me op gezond verstand, ben stressbestendig en ga niet mee in de waan van de dag. Daarom gebruik ik ook geen analistenrapporten, omdat ik gedurende mijn dertig jaar lange ervaring geleerd heb dat die onderhevig zijn aan kuddedrag. Ik ben geen kuddedier. Als iedereen iets zegt, denk ik: is dat wel zo? Dat is contrair gedrag. Grote voorbeelden heb ik niet. Ja, Warren Buffett misschien, maar dat is ook zo'n cliché. Ik heb overigens wel bewondering voor dat soort beleggers, absoluut.” ■

NOG ALTIJD GEEN RUST VOOR BALLAST NEDAM

Bouwer Ballast Nedam kreeg de afgelopen tien jaar te maken met strategische heroriëntaties, claims en winstwaarschuwingen. De huidige slechte bouwmarkt vraagt weer om veerkracht en meer transparantie.

TEKST: PETER SCHUTTE

Ballast Nedam kwam deze maand in het nieuws met een behoorlijke aanpassing in de organisatiestructuur. Topman Theo Bruijninx zal niet langer alleen aan het roer staan, maar krijgt Peter van Zwieten naast zich, die cfo wordt. Van Zwieten is de huidige financieel directeur van Ballast Infra. Verder 'vereenvoudigt' Ballast Nedam de organisatiestructuur door de twee autonome divisies Bouw & Ontwikkeling en Infrastructuur te vervangen door zes samenwerkende clusters. Iedere cluster krijgt een eigen clusterdirecteur en er wordt in de persoon van Romeo Malizia een coo benoemd die de samenhang tussen de clusters moet bewaken. Malizia maakt sinds 2007 deel uit van het bestuur van Ballast Nedam en was tevens algemeen directeur van de divisie Infrastructuur.

De clusters zijn ingericht op basis van specifieke producten en processen. Op deze wijze denkt de bouwer eenvoudiger geïnte-

greerde oplossingen aan de markt te kunnen aanbieden. Steeds meer projecten worden namelijk integraal aanbesteed. Deze zogeheten 'dbfmo'-projecten, wat staat voor 'design, build, finance, maintenance, operate', zitten nog vooral in de experimentele fase, maar de ontwikkeling ervan gaat snel, ook regionaal. De renovatie van het Ministerie van Financiën in Den Haag is hier een voorbeeld van. Een groot integraal project betreft de ondertunneling van de A2 bij Maastricht. Het gaat hier om infrastructuur met vastgoed eromheen dat de ondertunneling (deels) bekostigt. Het hele project, zowel de infra- als de vastgoedoplossing, wordt bij één consortium geplaatst, waar Ballast Nedam deel van uitmaakt.

De opkomst van meer integrale projecten hangt samen met de toegenomen risico- en kostenbeheersing in de sector. Opdrachtgevers in de bouw wereld zijn tegenwoordig wars van elke vorm van risico en zijn genoodzaakt de kosten goed in de hand te



houden. Zij willen zich vooral op de eigen kerntaken richten zonder alle rompslomp daaromheen. Uit dat oogpunt achten zij het handig om met slechts één partij in zee te gaan. Zijn er meer partijen bij betrokken, dan dienen deze zich te laten organiseren in één consortium. Er is voor de opdrachtgever dan één aanspreekpunt als de zaken niet naar wens verlopen. Bouwbedrijven die dergelijke projecten aannemen, moeten hun zaakjes intern goed op orde hebben en weten waar de risico's en de rendementen liggen. Gaat er iets mis, dan kunnen zij immers niet meer met de beschuldigende vinger naar een ander wijzen.

MEER TRANSPARANTIE

Op zich geen slecht besluit van Ballast Nedam de structuur zodanig in te richten dat het beter aan de vraag in de markt kan

MISLUKTE OVERNAMEPOGINGEN

Begin 2003 toonde Egeria van de familie Brenninkmeijer interesse voor Ballast Nedam. Tot een concreet bod kwam het echter niet. In april 2004 verkocht het Duitse Hochtief zijn 48%-belang in Ballast Nedam aan projectontwikkelaar TCN en investeringsmaatschappij Wedge. In de markt werd gespeculeerd op een 'reverse takeover' door TCN, maar tot een bod kwam het niet en beide Nederlandse spelers verkochten hun aandelen ruim een jaar later weer.

Eind 2006 kwam het gerucht in de markt dat Strukton, destijds volledig eigendom van de Nederlandse Spoorwegen, een bod op Ballast Nedam wilde doen. Vanaf 2007 heeft de Eindhovense bouwonderneming Hurks een stevig belang in Ballast Nedam opgebouwd tot inmiddels 15,4 procent. Hurks behoort tot de tien grootste bouwers van Nederland en is dus geen kleine jongen. Hurks is vooral sterk in Brabant, maar wil expanderen richting de Randstad. Ballast Nedam heeft daar veel grondposities, wat dus goed zou passen.



voldoen. Het huidige Ballast Nedam is een complex geheel van honderden afzonderlijke bedrijven. Vrijwel alle disciplines zijn in huis, maar van een geoliede machine is zeker geen sprake. De versterking van het management brengt naar eigen zeggen een verbetering van de transparantie en governance met zich mee.

Door de nieuwe structuur is volgens de bouwer een betere aansturing mogelijk. Iedere clusterdirecteur werkt immers op een afgebakend gebied. Intern zou dat de efficiency moeten bevorderen, maar ook naar buiten toe schept dat mogelijk meer vertrouwen, zowel naar opdrachtgevers als naar mogelijke partners. Met name bij de wat grotere projecten zullen projectontwikkelaars namelijk meer nog dan vroeger met elkaar moeten samenwerken. Door de crisis zijn zij immers minder kapitaalkrachtig geworden.

Bij meer samenwerken hoort ook meer transparantie. Onderling willen partijen natuurlijk weten wat de marge is van iedere deelnemer en wie er welk risico neemt. Blijft wel de vraag of de markt dit allemaal ook zo ziet en het beeld van de onderneming niet juist onduidelijker is geworden. Verder is het niet ondenkbaar dat de alleenheerschappij van Bruijninx uitindelijk toch is gaan wringen en marktpartijen hebben aangedrongen op een bredere top.

NOG WERK TE VERZETTEN

Of het 'nieuwe' Ballast Nedam ook voor een hogere winstgevendheid zal zorgen, moe-

ten we maar afwachten. De verhoogde risicoaversie in de markt en de hevige concurrentie tussen bouwbedrijven neigt juist naar het tegenovergestelde. Beleggers reageerden in ieder geval lauw op het nieuws. Er lijkt dan ook vooral sprake van een must in plaats van een noviteit.

Bovendien heeft het bedrijf nog wel wat werk te verzetten als het gaat om meer transparantie. Zo had het bedrijf wel wat meer informatie mogen geven over het hoe en waarom van de structuurwijziging. Verder is er nogal wat onduidelijkheid over lopende claims tegen het bedrijf. De bouwer verhoogde eind vorig jaar nog de winstprognose omdat bepaalde claims wat minder negatief waren uitgevallen. Concreet werd Ballast Nedam niet.

Verder heeft de Britse kartelwaakhond aan Ballast Nedam een boete van 9 miljoen euro opgelegd. Ballast Nedam is hier tegen in beroep gegaan, waar mogelijk dit jaar uitspraak over komt. Verder lopen er nog claims over en weer tussen de bouwer en voormalig directeur Peter Fransen en aan hem gelieerde personen. Vaag is het concern over een onderzoek van de belastingdienst naar het reilen en zeilen van een buitenlandse entiteit, die de bouwer in 2001 al



* consensus

heeft opgeheven. Dit jaar zou de winst wel eens flink kunnen stijgen, maar een opgelegde koop lijkt het aandeel niet. Daarvoor zijn er nog te veel onzekerheden in de markt, mede gevoerd door de bouwer zelf. ■

DECENNIUM MET VEEL ELLENDE

Toppen, maar vooral diepe dalen vielen Ballast Nedam de afgelopen jaren ten deel. Onder leiding van René Kottman leed het bedrijf in 2001 en 2002 verliezen van respectievelijk 50 miljoen euro en 143 miljoen euro. Deze diep rode cijfers werden veroorzaakt door een sanering van de buitenlandse activiteiten en een stevige reorganisatie van de activiteiten in Groot-Brittannië, gecombineerd met een forse voorziening voor projecten. In Groot-Brittannië ging het goed mis en in het Midden-Oosten moest het bedrijf lang op betalingen wachten. Een jaar later werd besloten Groot-Brittannië, toch de tweede thuismarkt, helemaal de rug toe te keren. Met deze maatregelen halveerde het concern bijna en kwam de focus geheel op het destijds goeddraaiende Nederland te liggen: bouwen, infra en baggeren. Ballast Nedam kan hier bogen op een aantal specialiteiten, zoals de bouw van benzinstations en windmolens en de aanleg van telecom.

Door de forse verliezen kwam Ballast Nedam strategisch toch moeilijk te zitten. De solvabiliteit was geslonken tot een schamele 11 procent. Terwijl de onderneming aanvankelijk volledige controle leek te nemen op de joint venture in bagger, Ballast Ham Dredging, werd uiteindelijk uit financiële nood besloten het 33%-belang hierin van de hand te doen. De solvabiliteit steeg daarvoor weer richting 20 procent. In maart 2007 ging Kottman met pensioen en hij werd opgevolgd door de financiële man Theo Bruijninx.

Al sinds 2004 legt Ballast Nedam meer het accent op hoger renderende activiteiten in de waardenketen van gebouwen, zoals service en onderhoud en projectmanagement. Daarnaast werden de grondposities uitgebreid om te profiteren van de gunstige woningmarkt. Dat laatste liep anders. In 2009 kwam de woningmarkt vrijwel volledig tot stilstand en daalde de nettowinst met 75 procent tot 6 miljoen euro. Opvallend is wel dat Ballast Nedam tot op heden geen rode cijfers heeft hoeven schrijven op de woningbouwontwikkeling. Terwijl Bam en Heijmans forse verliezen leden en extra kapitaal moesten aantrekken, bleef Ballast Nedam door conservatief waarderen buiten schot.

RUIMTE VOOR GROEI

Hoewel het risico van bubbels begint op te doemen voor de lange termijn, kunnen bedrijfsobligaties profiteren van het reflatiethema en de zoektocht naar rendement.

TEKST: LÉON CORNELISSEN (CHIEF ECONOMIST ROBECO)

Nederland zette onlangs een gebruikelijke driejaarslening in de markt, maar dit keer wel met een onwaarschijnlijk lage coupon van 1,0 procent. Zo'n lage coupon hebben we in Nederland nog niet gezien op een staatslening. Het oogt als een goede deal, althans voor de belastingbetaler. Zulke lage rentes associeer je met economieën die diep in de problemen zitten en gebukt gaan onder deflatie, een daling van het algemene prijspeil. Reëel houdt je dan immers toch wat over, ondanks de lage nominale coupon.

Het opvallende echter is dat Nederland bepaald niet gebukt gaat onder deflatie. Sinds juli 2009, toen de Nederlandse inflatie op jaarbasis een dieptepunt bereikte op 0,2 procent, loopt de inflatie gestaag op en in december tikten we de 1,9 procent aan.

TEKEN VAN NORMALISERING

De oplopende inflatie beperkt zich niet tot Nederland. De eerste schatting voor

de inflatie in euroland voor december 2010 bedraagt 2,2 procent. Ook hier lag het dieptepunt, een deflatie op jaarbasis van 0,7 procent, in juli 2009. Sindsdien loopt de inflatie weer gestaag op. Je zou dit als een teken van normalisering kunnen zien, al spelen nu ook waarschijnlijk tijdelijke factoren een rol, zoals misoogsten die voedselprijzen opjagen.

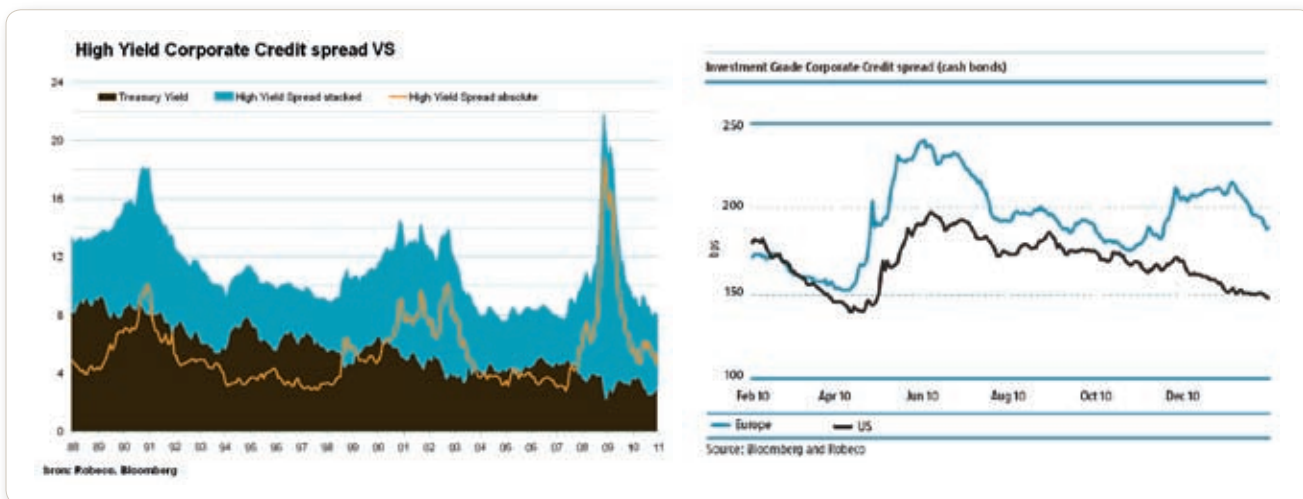
Bij normalisering horen ook geleidelijk hogere korte rentes. Immers, die eerdergenoemde inflatie van 2,2 procent ligt boven de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB): onder, maar dicht bij de 2,0 procent. Je zou kunnen tegenwerpen dat de onderliggende inflatie (dus gecorrigeerd voor energie- en voedselprijzen) zich veel gunstiger ontwikkelt. Die bedraagt slechts 1,1 procent op jaarbasis. Maar de ECB hamert altijd op het belang van de ontwikkeling van de feitelijke in plaats van de onderliggende inflatie. Dit argument snijdt dus geen hout.

Toch hoeven we niet op een spoedige verhoging van de korte rente in euroland

te rekenen. De ECB is namelijk de gevangene van de zich maar uitbreidende schulden crisis. Het geeft te denken dat ook risicopremies van landen buiten de kring van de gebruikelijke verdachten zijn opgelopen. Een structurele oplossing is niet in zicht. We kunnen voorlopig blijven rekenen op lage korte rentes in de eurozone om het Europese bankwezen en de Europese overheden te ondersteunen en om de aanhoudende nervositeit over minder kredietwaardige debiteuren te beperken. Deze twee factoren verklaren de onwaarschijnlijk lage coupon op Nederlands overheidspapier.

GEEN SPOEDIGE RENTEVERHOOGING

In de andere grote economische blokken met matige economische groei is eveneens weinig animo voor monetaire exitstrategieën. Noch in de Verenigde Staten, noch in Japan hoeven we te rekenen op een spoedige renteverhoging door de centrale banken. De Amerikaanse Fed is nog steeds bezig met de uitvoering van



haar kwantitatieve verruimingsprogramma en wil eerst een veel betere Amerikaanse arbeidsmarkt zien. Japan kent nog steeds milde deflatie.

Toenemende inflatoire spanningen zien we wel in de grote goedlopende opkomende economieën. In China is de inflatie in november opgelopen tot 5,1 procent op jaarbasis, wat een tweede bescheiden renteverhoging in december uitlokte. Inflatie in Brazilië, India en Rusland ligt boven de doelstellingen van de centrale banken. De komende maanden kunnen we daarom op meer monetaire verkrapping rekenen. De autoriteiten zullen echter zo weinig mogelijk proberen te doen, omdat hoge economische groei voor hen prioriteit heeft. Onder deze omstandigheden blijft het klimaat gunstig voor meer risicovolle beleggingscategorieën.

AANTREKKELIJKE RENDEMENTEN

Zo verwachten wij dat de spreads van bedrijfsobligaties (renteopslag ten opzichte van staatsobligaties) verder zal verkrappen en dat zorgt voor kansen op aantrekkelijke rendementen. Vooral high yield doet het momenteel erg goed. Kan deze rally nog veel verder? Naar onze mening heeft de rally nog een significant eind te gaan, op basis van onze verwachting van gematigde economische groei, en een doormodderscenario voor de Europese schuldencrisis. Het aantal defaults op bedrijfsobligaties (faillissementen) is laag en de kredietwaardigheidsrating wordt van meer bedrijven naar boven bijgesteld dan naar beneden. De waarderings zijn ook nog steeds redelijk en zullen naar onze mening niet in de weg staan van een behoorlijk rendement. De renteopslag voor high yield is circa 4,5 procent en voor investment grade circa 1,5 procent. Op basis van analyse van deze renteopslagen in het verleden, denken wij dat die nog kunnen dalen, hetgeen gunstig is voor de koersen van bedrijfsobligaties.

Dit is bijvoorbeeld ook de achterliggende reden waarom wij in het fonds Rorento het gewicht van high yield verder hebben aangezet in januari. Hiervoor gelden vergelijkbare argumenten: gunstige vooruitzichten voor de bedrijfswinsten, kleine exposure aan de probleemlanden aan de periferie van de eurozone, renteopslagen die nog steeds aantrekkelijk zijn, en conservatievere bedrijfsbalansen waar het management op stuurt na het shockeffect van de kredietcrisis. ■

EEN SOMMETJE APERAM EN ARCELORMITTAL

Bij de afsplitsing van Aperam zijn de bestaande opties Mittal uitgebreid met vijf aandelen Aperam.

TEKST: KEES VAN LIESHOUT (VAN LIESHOUT & PARTNERS)



Met ingang van 26 januari heeft ArcelorMittal het bedrijfsonderdeel dat roestvrij staal maakt afgesplitst onder de naam Aperam. Sinds die dag heeft Aperam een zelfstandige beursnotering en is het als

26e fonds opgenomen in de AEX-index. Aandeelhouders ArcelorMittal kregen voor elke honderd aandelen Mittal vijf aandelen Aperam.

Per 31 januari zijn nieuwe opties Mittal geïntroduceerd met code MT en met onderliggend honderd aandelen Mittal, en opties Aperam (optiecode AP) met onderliggend honderd aandelen Aperam.

De reeds lopende opties Mittal (code: MT) zijn omgedoopt in MTZ en bestaan uit een mandje van honderd aandelen Mittal en vijf aandelen Aperam. Omdat dit pakketje niet zo'n praktische situatie is, worden geen nieuwe looptijden of series meer geïntroduceerd. Dat hoeft ook niet, omdat er immers separaat kan worden gehandeld in MT en AP. Bestaande series MTZ waarin geen 'open interest' bestaat, worden geroyeerd. Geen 'open interest' betekent: in deze serie is nooit een transactie tot stand gekomen, of er is eerder een transactie tot stand gekomen maar deze is later door een tegengestelde transactie gesloten. Door deze bestaande series te royeren, is men zo snel mogelijk af van de MTZ-opties.

Mensen die oude opties Mittal verkocht hebben, moeten goed opletten. De schrijver van een put krijgt bij een assignment niet alleen honderd aandelen Mittal geleverd, maar ook vijf aandelen Aperam. Omgekeerd moet de schrijver van calls Mittal bij een assignment niet alleen honderd aandelen

Mittal leveren, maar ook vijf aandelen Aperam. Zolang de schrijver deze calls niet terugkoopt, dient hij dus zijn aandelen Aperam aan te houden. Anders zit hij 'naked short', met alle risico's van dien.

Tevens dient hij telkens een som te maken om de verhouding tussen de uitoefenprijs van de optie en de waarde van het onderliggende mandje te bepalen. De uitoefenprijzen van de opties MTZ zijn namelijk niet aangepast, zoals wel gebeurt bij bijvoorbeeld een claimmissie (zie hiervoor ook mijn column van juni 2009 naar aanleiding van de claimmissie van Bam). Het volstaat dus niet om alleen de koers van Mittal in de gaten te houden, men moet ook letten op de koers van Aperam. De waarde van het onderliggende mandje kan men bepalen met de volgende som: waarde mandje = koers Mittal + (koers Aperam x 1/20).

Ten slotte dient men te beseffen dat de liquiditeit van de opties MTZ snel kan verslechteren ten gunste van de nieuwe opties MT. Dit pleit voor het duidelijk limiteren van orders. Wellicht is het verstandig niet te lang te wachten met het sluiten van oude MTZ-posities en nieuwe op te zetten in MT en eventueel AP. Het sluiten van MTZ-opties kan bij veel brokers kosteloos, omdat de beurs een 'fee holiday' heeft gegeven voor MTZ-opties. ■

SPECULANTEN WEER DE GEBETEN HOND

Als gevolg van de gestegen grondstoffenprijzen is net als in 2008 het debat over de invloed van speculanten op de grondstoffenmarkten weer volop actueel.

TEKST: KOEN LAUWERS (FINANCIËEL ANALIST)

Eerder deze maand publiceerde de Food and Agriculture Organization (FAO), een onderdeel van de Verenigde Naties, haar maandelijkse index van de voedselprijzen. Deze index is gebaseerd op de groothandelsprijzen van 55 grondstoffen, waaronder rijst, maïs, tarwe, soja, plantaardige oliën, zuivel, suiker en vlees en vormt dus een goede graadmeter voor de prijzen van de basisgrondstoffen voor voedsel. De index steeg in januari met 3,4 procent naar 231 punten en dit was het hoogste niveau sinds de FAO in 1990 startte met het berekenen ervan.

Net als in 2008 wordt opnieuw een beschuldigende vinger uitgestoken naar speculanten, die uit winstbejag de prijzen steeds verder omhoog zouden jagen. Maar klopt dit beeld wel met de realiteit? In 2008 kwam de positie van de speculanten op de financiële markten onder vuur te liggen na de voedselrellen die uitbraken in verschillende ontwikkelingslanden. De recente onrust in verschillende Arabische landen wordt ook voor een groot deel toegeschreven aan de gestegen voedselprijzen, naast de ontevredenheid over de politieke en sociale toestand.

Het is geen toeval dat de discussie weer oplaait nu met name de voedselprijzen opnieuw hoge toppen scheren, zelfs al zijn de recordniveaus van begin 2008 nog lang niet bereikt. Zo noteert de maïsprijs nog ongeveer 20 procent onder de recordprijs. In het geval van tarwe bedraagt het verschil zelfs meer dan 30 procent. Wel noteren de prijzen van verschillende andere grondstoffen intussen nieuwe hoogtepunten. De bevol-

king gaat echter niet de straat op voor een recordhoge tinprijs en een historisch hoge koperprijs, omdat men er in het dagelijkse leven op korte termijn geen last van heeft. Dit is anders wat betreft de voedselprijzen, want in ontwikkelingslanden gaat een groot gedeelte van het beschikbare inkomen naar voeding. In de industrielanden sijn de hogere groothandelsprijzen slechts met vertraging door naar de consument. Het aandeel van voeding in de totale gezinsbestedingen is in het Westen nog steeds historisch laag.

HOGERE PRIJZEN, LAGERE INVESTERINGEN

De oorzaak van de hogere prijzen wordt dus net als in 2008 opnieuw gezocht op de financiële markten. Om gefundeerde uitspraken te kunnen doen, is het nodig om relevant cijfermateriaal te bekijken. En dit levert soms wel verrassende conclusies op. Cijfers van Barclays Capital tonen aan dat de waarde van de grondstoffenactiva onder beheer (Assets Under Management, of AUM) is toegenomen van 270 miljard dollar eind 2009 naar 376 miljard dollar eind 2010. Deze aangroei is wel 4 miljard dollar minder hoog dan tussen eind 2008 en eind 2009.

Van de totale stijging in 2010 was 62 miljard dollar afkomstig van vers investeringsgeld. De resterende 44 miljard valt toe te schrijven aan de hogere grondstoffenprijzen zelf. Iets meer dan de helft van de nettoinstroom (33 miljard dollar) ging naar investeringen in indexgerelateerde producten. Ongeveer 19 miljard dollar vloede naar trackers en de resterende 10 miljard dollar naar ander schuld papier met grondstoffen

als onderliggende waarde.

Opgesplitst naar sector gingen de edelmetalen er met het grootste deel van de koek vandoor (\$ 23,6 miljard), gevolgd door energie (\$ 20,4 miljard) en landbouw (\$ 12,2 miljard). De prijzen van de grondstoffen die tot deze categorieën behoren zijn vorig jaar fors geklommen, zodat het op basis van deze cijfergegevens verleidelijk is om deze prijsstijgingen toe te schrijven aan de verse stroom investeringsgeld. De vergelijking met 2009 laat echter een totaal ander beeld zien. Bij de edelmetalen bleef de instroom op jaarbasis ongeveer gelijk, maar in energie werd in 2010 netto 6,5 miljard dollar minder geïnvesteerd dan een jaar eerder. Ook bij de landbouwgrondstoffen, de categorie waar de prijzen het hardst stegen, was er een achteruitgang met 1,4 miljard dollar.

TEGENSTRIJDIGE SIGNALLEN

De cijfergegevens van de investeringsstromen geven dus tegenstrijdige signalen. Er zijn bovendien ook nog steeds grondstoffen waaraan de recente prijshausse compleet voorbij is gegaan. Vee is daarvan het meest sprekende voorbeeld. De voorbije weken gingen in verschillende Europese landen de varkensboeren de straat op om hun ongenoegen te uiten over de lage varkensprijzen. Nochtans bestaat er ook een gereguleerde futuresmarkt voor vee. Als de grondstoffenmarkten dan toch zo aantrekkelijk zijn voor speculanten, waarom hebben ze zich dan nog niet op de niche van de veefutures gestort? Er zijn voldoende fundamentele argumenten om aan te nemen dat de

gestegen granenprijzen op termijn ook tot hogere vleesprijzen zullen leiden. Toch lijken speculanten niet de minste interesse te tonen in de veemarkten. Maar, als deze interesse er wel is, waarom leidt die dan niet tot hogere prijzen?

Deze tegenstrijdigheid vinden we ook terug bij de verschillende wetenschappelijke studies die zich de voorbije jaren over het onderwerp hebben gebogen. De bubbeltheorie gaat ervanuit dat de omvang van de investeringen in de grondstoffenmarkten de normale marktwerking verstoort en forse prijsstijgingen in de hand werkt. Latere studies wezen op de talrijke onvolkomenheden in deze theorie. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (Oeso), deed de oefening vorig jaar nog eens over en maakte gebruik van twee cijferreeksen van de U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), de Amerikaanse overheidsinstantie die toeziet op de handel in termijncontracten met grondstoffen als onderliggende waarde.

De twee cijferreeksen bevatten alle handelstransacties die tussen 13 juni 2006 en 29 december 2009 plaatsvonden op in totaal veertien futuresmarkten, waaronder granen, vee, energie en landbouwgrondstoffen. De conclusie van het statistische onderzoek van de Oeso op de cijferreeksen was dat er geen overtuigend bewijs kan worden gevonden dat de activiteit van indexfondsen een significante invloed heeft op de prijs. De meest opmerkelijke vaststelling van de studie is dat de activiteit van indexfondsen de prijsvolatiliteit vermindert, terwijl eerder net het omgekeerde werd aangenomen.

HET DOEL VOORBIJ

De verschillende regelgevende instanties hebben geen wetenschappelijk bewijs nodig, maar handelen vooral onder druk van de publieke opinie. Dit heeft soms onverwachte gevolgen. Zo werd eerder deze maand de handel in de PowerShares DB Agriculture double long tracker van uitgever Deutsche Bank aan banden gelegd. Dit is een zogenaamde hefboomtracker, waarmee kan worden ingespeeld op een prijsstijging van soja, maïs en tarwe. Sinds begin dit jaar trok de tracker zo veel extra investeringsgeld aan, dat deze op de bestaande positielimieten afstevende.

In 2009 verklaarde de CFTC dat de bestaande limieten voor posities die individuele spelers mogen innemen voortaan ook van toepassing zijn op trackers en dergelijke. Tot dan was er een uitzondering voor uitgevers van trackers, omdat deze eigenlijk afzonderlijke beleggers en niet een individuele marktpartij vertegenwoordigden. Het gevolg van het afschaffen van die uitzondering is dat de uitgever niet langer nieuwe notes mag uitgeven. Ook voor de bezitters zijn er gevolgen, want de verhandelbaarheid van de notes wordt beperkt. In 2009 moest Deutsche Bank om dezelfde reden al eens de handel in een hefboomtracker op ruwe olie stopzetten. Op dit vlak schiet de regelgeving dus het doel voorbij, want de prijzen blijven stijgen en de regel heeft onbedoelde gevolgen (lagere liquiditeit, hogere volatiliteit).

Ook de specifieke positie van een individuele handelaar is voor meerdere interpretaties vatbaar. Op de futuresmarkten zijn twee partijen actief: commerciële en speculanten. De commerciële dekken hun handelsrisico of commercieel risico af met behulp van termijncontracten. Een bedrijf actief in voedingsverwerking zal bijvoorbeeld nu al de aankoopprijs voor suiker en cacao willen vastleggen. Omgekeerd zal een olieproducent nu al een stuk van de toekomstige productie willen verkopen.

Iedereen die geen commercieel risico

	04-01-11	15-02-11	mutatie
CRB-index*	620,06	657,34	6,0%
Aluminium (\$/ton)	2484,00	2505,00	0,8%
Goud (\$/tr.oz.)	1388,50	1372,75	-1,1%
Koffie (\$-cts/lb)	234,95	258,05	9,8%
Koper (\$cts/pond)	436,35	453,15	3,9%
Nikkel (\$/ton)	25110,00	28717,00	14,4%
Olie (\$/vat)	94,84	101,45	7,0%
Suiker (\$cts/lb)	36,15	34,43	-4,8%
Tarwe (\$cts/bushel)	789,25	840,25	6,5%
Zilver (\$/tr.oz.)	29,80	30,78	3,3%

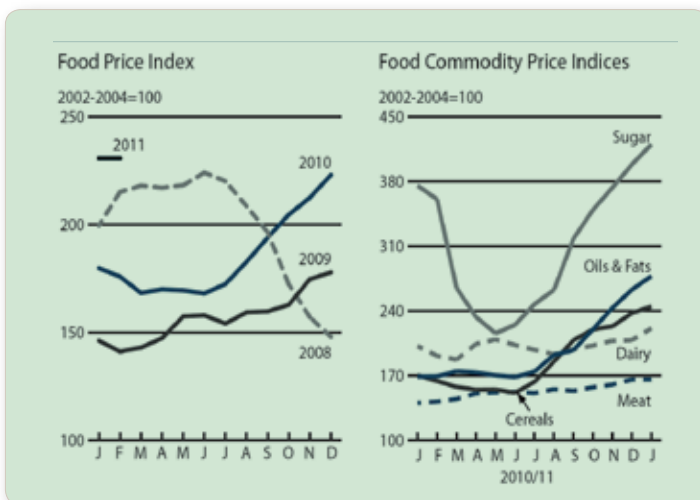
*CRB-index: grondstoffenfuturesindex van het Commodity Research Bureau

afdekt, is dus in theorie een speculant. Ook de particuliere belegger die voor 2.500 euro in hefboomproducten met grondstoffen als onderliggende waarde investeert, is dus een speculant. Soms komt het echter voor dat één en dezelfde partij beide gedaantes aanneemt. Zo kan een financiële instelling voor twee klanten tegengestelde posities innemen. Dezelfde marktpartij kan ook voor eigen rekening tegengestelde posities hebben.

KWANTITATIEVE VERSOEPILING

Vrijwel alle centrale banken voeren een soepele monetaire politiek en overspoelen de markt met versgeld onder de noemer 'kwantitatieve versoepeling'. Door de nog altijd historisch lage rente is dit verse geld continu op zoek naar rendement. Er is een Amerikaans gezegde dat luidt 'a rising tide lifts all boats' en dit geldt ook voor de financiële markten. Verschillende grote aandelenindexen noteren op hun hoogste niveau in jaren. Ook op de aandelenmarkten wordt gespeculeerd met termijncontracten, maar daar lijkt geen haan naar te kraaien.

Een deel van de verse financiële middelen vindt zijn weg naar de grondstoffenmarkten. De voornaamste kracht achter de hogere prijzen is echter in de meeste gevallen nog steeds de fundamentele vraag- en aanbodontwikkeling. De geschiedenis leert dat overheidsmaatregelen die prijsstijgingen aan banden moeten leggen door in te grijpen in de handel meestal het omgekeerde effect hebben. Deze maatregelen leiden tot een lagere liquiditeit, een verminderde transparantie van de handel, een hogere volatiliteit en in het ergste geval zelfs tot protectionisme. ■



INLEGGEN OP HET RANDJE

Beleggers dienen extra alert te zijn bij het inleggen van orders rondom openings- en sluitingstijd van de beurs.

TEKST: ADAM PASARIBU; ILLUSTRATIE: JOSJE VAN KOPPEN

De verwerking van een order neemt tijd in beslag. Hier rijst een probleem wanneer een order wordt ingelegd rondom openings- of sluitingstijd van de beurs. Een vóór openingstijd ingelegde beursorder wordt niet per se ook bij opening van de beurs verwerkt. Evenmin worden alle orders die vóór sluitingstijd zijn ingelegd, ook nog verwerkt vóór de sluiting van de beurs. Heeft een belegger recht op compensatie van eventueel daardoor geleden schade?

VÓÓR OPENING VAN DE BEURS

Geen van de grootbanken hanteert de regel dat een order voor een bepaalde tijd vóór opening van de beurs ingelegd dient te worden, om bij opening nog meegenomen te kunnen worden. Betekent dit dan dat een order die is ingelegd om 08.59 uur en 59 seconden dan ook bij opening van de beurs om 09.00 uur wordt uitgevoerd? Het antwoord op die vraag is niet eenvoudig. In dit verband dient een blik te worden geworpen op een uitspraak van de Klachtencommissie DSI, een van de voorlopers van de Geschillencommissie van het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (Kifid).

In haar uitspraak van 15 augustus 2003 heeft de Klachtencommissie bepaald dat een particuliere belegger “door eerst op het allerlaatste moment, namelijk 40 seconden vóór opening van de beurs een royement op te geven, (...) bewust het risico [heeft] genomen dat het royement te laat zou worden ingelegd.” Dit betekent dat een belegger niet mag verwachten dat een order die door hem net vóór opening van de beurs is ingelegd, ook direct bij opening van de beurs wordt uitgevoerd. De Klachtencommissie laat evenwel in het midden wanneer de belegger geen risico meer neemt. Anders geformuleerd, de Klachtencommissie geeft niet aan tot welk moment orders ingelegd kunnen worden die wel direct bij opening



van de beurs worden uitgevoerd.

De achterliggende gedachte is vermoedelijk dat de Klachtencommissie rekening heeft gehouden met de wisselende verwerkingsduur van de verschillende typen orders. Elektronische orders kunnen bijvoorbeeld sneller worden verwerkt dan telefonisch opgegeven orders. Een vaste regel dat een order een verwerkingsduur heeft van bijvoorbeeld vijf minuten, zou om die reden geen uitkomst kunnen bieden. Die conclusie trekken zou naar mijn mening onterecht zijn, nu er vóórbeurs nog geen sprake is van handel, laat staan van orderuitvoering. Vertragingen in de verwerking van orders vóórbeurs leveren geen verliezen op. Het zou dus niet moeten uitmaken met welke tijdsperiode een belegger rekening dient te houden, zolang natuurlijk de tijdsperiode een redelijke is.

Een voordeel van invoering van een regel dat een belegger vóórbeurs rekening dient te houden met een verwerkingstijd van een bepaalde lengte, zou mijns inziens duidelijkheid verschaffen aan de belegger. De belegger weet dan immers tot welk moment

nog orders kunnen worden ingelegd die bij opening van de beurs ook direct zullen worden uitgevoerd. Voor invoering van een dergelijke regel zou ik dan ook willen pleiten.

VÓÓR SLUITING VAN DE BEURS

Bij orders ingelegd net vóór sluiting van de beurs speelt een vergelijkbaar probleem. Ook hier hebben we te maken met de verwerkingsduur van een order. Er zijn twee situaties te onderscheiden: beleggingsondernemingen die een ‘cut-off’-tijdstip hanteren, en beleggingsondernemingen die dat niet doen.

Sommige (orderverwerkende) beleggingsondernemingen hebben in hun algemene voorwaarden opgenomen (en soms ook op hun website) dat beursorders op beursdagen tot een bepaald cut-offtijdstip opgegeven kunnen worden om nog op diezelfde dag verwerkt te kunnen worden. Voor beursorders die ná dat tijdstip worden ingelegd, geldt dat niet. Beleggers die

nen met het bestaan van een dergelijk cut-offtijdstip rekening te houden, in de zin dat een recht op vergoeding van eventueel daardoor geleden schade niet bestaat wanneer een belegger zijn order na het cut-offtijdstip inlegt.

Een gebruikelijk cut-offtijdstip is vijf minuten vóór sluitingstijd van de beurs, dat wil zeggen in de regel om 17.25 uur. Orders die vóór 17.25 uur ingelegd worden, worden nog diezelfde dag uitgevoerd. Orders van ná dat tijdstip worden in de regel niet meer op dezelfde dag verwerkt. Dat neemt niet weg dat het kan voorkomen dat een order die ingelegd is ná 17.25 uur toch nog dezelfde dag wordt verwerkt. Beleggers hebben daar evenwel geen recht op. In dit verband dienen zij zich te realiseren dat orders doorgaans worden behandeld als waren zij dagorders, oftewel orders die op een bepaalde beursdag geldig zijn. De dagorder die ná een cut-offtijdstip wordt ingelegd, geldt als een dagorder voor de daaropvolgende beursdag. Een belegger die een order inlegt rond sluitingstijd van de beurs, doet er dan ook verstandig aan om nabeurs te controleren of zijn dagorder diezelfde

dag is uitgevoerd. Is dat niet het geval, en voor zover uitvoering van de order de volgende dag niet meer is gewenst, dan kan de belegger de order nog royeren.

Bij aanbieders die geen cut-offtijdstip hanteren, geldt dat aan hen een redelijke verwerkingstijd wordt gegund. Deze regel is vorige maand nog eens bevestigd in de uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening van 20 januari 2011. Het gegeven dat aanbieders een redelijke verwerkingstijd wordt gegund, brengt met zich dat een belegger niet zonder meer mag verwachten dat een order die om 17.29 uur is ingelegd ook nog vóór 17.30 uur wordt verwerkt.

Wat precies onder een redelijke verwerkingstijd begrepen moet worden, staat niet vast. Voor telefonisch opgegeven orders lijkt een verwerkingsduur van ongeveer vijf minuten redelijk te zijn. Naar mijn mening ligt dit anders bij elektronisch opgegeven orders. Immers, elektronisch opgegeven orders kunnen veel sneller door het beursstelsel worden verwerkt. Een kortere gegunde verwerkingstijd zou in dat geval dan ook redelijk zijn.

TWEE UITZONDERINGEN

Hierboven is uitgegaan van orders met betrekking tot effecten waarin veelvuldig, gedurende de complete beursdag wordt gehandeld. Voor effecten waarbij er sprake is van veilinghandel, gaat het vorenstaande niet op. In die gevallen moet rekening worden gehouden met de cut-offtijdstippen voor de veilinghandel (en dus niet met het cut-offtijdstip in verband met sluiting van de beurs).

In dit verband dient ook nog te worden gewezen op effecten die aan buitenlandse beurzen worden verhandeld. Beleggers moeten rekening houden met de mogelijkheid dat er voor in het buitenland verhandelde effecten sprake kan zijn van afwijkende cut-offtijdstippen. Een voorbeeld hiervan wordt gevonden in de uitspraak van de Klachtencommissie DSI van 3 april 2006, die betrekking had op een in Luxemburg genoteerd beursfonds. Van belang is erop te wijzen dat de Klachtencommissie in die uitspraak heeft bepaald dat ook op particuliere beleggers de plicht kan rusten om bij hun bank na te gaan of speciale handelstijden in acht genomen dienen te worden. ■

VEB Nieuws Update

Beleggersnieuws Tanken



Iedere week het belangrijkste nieuws voor beleggers per-email

Meld u aan op
www.veb.net/update

SPECIAAL VOOR VEB-LEDEN

Home | Acties | Beurs | beleggingsfondsen | **Voordeel** | OverVEB | Lidmaatschap | Zoeken | Effect |

U kunt zich t.z.t. aanmelden op de website www.veb.net onder het kopje Voordeel/Cursus.

VEB Cursussen

Graag willen wij u laten zien welke mogelijkheden opties u als belegger kunnen bieden. Daarom organiseren wij samen met de optiebeurs in Amsterdam speciaal voor VEB-leden twee soorten basiscursussen over opties, namelijk Basis Opties 1 en Basis Opties 2. Wij organiseren beide cursussen op een aantal plaatsen in het land.

BASIS OPTIES 1

Deze cursus is bedoeld voor beleggers die zich een beeld willen vormen over het veelzijdige instrument optie. Wij gaan ervan uit dat de deelnemers aan deze cursus geen of weinig kennis hebben van opties, maar wel enige kennis bezitten over aandelen en de effectenbeurs.

BASIS OPTIES 2

Wie na het volgen van Basis Opties 1 meer kennis over opties wil opdoen, kan terecht bij Basis Opties 2. In de cursus komt een aantal technische zaken aan de orde (stijlen, fysieke levering en verrekening), vergelijken we indexopties met aandelenopties en behandelen we een aantal strategieën (waaronder spread, straddle, strangle en butterfly).

KENNISMAKEN MET DE BEURS

Met deze cursus bieden wij (beginnende) beleggers de mogelijkheid basiskennis op te doen over de beurs en de daar verhandelde producten. Wij organiseren deze cursus in samenwerking met de beurs in Amsterdam, waar de cursus ook zal plaatsvinden.

Ervaren docenten van de beurs maken u vertrouwd met de beginselen van de beurs en de daar verhandelde producten. De cursus kent een interactief karakter en biedt de gelegenheid vragen te stellen over de lesstof.

Meer informatie over alle cursussen vindt u op de website van de VEB, www.veb.net, onder het menu Voordeel/cursus. Daar kunt u zich ook direct kosteloos voor de door u gewenste cursus aanmelden.

Hieronder vindt u de data van cursussen:

04-03-2011	Kennismaken	Amsterdam	ochtend
11-03-2011	Kennismaken	Amsterdam	ochtend
07-04-2011	Basis Opties 1	De Bilt	avond
08-04-2011	Basis Opties 1	Amsterdam	ochtend
11-04-2011	Basis Opties 1	Voorschoten	avond
08-06-2011	Basis Opties 1	Eindhoven	avond
14-04-2011	Basis Opties 2	De Bilt	avond
15-04-2011	Basis Opties 2	Amsterdam	ochtend
18-04-2011	Basis Opties 2	Voorschoten	avond
15-06-2011	Basis Opties 2	Eindhoven	avond

De cursustijden voor Amsterdam zijn van 10.00 uur tot 12.30 uur.

De cursustijden voor alle overige locaties zijn van 19.00 uur tot 21.00 uur.

Zorg dat u voor iedere cursus 15 minuten voor aanvang aanwezig bent. ■



Kluwer Belastinggids 2011

De *Kluwer Belastinggids 2011* is een complete en actuele handleiding voor de aangifte Inkomstenbelasting 2010. Deze uitgave richt zich op de gebruiker die op duidelijke wijze geïnformeerd wil worden over de fiscus. Door zijn eenvoud en beknoptheid is het boek vooral geschikt voor de doorsneelezer. Met behoudzame stappen, via schreefloze koppen en in een rustige lay-out wordt hij wegwijs gemaakt in de veelheid aan bepalingen.

Alle informatie is naar onderwerp gerangschikt en staat overzichtelijk bij elkaar. Het taalgebruik is toegankelijk en laagdrempelig door de vele voorbeelden.

Met onder andere:

- vooruitblik op nieuw partnerbegrip
- verminderingen aftrek hypotheekrente bij verhuizing
- zuinige bijtelling voor de zuinigste auto
- de nieuwe regels bij schenken en erven
- besparen met nieuwe werkkostenregeling

VEB-leden kunnen de *Kluwer Belastinggids 2011* met korting bestellen en betalen slechts € 20,95 (i.p.v. € 25,95). Bestel de gids daarom snel online op de website van de VEB in het menu Voordeel. ■



Cursus ETF's

ETF's (exchange traded funds) of trackers zoals ze in Nederland genoemd worden, komen steeds vaker in de publiciteit. Maar hoe werken ze nu precies, welke verschillen-



de ETF's zijn er en hoe kunt u ze toepassen in uw portefeuille?

In deze cursus biedt de VEB haar leden in samenwerking met ThinkCapital en de Alex Academy meer inzicht in deze innovatieve producten. U leert wat ETF's zijn, wat de voordelen zijn en hoe ETF's zich verhouden tot andere beleggingsinstrumenten, zoals beleggingsfondsen en aandelen. Daarnaast passeren trends en innovaties in de ETF-markt de revue. Ten slotte wordt een aantal direct toepasbare beleggingsstrategieën met ETF's besproken. Zo leert u bijvoorbeeld hoe u opties en trackers kunt combineren tot een strategie met een interessant rendementspotentieel.

Na afloop van het seminar bent u bekend met de werking van ETF's, begrijpt u belangrijke vaktermen, kent u de voor- en nadelen en weet u hoe u ETF's succesvol kunt toepassen.

Locatie: Amsterdam; data: 18 maart, 26 april, 19 mei en 23 juni.

Programma:

15.00 uur	Ontvangst
15.30 uur	<i>Alles wat u moet weten over ETF's</i> Martijn Rozemuller, directeur ThinkCapital
16.45 uur	Pauze
17.00 uur	<i>Beleggingsstrategieën met ETF's</i> Jim Tehupuring, beleggingsexpert Alex Vermogensbank
17.45 uur	Afsluitende borrel

U kunt zich aanmelden op onze website, www.veb.net, (voordeel – cursus). Voor meer informatie kunt u contact opnemen met Marianne Kraan, via telefoonnummer 020-3301118 (maandag, dinsdag of donderdag). ■

Biografie Paul Fentener van Vlissingen

Paul Fentener van Vlissingen (1941–2006) leidde ruim twintig jaar SHV Holdings, het grootste familiebedrijf van Nederland. Onder zijn leiding als bestuursvoorzitter, president-commissaris en grootaandeelhouder groeide SHV uit tot een machtig miljardenconglomeraat, met activiteiten over de hele wereld en in vrijwel alle sectoren van het bedrijfsleven.

Bij het grote publiek genoot Fentener van Vlissingen vooral bekendheid als filosoferende, dichtende en relativerende miljardair, die het liefst in een simpele blokhut zonder sanitair op zijn Schotse landgoed Letterewe verbleef. Zijn profiel werd de laatste jaren van zijn leven steeds meer bepaald door de African Parks Foundation, die hij oprichtte en financierde om de wildparken van Afrika te redden en te beschermen.

Wie was deze markante captain of industry werkelijk, en wat is het geheim van zijn succes? In deze biografie gaat historicus en journalist Mathijs Smit op zoek naar de man achter het imago. Filosoof-miljardair beschrijft onder meer Fentener van Vlissingens achtergrond, zijn jonge jaren, de keuze voor het familiebedrijf in de jaren zestig, de problemen en successen bij SHV, zijn genezing van kanker begin jaren tachtig, zijn vriendschap met de Oranjes en zijn paradoxale liefde voor de natuur en de

jacht. Ook reflecteert de biografie op de fenis die Fentener van Vlissingen heeft achtergelaten.

Mathijs Smit (1969) is historicus en financieel-economisch journalist. Hij studeerde geschiedenis aan de Universiteit van Amsterdam en de University of Hull en journalistiek in Rotterdam. Hij werkte voor Trouw, NRC Handelsblad, Het Financieele Dagblad en economisch weekblad FEM Business. ■



Tegen inlevering van deze bon, kunt u het boek met **korting** kopen bij uw lokale boekwinkel.

Titel: Filosoof-miljardair
Auteur: Smit, M.
ISBN: 9789035135819
Uitgeverij: Prometheus / Bert Bakker
Prijs: € 19,95

Speciaal voor

VEB-leden: € 15,95
Korting: € 4,00
Actienummer: 901-85465
Begindatum: 26/02/2011
Einddatum: 26/05/2011



AFRIKA KANSRIJK, MAAR DUUR

Het Afrikaanse continent mag, Zuid-Afrika uitgezonderd, worden gerekend tot de zogenaamde 'frontier markets'. Dit zijn de landen die op economisch gebied nog achterlopen op opkomende landen als Brazilië, Rusland, India en China, maar wel veelbelovend zijn. Niet alleen de potentieel hoge economische groei maakt het continent aantrekkelijk, maar ook de rijke bodemschatten. Beleggers die hiervan willen profiteren moeten wel tegen een stootje kunnen, want frontier markets zijn aanmerkelijk risicovoller dan de westerse aandelenmarkten. Het politieke risico is daar een onderdeel van. De onrust in Egypte en Tunesië toont weer aan dat landen in Afrika politiek niet



altijd even stabiel zijn.

Beleggen in Afrika is een relatief onontgonnen terrein. De laatste jaren is er wel een aanzienlijk aantal nieuwe fondsen geïntro-

duceerd. Van de fondsen die al langer dan drie jaar bestaan, worden hier de vijf fondsen met de hoogste VEB Fondsenrating weergegeven. Daarbij valt op dat de fondsen vaak relatief klein zijn. Het grootste fonds, Julius Baer Multistock - Northern Africa B EUR, heeft slechts 71 miljoen euro onder beheer. Daarnaast zijn de kosten hoog. Het goedkoopste fonds is een passief fonds dat alleen in Zuid-Afrika belegt, RBS Market Access FTSE/JSE Africa Top 40 Index Fund, met een TER van 0,70 procent. Zuid-Afrika mag echter worden gerekend tot de meer volwassen landen. Voor andere fondsen betaalt een belegger al gauw een TER van 2 procent of meer. Beleggen in Afrika is dus wellicht kansrijk, maar gaat gepaard met risico's en hoge kosten. ■

RBS Market Access FTSE/JSE Africa Top 40 Index Fund

Fondsaanbieder The Royal Bank of Scotland
Fondsmanager The Royal Bank of Scotland
Oprichtingsdatum 26-07-2007
Fondsvermogen € 19,5 mln

Top 5 posities:

BHP Billiton	15,8%
Anglo American	12,6%
SabMiller	7,7%
MTN	6,5%
Sasol	5,7%

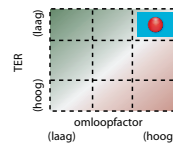
RBS Market Access FTSE/JSE Africa Top 40 Index Fund heeft als doelstelling het resultaat van de FTSE/JSE Africa Top 40 Index zo goed mogelijk te weerspiegelen.

ISIN-code: LU0270000028

TER: 0,70%

PTR: na

Kostenbox:



Rendement:

	3 maanden	1 jaar	3 jaar	5 jaar
	2,8%	34,5%	10,3%	na

Risico:

Volatiliteit: 25,6%
Maximumverlies: -12,5%

JPM Africa Equity A (acc) - €

Fondsaanbieder JPMorgan
Fondsmanager Oleg Biryulyov, S. Pandit
Oprichtingsdatum 12-09-2008
Fondsvermogen € 69,3 mln

Top 5 posities:

MTN	4,6%
Standard Bank	3,2%
Shoprite	2,8%
ABSA	2,7%
African Bank Investments	2,6%

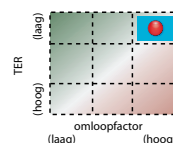
JPMorgan Funds - JPM Africa Equity heeft als doel vermogensgroei op lange termijn te behalen door primair te beleggen in een portefeuille van Afrikaanse ondernemingen.

ISIN-code: LU0355584979

TER: 1,90%

PTR: na

Kostenbox:



Rendement:

	3 maanden	1 jaar	3 jaar	5 jaar
	0,1%	26,9%	0,4%	na

Risico:

Volatiliteit: 20,1%
Maximumverlies: -14,6%

Julius Baer Multistock - Northern Africa B €

Fondsaanbieder Swiss & Global Asset Management
 Fondsmanager A. Blachut, B. Tommaso
 Oprichtingsdatum 27-09-2007
 Fondsvermogen € 71,8 mln

Top 5 posities:

Orascom Construction Industrie	9,7%
African Minerals	3,2%
El Ezz Steel Rebars	2,9%
First Quantum Minerals	2,9%
Attijariwafa Bank	2,7%

Julius Baer Multistock - Northern Africa heeft als doelstelling vermogensgroei op lange termijn te behalen door te beleggen in een geselecteerd aantal Noord-Afrikaanse ondernemingen. Het fonds wil participeren in de hoge economische groei van Noord-Afrika. Het fonds maakt gebruik van de bottom-upselectie, gecombineerd met een top-downanalyse van landen en sectoren.

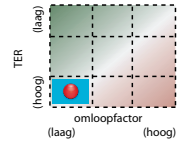


ISIN-code: LU0303756539

TER: 2,55%

PTR: nihil

Kostenbox:



Rendement:

3 maanden	1 jaar	3 jaar	5 jaar
-0,2%	17,2%	1,2%	na

Risico:

Volatiliteit: 13,9%
 Maximumverlies: -12,1%

JPM Emerging Middle East Equity A (acc) - €

Fondsaanbieder JPMorgan
 Fondsmanager Sonal Pandit, O. Biryulyov
 Oprichtingsdatum 12-10-2008
 Fondsvermogen € 7,4 mln

Top 5 posities:

Turkiye Garanti Bankasi	8,4%
Mobile Telecommunications	6,2%
National Bank of Kuwait	6,0%
Commercial International Bank	4,5%
Qatar National Bank	4,0%

JPMorgan Funds - JPM Emerging Middle East Equity heeft als doel vermogensgroei op lange termijn te behalen door primair te beleggen in ondernemingen uit groeimarkten in het Midden-Oosten.

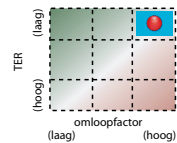


ISIN-code: LU0401356422

TER: 1,95%

PTR: na

Kostenbox:



Rendement:

3 maanden	1 jaar	3 jaar	5 jaar
-0,9%	19,4%	-2,7%	na

Risico:

Volatiliteit: 16,1%
 Maximumverlies: -15,2%

Schroder ISF Middle East € A Acc

Fondsaanbieder Schroder
 Fondsmanager Allan Conway
 Oprichtingsdatum 09-03-2007
 Fondsvermogen € 19,0 mln

Top 5 posities:

Turkiye Garanti Bankasi	5,1%
National Bank of Kuwait	4,4%
Commercial Bank Qatar	4,3%
Turkiye Is Bankasi	3,9%
Mobile Telecommunications	3,9%

Schroder ISF Middle East heeft als doel kapitaalgroei, hoofdzakelijk via beleggingen in aandelen van bedrijven in het Midden-Oosten, inclusief bedrijven in de opkomende markten rond de Middellandse Zee. De portefeuille kan een beperkte blootstelling aan de markten van Noord-Afrika opnemen.

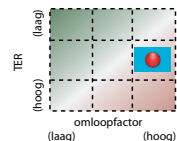


ISIN-code: LU0316459139

TER: 2,24%

PTR: na

Kostenbox:



Rendement:

3 maanden	1 jaar	3 jaar	5 jaar
-4,4%	21,5%	-6,7%	na

Risico:

Volatiliteit: 16,9%
 Maximumverlies: -13,9%

Uitleg begrippen

Rendement: de procentuele opbrengst bestaande uit koersresultaat en dividend over genoemde periodes.

Total Expense Ratio (TER): de Total Expense Ratio becijfert alle kosten die in een jaar in mindering zijn gebracht op het vermogen van het beleggingsfonds, exclusief transactie- en interestkosten, als een percentage van het gemiddelde vermogen.

Portfolio Turnover Ratio (PTR): de Portfolio Turnover Ratio of omloopfactor geeft de waarde van alle effectentransacties, gecorrigeerd voor in- en uitstroom van gelden, in een jaar als percentage van het gewogen gemiddelde vermogen. Op deze wijze kan een indruk worden verkregen van de mate waarin er actief beheer plaatsvindt en is het een indicator van de transactiekosten.

Standaarddeviatie: de volatiliteit (of standaarddeviatie) geeft aan of een beleggingsfonds grote koersuitslagen maakt. Hoe hoger de volatiliteit, des te risicovoller het beleggingsfonds.

Maximaal verlies: het maximale verlies is een andere indicator voor het risico van een beleggingsfonds. Het maximale verlies meet het verschil tussen de hoogste en de laagste koers van het beleggingsfonds in een periode. Hoe groter het maximale verlies, des te risicovoller het beleggingsfonds.

Een uitgebreide rating over deze fondsen is te vinden op www.veb.net/fondsenrating.



BOSKALIS: POSITIEVE VERWACHTINGEN INGEPRIJSD

16 februari 2011, slotkoers 15-2: € 38,01

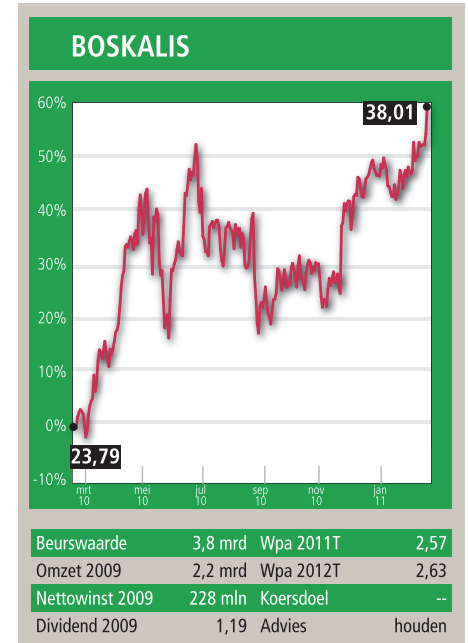
Boskalis houdt voor de komende jaren rekening met een lager volume in de wereldbaggermarkt. Om het bedrijf hierop voor te bereiden, is Boskalis bezig om zijn hele vloot van circa driehonderd schepen te rationaliseren. Gegeven de vooruitzichten voor de baggermarkt ligt het voor de hand dat Boskalis eventueel expansie zoekt in andere, aanvullende activiteiten, zoals maritieme infrastructuur en haventerminals. Deze activitei-

ten maakten voor de fusie met Smit 12 procent van de totale omzet uit, terwijl de rest kwam uit baggeren en grondverzet. Door de overname van Smit Internationale is de portefeuille van Boskalis meer ge diversifieerd.

Boskalis zag in de eerste maanden van 2010 nog steeds terughoudendheid bij de klanten, waardoor het marktvolume daalde en verdere druk op de marges ontstond. Echter, bij de publicatie van de halfjaarresultaten gaf het management aan positief te zijn gestemd over 2010 en verwachtte toen een aanhoudend sterke prestatie met een nettowinststijging van 10 à 15 procent, een gezonde operationele marge en een goede bezetting van de schepen. Bij de trading update over het derde kwartaal werd deze verwachting naar boven bijgesteld. Boskalis verwacht nu een nettowinst van minimaal 290 miljoen euro over 2010.

Wij denken echter dat deze positieve verwachtingen al merendeels in de koers zijn verdisconteerd. Wij verlagen onze aanbeveling van Kopen naar Houden. Wij blijven echter positief over de verwachte structurele

groei van de baggermarkt op middellange termijn. ■



ABN AMRO
ADVISERINGSMETHODIEK
DE VERWACHTING VOOR DE KOMENDE ZES TOT
TWAALF MAANDEN:

↑ KOPEN
OPWAARTS POTENTIEEL VAN MINIMAAL 10%
HOUDEN: MIN OF MEER ZIJWAARTS (+/- 10%)

■ AANBEVOLEN
OPWAARTS POTENTIEEL VAN MINIMAAL 15%

↓ VERKOPEN
EEN KOERSDALING VAN MINIMAAL 10%



AIR FRANCE-KLM: AANTREKKELIJK KOERSPOTENTIEEL

17 februari 2011, slotkoers 16-2: € 12,40

Het resultaat over het derde kwartaal van boekjaar 2010/11 werd sterk negatief beïnvloed door eenmalige kosten, maar de stijgende brandstofkosten zijn de belangrijkste reden dat de winstverwachting voor het hele boekjaar neerwaarts werd bijgesteld naar een bedrijfsresultaat van minder dan 300 miljoen euro.

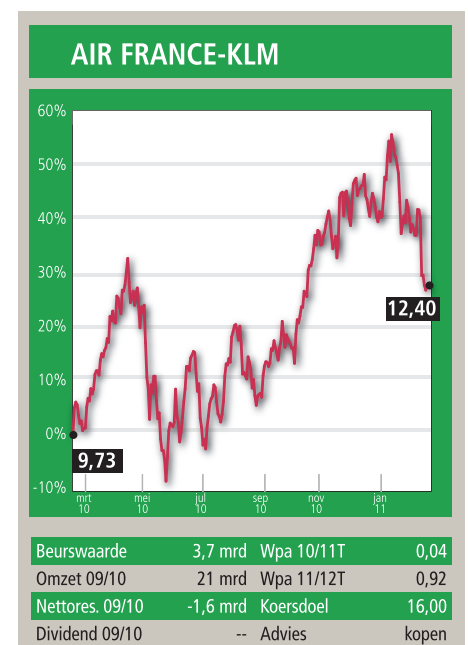
De groei van het passagiersvervoer blijft gezond (+4,8% in januari) en het concern is

positief over de boekingen voor het belangrijke zomerseizoen. Door de toenemende macht van allianties zwakt het oude probleem van overcapaciteit af, waardoor de bezetting structureel verbetert.

Wij verwachten dat de brandstofprijzen volgend jaar dalen, waardoor het negatieve effect in de loop van volgend boekjaar afzwakt. Het huidige boekjaar wordt vertekend door extreem veel onverwachte tegenslag. Dat maskeert het onderliggende herstel.

Wij hebben de taxaties verlaagd, maar onderliggend is er nog altijd veel ruimte voor verder winstherstel. Het advies blijft Kopen. De huidige onrust in het Midden-Oosten en de daarmee samenhangende hoge olieprijs drukken zwaar op het sentiment voor Air France-KLM, gezien de grote invloed van de brandstofkosten. Wij gaan uit van een olieprijs tussen de 80 en 100 dollar over twaalf maanden. Wij hebben het koersdoel verlaagd naar 8 keer de winst in 2012/13. Dat is ongeveer het minimum van de bandbreedte van de koers-winstverhouding in de afgelopen jaren. Daarmee heeft Air France nog een aan-

trekkelijk koerspotentieel. Dat past bij een belegging met een relatief hoog risico. ■



THEODOOR GILISSEN
ADVISERINGSMETHODIEK
HET AANDEEL HEEFT EEN OPWAARTS KOERSPOTENTIEEL:

↑ KOPEN
VAN 15% OF MEER VANAF HET MOMENT DAT HET
KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

■ HOUDEN
TUSSEN 5% EN 15% VANAF HET MOMENT DAT HET
KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

↓ VERKOPEN
VAN 5% OF MINDER VANAF HET MOMENT DAT HET
KOERSDOEL WORDT AFGEGEVEN.

SENTIMENT BLIJFT GOED

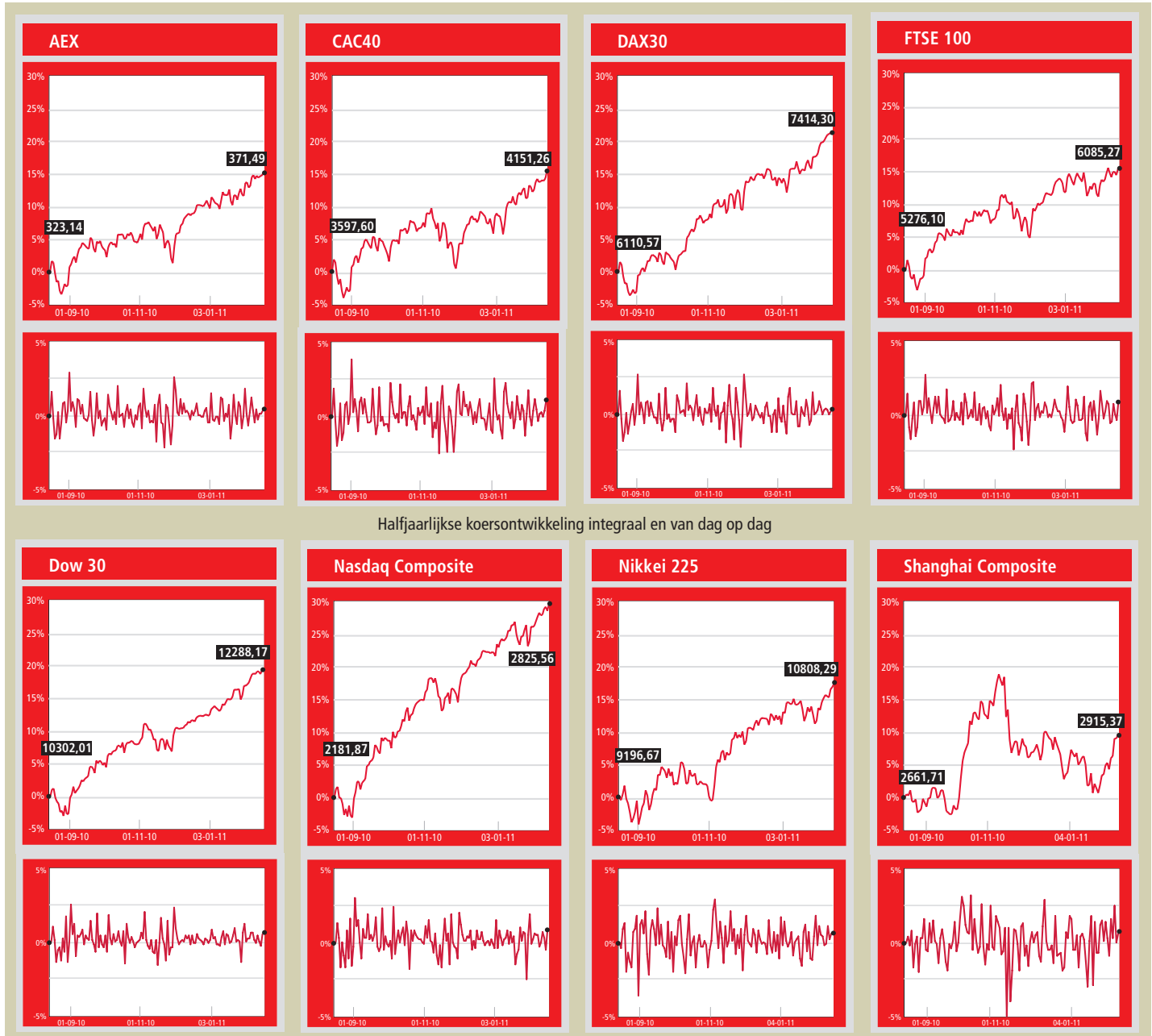
De stijgende trend blijft intact, beleggers zoeken ook weer meer risico op. De fraaie bedrijfsresultaten betekenen ook dat ondernemingen hun kassen de afgelopen jaren hebben gespekt. Overname-speculaties komen mede daardoor weer op gang, ook goed voor de koersen.

In dit klimaat valt het niet zo op dat er ook tegenvallende economische data waren, zoals de industriële productie in de Verenigde Staten. Als beleggers de zon in het water zien schijnen, is er ook even geen aandacht voor zoets als de schuldenproblematiek van een aantal Europese landen.

De beurzen van Sjanghai en Tokio presteren bovengemiddeld. Dat maakt eens te meer duidelijk dat beleggers veel geld naar het Verre Oosten brengen en niet bang zijn voor inflatie of renteverhogingen die de groei kunnen frustreren.

Ook de DAX-index deed het prima, een reflectie van de fraaie economische berichten uit Duitsland. De AEX-index blijft wat achter, maar staat wel op het hoogste niveau sinds tweeënhalf jaar, zij het lager dan voor de val van Lehman Brothers, hét symbool van de kredietcrisis. ■

16/02/11	AEX	AMX	AScX
slotkoers	371,49	653,94	511,37
mutatie 2 wkn	1,1%	2,1%	-0,5%
mutatie 12 mdn	16,5%	27,6%	11,3%
hoogste koers 12 mdn	372,39	657,35	518,45
datum hoogste koers	16/02/11	19/01/11	09/02/11
laagste koers 12 mdn	301,48	482,93	435,80
datum laagste koers	25/05/10	25/05/10	25/05/10
dividendrendement	3,1%	2,3%	3,7%
taxatie wpa 10	37,66	48,41	--
taxatie wpa 11	42,34	52,65	--
k/w 10	9,9	13,5	--
k/w 11	8,8	12,4	--



STIJGERS →

← DALERS

**+13,5%****-7,6%**

AEX/AMX

↑		02-02-11	16-02-11	MUTATIE
1	AMG	11,64	13,21	13,5%
	ING heeft het koersdoel voor AMG verhoogd van 11 euro naar 13,50 euro. Het aandeel had dit jaar al een slordige 25 procent koerswinst behaald, maar volgens de ING-analist zit er nog meer in het vat door de stijgende metaalprijsen. Concreet nieuws over AMG was er niet.			
2	ASMI	27,95	30,66	9,7%
	De investeringen in de chipindustrie zullen dit jaar tot een recordniveau oplopen, verwacht de Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs, dat ASMI overigens op 'sell' plaatst, met verhoging van het koersdoel naar 30 euro. KBC ziet in ASMI wel een koop en beleggers dus ook.			
3	Boskalis	35,60	37,97	6,7%
	Baggeraar Van Oord ziet de markt aantrekken en gaat daarom honderden miljoenen euro's steken in de uitbreiding van zijn vloot. "Sinds medio 2010 zit de markt in de lift." Dat is natuurlijk ook mooi voor concurrent Boskalis. Een kwestie van 1 + 1 = 2, moeten beleggers hebben gedacht.			
4	Aperam	29,10	30,89	6,2%
	In januari stootte ArcelorMittal zijn roestvrijstaaldivisie af en Aperam kwam ook meteen in de AEX-index. Daar doet het bedrijf het goed, gesteund door koopadviezen. Wel is de volatiliteit groot, de koers steeg van 29,70 naar 31,50, daalde toen naar 28,20 en steeg weer naar 30,89 euro.			
5	Arcadis	17,09	18,08	5,8%
	Arcadis heeft recentelijk een aantal opdrachten binnengehaald en dat is altijd leuk voor de koersvorming. En kennelijk vinden beleggers Arcadis nog steeds niet (te) duur, dat wil zeggen: ze zijn bereid te betalen voor kwaliteit, om met topman Harry Noy van Arcadis te spreken.			

LOKAAL

↑		02-02-11	16-02-11	MUTATIE
1	Simac Techniek	2,80	3,21	14,6%
2	Hitt	5,75	6,49	12,9%
3	Batenburg	22,50	24,50	8,9%
4	LBI International	1,80	1,89	5,5%
5	Docdata	9,45	9,90	4,8%

AEX/AMX

↓		02-02-11	16-02-11	MUTATIE
1	Air France-KLM	13,42	12,40	-7,6%
	Air France-KLM ging meteen in de dump na de winstwaarschuwing en noteerde 7,2 procent lager. Het concern had al een paar tegenvallers gemeld, maar deze viel beleggers rauw op hun dak. De hoge olieprijs speelt het bedrijf parten en het slechte weer in Europa in december 2010.			
2	Ordina	3,85	3,67	-4,7%
	Ordina was flink in koers gestegen de laatste tijd. Maar zo goed gaat het daar nou ook weer niet. Zo grijpt Ordina naast de it-opdracht van ING's hypothekendivisie. Dat is volgens analisten een gevoelig verlies voor het bedrijf. Wel wordt Ordina regelmatig genoemd als overnamekandidaat.			
3	Royal Dutch Shell	26,60	25,49	-4,2%
	De cijfers van Royal Dutch Shell over het vierde kwartaal van 2010 vielen analisten en beleggers tegen. Het aandeel opende direct 3,2 procent lager. Toch vinden veel analisten het aandeel nog steeds koopwaardig. Een stukje van het verlies komt voor rekening van het uit te keren dividend.			
4	BinckBank	12,95	12,48	-3,6%
	De resultaten van BinckBank over het jaar 2010 waren voor analisten iets teleurstellend. Het aandeel opende direct 2,7 procent lager. De groei van het aantal rekeningen in Frankrijk is matig, aldus een analist van ABN Amro. Wel worden klanten van BinckBank actiever, ze handelen meer.			
5	SNS Reaal	3,71	3,60	-3,0%
	Analisten verwachtten dat SNS Reaal afgelopen donderdag nieuwe afboekingen moest doen bij vastgoedfinancier SNS Property Finance. Dat zou een verlies betekenen over het tweede halfjaar. De vastgoedpoot is al jaren een zorgenkind bij de bank-verzekeraar.			

LOKAAL

↓		02-02-11	16-02-11	MUTATIE
1	Bever	3,15	2,50	-20,6%
2	Spyker Cars	6,12	5,57	-9,0%
3	Oranjewoud	5,49	5,15	-6,2%
4	VastNed Offices	12,82	12,10	-5,6%
5	Alanheri	5,28	5,01	-5,1%

AEX 16-02-11

NAAM BEDRIJF	slotkoers	mut. 2 wkn	hoog 12 mnd	laag 12 mnd	d.o. 2 wkn**	div.09/10	div.11*	div.12*	wpa09/10	wpa11*	wpa12*	pay-out09/10	PEG-ratio	AANBEVELINGEN				
SECTOR	beursw.**	mut. 12 mnd	datum hoog	datum laag	d.o. 6 mnd**	div. r.09/10	div. r.11	div. r.12	k/w09/10	k/w11	k/w12	koersdoel	Volatiliteit	BUY	ADD	HOLD	REDUCE	SELL
TOPMAN																		
Aegon	€ 5,61	0,5%	€ 5,69	€ 3,96	10.799	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,10	-€ 0,16	€ 0,79	€ 0,66	0,0%	0,2	3	15	16	1	1
Financiële instelling A.R. Wynaendts	€ 9,6	26,5%	28-01-11	31-08-10	11.846	0,0%	0,0%	1,8%	--	7,1	8,5	€ 6,09	32,9%	Gem. aanbev. 2,50 Mutatie --				
Ahold	€ 9,78	-1,0%	€ 10,82	€ 8,75	4.489	€ 0,23	€ 0,28	€ 0,33	€ 0,78	€ 0,83	€ 0,93	29,5%	1,2	12	8	13	1	0
Detailhandel J. Rishon	€ 11,7	11,7%	10-06-10	25-02-10	4.621	2,4%	2,9%	3,4%	12,5	11,8	10,5	€ 11,25	16,5%	Gem. aanbev. 2,09 Mutatie -0,03				
Air France-KLM	€ 12,40	-7,6%	€ 15,30	€ 8,61	4.050	€ 0,00	€ 0,02	€ 0,18	-€ 5,30	-€ 0,26	€ 1,08	0,0%	--	8	11	6	1	0
Luchtvaart P.-H. Gourgeon	€ 3,7	23,6%	12-01-11	25-05-10	2.129	0,0%	0,1%	1,4%	--	--	11,5	€ 16,54	35,9%	Gem. aanbev. 2,00 Mutatie -0,12				
AkzoNobel	€ 48,54	5,3%	€ 49,54	€ 36,51	1.445	€ 1,35	€ 1,43	€ 1,54	€ 1,23	€ 3,34	€ 3,74	109,8%	0,8	11	8	6	4	1
Chemie G.J. Wijers	€ 11,4	20,7%	10-02-11	26-02-10	1.105	2,8%	2,9%	3,2%	39,5	14,5	13,0	€ 51,87	24,6%	Gem. aanbev. 2,20 Mutatie -0,04				
Aperam	€ 30,89	6,1%	€ 32,20	€ 27,50	1.566	€ 0,00	€ 0,75	€ 0,76	€ 1,22	€ 2,24	€ 4,03	0,0%	--	1	3	2	1	0
Staal B. Fontana	€ 2,4	0,0%	27-01-11	26-01-11	--	0,0%	2,4%	2,5%	25,2	13,8	7,7	€ 38,14	--	Gem. aanbev. 2,43 Mutatie --				
Arcelor Mittal	€ 27,81	4,1%	€ 33,68	€ 20,26	8.093	€ 0,58	€ 0,87	€ 1,05	€ 1,50	€ 2,86	€ 4,05	38,5%	0,5	6	11	10	2	1
Basisindustrie L.N. Mittal	€ 43,0	9,0%	07-04-10	05-07-10	8.194	2,1%	3,1%	3,8%	18,6	9,7	6,9	€ 29,71	35,7%	Gem. aanbev. 2,37 Mutatie -0,20				
ASML	€ 32,81	3,4%	€ 32,93	€ 19,34	2.340	€ 0,40	€ 0,40	€ 0,39	€ 2,35	€ 3,17	€ 2,67	17,0%	1,4	8	7	11	0	2
IT hardware E. Meurice	€ 14,3	43,2%	16-02-11	01-09-10	2.816	1,2%	1,2%	1,2%	14,0	10,4	12,3	€ 32,75	32,3%	Gem. aanbev. 2,32 Mutatie 0,05				
Bam	€ 4,81	0,5%	€ 5,13	€ 3,54	1.250	€ 0,10	€ 0,05	€ 0,21	€ 0,23	€ 0,54	€ 0,59	43,5%	1,8	3	1	4	3	1
Bouw N.J. de Vries	€ 1,1	-6,0%	06-10-10	20-07-10	1.701	2,1%	1,1%	4,3%	20,9	8,9	8,2	€ 5,83	41,1%	Gem. aanbev. 2,83 Mutatie --				
Boskalis Westm.	€ 37,97	6,6%	€ 38,40	€ 23,16	337	€ 1,19	€ 1,26	€ 1,21	€ 2,58	€ 2,90	€ 2,61	46,1%	4,4	2	3	7	1	0
Bouw P.A.M. Berdowski	€ 3,8	65,9%	15-02-11	26-02-10	404	3,1%	3,3%	3,2%	14,7	13,1	14,5	€ 36,13	34,2%	Gem. aanbev. 2,54 Mutatie --				
Corio	€ 48,98	2,4%	€ 54,25	€ 36,44	282	€ 2,65	€ 2,64	€ 2,72	-€ 1,83	€ 2,85	€ 3,04	-144,8%	7,5	2	4	10	4	1
Onroerend goed G.H.W. Groener	€ 4,4	20,6%	26-10-10	26-05-10	270	5,4%	5,4%	5,5%	--	17,2	16,1	€ 51,99	23,2%	Gem. aanbev. 2,90 Mutatie -0,05				
DSM	€ 43,81	-0,8%	€ 45,14	€ 29,98	657	€ 1,20	€ 1,28	€ 1,37	€ 2,06	€ 3,17	€ 3,39	58,3%	1,4	9	7	8	1	-0,05
Chemie F. Sijbesma	€ 7,9	39,5%	13-01-11	20-05-10	838	2,7%	2,9%	3,1%	21,3	13,8	12,9	€ 47,80	23,3%	Gem. aanbev. 2,04 Mutatie -0,04				
Fugro	€ 62,00	1,7%	€ 62,79	€ 36,87	292	€ 1,50	€ 1,49	€ 1,55	€ 3,42	€ 3,37	€ 3,89	43,9%	1,5	5	4	5	1	0
Olie K.S. Wester	€ 5,0	50,5%	15-02-11	01-07-10	315	2,4%	2,4%	2,5%	18,1	18,4	15,9	€ 65,86	28,9%	Gem. aanbev. 2,13 Mutatie --				
Heineken	€ 38,04	2,1%	€ 39,00	€ 32,81	1.130	€ 0,76	€ 0,85	€ 0,95	€ 2,54	€ 2,81	€ 3,18	29,9%	--	11	4	11	3	4
Voedingsproducent J.F. van Boxmeer	€ 22,3	9,7%	16-02-11	25-05-10	989	2,0%	2,2%	2,5%	15,0	13,5	12,0	€ 44,78	18,9%	Gem. aanbev. 2,55 Mutatie 0,03				
ING	€ 9,00	4,5%	€ 9,20	€ 5,34	26.354	€ 0,00	€ 0,10	€ 0,26	€ 0,85	€ 1,38	€ 1,52	0,0%	--	8	15	10	0	1
Fin. instellingen J.H.M. Hommen	€ 34,1	39,1%	08-02-11	07-05-10	22.747	0,0%	1,1%	2,9%	10,6	6,5	5,9	€ 9,49	45,3%	Gem. Aanbev. 2,15 Mutatie 0,03				
KPN	€ 11,74	-0,1%	€ 12,30	€ 9,83	6.797	€ 0,80	€ 0,86	€ 0,90	€ 1,15	€ 1,23	€ 1,31	69,6%	2,2	12	12	10	2	2
Telecom A.J. Scheepbouwer	€ 18,5	4,2%	08-03-10	20-05-10	5.962	6,8%	7,3%	7,7%	10,2	9,5	9,0	€ 13,20	15,5%	Gem. aanbev. 2,21 Mutatie --				
Philips	€ 23,54	4,7%	€ 27,01	€ 20,58	4.240	€ 0,75	€ 0,81	€ 0,90	€ 1,54	€ 1,93	€ 2,14	48,7%	0,6	14	15	10	0	0
Electronica G.J. Kleisterlee	€ 23,2	11,4%	26-04-10	30-11-10	4.932	3,2%	3,4%	3,8%	15,3	12,2	11,0	€ 28,92	32,1%	Gem. aanbev. 1,90 Mutatie 0,02				
Randstad	€ 41,96	2,5%	€ 43,10	€ 27,50	876	€ 0,00	€ 1,17	€ 1,27	€ 0,36	€ 1,96	€ 2,61	0,0%	0,8	12	5	5	3	1
Uitzend&detachering B. Noteboom	€ 7,1	29,8%	14-02-11	25-08-10	647	0,0%	2,8%	3,0%	116,6	21,4	16,1	€ 45,47	32,3%	Gem. aanbev. 2,08 Mutatie -0,18				
Reed Elsevier	€ 10,00	3,0%	€ 10,33	€ 8,10	2.480	€ 0,40	€ 0,41	€ 0,43	€ 0,32	€ 0,78	€ 0,83	125,0%	2,1	3	12	9	1	0
Media E. Engstrom	€ 7,3	24,1%	14-02-11	21-05-10	2.229	4,0%	4,1%	4,3%	31,3	12,9	12,0	€ 10,84	19,2%	Gem. aanbev. 2,32 Mutatie -0,06				
Royal Dutch Shell A	€ 25,49	-4,2%	€ 26,74	€ 19,73	7.813	€ 1,26	€ 1,71	€ 1,78	€ 2,43	€ 3,85	€ 4,39	52,0%	0,5	8	4	1	0	0
Olie P. Voser	€ 158,7	34,2%	02-02-11	01-07-10	5.984	5,0%	6,7%	7,0%	10,5	6,6	5,8	€ 29,08	18,6%	Gem. aanbev. 1,46 Mutatie --				
SBM Offshore	€ 18,22	0,1%	€ 18,88	€ 11,41	1.157	€ 0,47	€ 0,67	€ 0,81	€ 1,03	€ 1,34	€ 1,68	45,6%	1,7	7	9	5	0	1
Olie T. Mace	€ 3,1	40,8%	08-02-11	01-07-10	885	2,6%	3,7%	4,4%	17,7	13,6	10,9	€ 19,92	28,6%	Gem. aanbev. 2,05 Mutatie -0,13				
TNT	€ 20,74	5,6%	€ 23,79	€ 17,57	1.370	€ 0,53	€ 0,56	€ 0,64	€ 0,76	€ 1,37	€ 1,53	69,7%	1,7	7	7	10	1	1
Logistiek M.P. Bakker	€ 7,8	10,3%	22-04-10	03-11-10	1.539	2,6%	2,7%	3,1%	27,3	15,1	13,5	€ 22,07	27,4%	Gem. aanbev. 2,31 Mutatie 0,03				
TomTom	€ 7,35	2,3%	€ 8,03	€ 4,03	2.557	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,47	€ 0,65	€ 0,73	0,0%	1,2	8	7	6	1	2
IT hardware H. Goddijn	€ 1,6	43,3%	03-01-11	31-08-10	1.989	0,0%	0,0%	0,0%	15,6	11,3	10,1	€ 8,53	41,9%	Gem. aanbev. 2,25 Mutatie --				
Unibail-Rodamco	€ 145,30	4,0%	€ 167,00	€ 119,85	327	€ 8,00	€ 8,01	€ 8,20	-€ 16,10	€ 8,86	€ 9,28	-49,7%	2,9	0	5	13	5	1
Onroerend goed G. Poitral	€ 13,3	1,1%	21-09-10	25-05-10	339	5,5%	5,5%	5,6%	--	16,4	15,7	€ 149,35	24,6%	Gem. aanbev. 3,08 Mutatie --				
Unilever	€ 21,74	-1,6%	€ 24,11	€ 20,68	8.964	€ 0,83	€ 0,87	€ 0,93	€ 1,46	€ 1,62	€ 1,76	57,0%	1,3	8	9	19	6	4
Voedingsproducent P. Polman	€ 65,9	5,0%	26-07-10	24-08-10	5.833	3,8%	4,0%	4,3%	14,9	13,5	12,4	€ 24,93	20,2%	Gem. Aanbev. 2,76 Mutatie 0,03				
Wereldhave	€ 72,10	0,9%	€ 75,30	€ 55,80	103	€ 4,65	€ 4,70	€ 4,82	-€ 5,07	€ 5,25	€ 5,46	-91,7%	5,3	3	3	9	1	0
Onroerend goed J. Pars	€ 1,5	17,6%	25-10-10	25-05-10	103	6,4%	6,5%	6,7%	--	13,7	13,2	€ 76,16	19,0%	Gem. aanbev. 2,50 Mutatie 0,03				
Wolters Kluwer	€ 17,78	4,8%	€ 17,93	€ 14,20	679	€ 0,66	€ 0,68	€ 0,72	€ 0,37	€ 1,47	€ 1,58	178,4%	1,8	5	7	10	3	2
Media N. McKinstry	€ 5,3	22,4%	16-02-11	07-05-10	813	3,7%	3,8%	4,0%	48,1	12,1	11,3	€ 18,07	20,0%	Gem. aanbev. 2,63 Mutatie 0,04				

*beurswaarde: x 1 miljard; dagomzet: x 1000 **consensustaxaties. Bron: Bloomberg, Thomson Financial I/B/E/S. Zie voor legenda de volgende pagina

ASCX

NAAM BEDRIJF	slotkoers		mutatie		hoog		laag		div.	d.o
	16-02-11	2 wkn	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	12 mnd	
Accell	38,99	3,6	20,5	39,49	19-01-11	31,27	25-05-10	4,1%	19.628	
Antonov	0,15	0,0	-72,7	0,63	17-02-10	0,14	26-01-11	0,0%	482.995	
Arseus	11,81	4,1	37,9	11,84	16-02-11	7,92	05-05-10	3,7%	33.131	
Ballast Nedam	13,97	2,3	-3,9	14,90	17-02-10	10,13	18-08-10	2,2%	8.294	
Besi	5,35	2,9	77,3	5,50	04-02-11	2,92	25-02-10	0,0%	108.134	
Beter Bed	20,80	-1,0	13,6	21,95	09-04-10	15,80	06-07-10	5,0%	36.645	
Dockwise	20,15	-2,0	-7,3	22,08	26-04-10	16,48	04-03-10	0,0%	42.755	
Exact	21,00	-1,0	18,6	21,99	03-12-10	17,06	20-09-10	7,0%	19.889	
Fornix	2,52	2,0	12,3	10,34	23-04-10	1,85	21-09-10	105,6%	44.090	
Gamma	28,91	-0,5	163,1	29,50	03-12-10	10,20	25-02-10	0,0%	15.353	
Grontmij	16,10	-2,3	6,1	17,68	30-04-10	13,01	08-09-10	6,2%	39.174	
Homburg	3,28	-0,3	-30,6	5,61	07-04-10	2,75	23-12-10	0,0%	24.358	
Kardan	4,14	-2,0	-7,5	4,86	20-01-11	3,12	02-07-10	0,0%	54.849	
Kas Bank	12,06	3,7	-7,0	14,25	03-03-10	10,60	25-05-10	6,1%	8.325	
Macintosh	19,30	1,1	34,8	19,80	08-02-11	13,75	17-09-10	2,8%	16.478	
Nieuwe Steen	15,29	3,0	12,4	16,24	12-04-10	13,25	04-06-10	8,8%	56.423	
Pharming	0,20	1,0	-57,6	0,46	17-02-10	0,14	25-08-10	0,0%	5.693.002	
Prologis	5,00	-1,0	13,2	5,40	30-03-10	3,80	20-05-10	0,0%	172.997	
Qurius	0,32	4,3	-1,6	0,36	12-04-10	0,22	26-08-10	0,0%	416.316	
Sligro Food	24,50	-0,2	9,6	26,10	19-01-11	21,32	11-08-10	2,9%	31.582	
Spyker Cars	5,57	-9,0	52,4	7,65	12-01-11	2,01	07-05-10	0,0%	99.903	
Telegraaf	14,23	-3,8	9,0	16,45	06-01-11	12,20	21-09-10	2,5%	17.303	
TKH	17,62	-2,1	47,6	19,85	03-01-11	12,59	17-02-10	2,8%	31.058	
Vastned Offices	12,10	-5,6	-0,7	14,45	12-04-10	9,51	25-05-10	13,1%	47.152	

LOKAAL

NAAM BEDRIJF	slotkoers		mutatie		hoog		laag		div.	d.o
	16-02-11	2 wkn	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	12 mnd	
ICT	5,35	-3,3	25,1	5,95	04-01-11	3,80	10-05-10	0,0%	10.904	
Kendrion	15,88	4,5	64,5	16,00	14-02-11	8,82	25-05-10	0,0%	11.656	
LBI International	1,89	5,5	42,4	1,94	11-02-11	1,25	01-03-10	0,0%	141.309	
Man. Share	0,44	15,8	76,0	0,60	07-04-10	0,25	23-02-10	0,0%	9.214	
MDxHealth	2,26	-6,6	-35,1	3,69	08-03-10	1,43	06-01-11	0,0%	41.856	
Nedap	23,02	-2,5	35,0	25,70	07-01-11	16,69	09-03-10	4,3%	3.006	
Nedsense	0,50	0,0	-7,7	0,65	21-04-10	0,35	01-06-10	0,0%	11.240	
Neways	8,84	2,7	27,2	9,30	23-12-10	5,91	06-05-10	0,0%	6.430	
Océ	8,20	2,2	-5,1	8,66	17-02-10	5,50	06-08-10	0,0%	34.783	
OctoPlus	1,40	-4,8	-0,1	1,55	27-01-11	0,85	26-08-10	0,0%	32.477	
Oranjewoud	5,15	-6,2	16,3	5,95	18-01-11	3,81	01-06-10	0,0%	3.063	
Porceleyne Fles	9,07	-4,5	-16,6	11,25	12-03-10	7,51	13-07-10	0,0%	269	
Punch Graphix	3,08	1,3	30,4	4,54	26-03-10	1,85	25-05-10	0,0%	45.580	
Reesink	74,24	1,7	20,7	84,50	04-01-11	57,00	26-07-10	5,4%	522	
RoodMicroTec	0,18	4,6	5,1	0,19	12-05-10	0,15	29-04-10	0,0%	111.323	
Roto Smeets	13,40	0,2	31,4	15,40	07-04-10	8,95	16-03-10	0,0%	2.567	
Simac Techniek	3,21	14,6	76,3	3,25	16-02-11	1,71	08-06-10	1,2%	8.467	
Sopheon	0,11	0,0	0,0	0,12	27-01-11	0,08	07-05-10	0,0%	160.629	
Stern	23,00	1,8	28,5	25,50	10-02-11	16,57	31-08-10	0,0%	838	
Thunderbird Res.	2,78	1,5	86,6	3,80	22-11-10	1,20	19-05-10	0,0%	49.438	
Tie	0,12	3,5	-40,0	0,22	17-02-10	0,09	26-08-10	0,0%	130.294	
TMC	10,90	6,9	59,4	10,90	15-02-11	5,70	28-05-10	0,0%	2.434	
Value8	30,51	-4,6	-7,6	35,00	19-02-10	20,90	10-11-10	0,0%	1.405	
Van Lanschot	30,50	2,1	-9,0	35,45	15-04-10	29,08	19-03-10	0,0%	4.490	
Vivenda	0,30	-6,8	-43,8	0,55	18-02-10	0,20	18-08-10	0,0%	24.528	

LOKAAL

NAAM BEDRIJF	slotkoers		mutatie		hoog		laag		div.	d.o
	16-02-11	2 wkn	12 mnd	12mnd	datum	12mnd	datum	rend.	12 mnd	
Accsys	0,21	-43,2	-59,6	0,54	16-02-10	0,19	10-02-11	0,0%	81.538	
Acomo	10,73	3,3	95,7	11,55	04-01-11	5,47	25-02-10	3,7%	33.277	
Ajax	6,80	2,7	4,6	7,40	26-08-10	6,25	26-05-10	0,0%	731	
Ageas	2,46	11,8	-3,2	2,85	08-03-10	1,68	30-11-10	3,3%	9.578.034	
Alanheri	5,01	-5,1	11,3	6,75	15-04-10	4,32	17-02-10	0,0%	1.704	
AMT	2,30	6,5	-29,2	3,39	17-02-10	1,55	18-10-10	0,0%	32.911	
AND Int. Pub.	4,57	0,9	-20,9	6,35	13-04-10	3,34	25-05-10	0,0%	17.795	
Batenburg	24,50	8,9	13,4	24,80	14-02-11	17,37	14-06-10	4,1%	1.116	
Bever	2,50	-20,6	-32,4	4,51	12-07-10	1,70	30-04-10	0,0%	479	
Brill	13,00	-0,4	33,4	13,98	15-04-10	10,20	24-02-10	6,9%	768	
Crown v Gelder	6,28	-1,5	-18,5	8,77	13-04-10	6,20	14-09-10	0,0%	5.151	
Cryo-Save	5,37	2,9	-8,0	6,25	21-05-10	4,63	29-12-10	1,1%	9.215	
Ctac	2,17	1,9	10,7	2,45	09-08-10	1,79	07-05-10	0,0%	6.316	
Dico Internat.	0,07	16,7	600,0	0,09	07-01-11	0,01	17-02-10	0,0%	316.119	
Docdata	9,90	4,8	19,6	9,95	11-02-11	8,10	01-06-10	5,6%	3.523	
DPA	2,25	-3,0	-19,6	3,00	18-02-10	1,95	21-05-10	0,0%	5.152	
Eurocastle	0,29	0,0	-17,7	0,38	23-02-10	0,22	14-01-11	0,0%	267.276	
Galapagos	11,73	0,7	9,1	13,28	14-10-10	9,50	07-05-10	0,0%	65.101	
Groothandelsgeb.	42,50	4,9	2,2	47,00	21-04-10	35,11	28-05-10	2,4%	61	
Hal Trust Unit	98,00	-0,4	38,4	100,00	25-01-11	71,74	25-05-10	2,9%	8.785	
Hes	34,24	3,8	51,4	34,25	16-02-11	23,00	08-03-10	2,8%	2.325	
Hitt	6,49	12,9	67,9	6,49	16-02-11	4,00	08-03-10	4,0%	2.695	
Holland Col	28,68	-3,0	41,9	30,11	27-01-11	19,64	12-05-10	1,7%	298	
Hunter Douglas	37,99	-3,1	19,4	43,84	23-03-10	27,00	31-08-10	21,1%	5.722	
Hydratec	15,00	0,0	4,5	15,75	22-11-10	12,40	19-03-10	6,7%	841	

Toelichting koerspagina's

We hebben het beursoverzicht AEX en AMX teruggebracht tot de belangrijkste actuele koersgegevens en taxaties, zoals deze door analisten op het moment van ter perse gaan worden voorspeld. Overzichten van de belangrijkste financiële jaarcijfers, zoals jaaronzet en eigen vermogen per aandeel, zijn te vinden op onze website www.veb.net. Overigens hebben we voor de AEX- en AMX-fondsen twee nieuwe gegevens toegevoegd: de PEG-ratio en de volatiliteit.

PEG staat voor 'price/earnings to growth' en wordt hier berekend door de koers-winstverhouding (KW) te delen door het verwachte groeipercentage (g) van de winst. In formule: $PEG = KW : g$. Hier is voor g gebruikt de Bloomberg Long Term Growth. Dat is de verwachte winstgroei over de volgende bedrijfsacyclus, meestal liggend tussen 3 en 5 jaar. Dus als een bedrijf een koers-winstverhouding heeft van 12 en Bloomberg een jaarlijkse winstgroei van 15 procent verwacht, is de PEG-ratio 0,8 (= 12 : 15). Een aandeel is goed gewaardeerd als de koers-winstverhouding gelijk is aan het groeipercentage van de onderneming. De PEG-ratio is dan 1. Een PEG boven de 1 wordt in de praktijk vaak als duur beschouwd omdat dan het groeipercentage van het bedrijf kleiner is dan de prijs die de beleggers moeten betalen. Een PEG ruim onder de 1 kan erop duiden dat het aandeel een koopje is. De PEG-ratio zegt echter niet alles. Zeker het dividendrendement is cruciaal en wordt in de formule volledig buiten beschouwing gelaten. De formule is wel aan te scherpen door het dividendrendement bij de groeivoet op te tellen: $PEG = KW : (g + d.r.)$

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

Effect verschijnt tweewekelijks en is een uitgave van de VEB NCVB.

Redactie

Floris Hers, e-mail: fhers@veb.net
Martin Voorn, e-mail: mvoorn@veb.net

Abonnement

via het lidmaatschap van de VEB NCVB
tel. 070-313 0000, fax 070-313 0099, e-mail info@veb.net

Advertentie-exploitatie

Als u vragen heeft of een advertentie wilt plaatsen neem dan contact op met Sales Q.

Contactpersoon: Coleta Maas
E-mail: c.maas@salesq.nl
Telefoon: +31(0)23 711 32 00
Fax: +31(0)23 532 71 22

Basisontwerp en prepress

az grafisch serviceburo bv, www.az-gsb.nl, Den Haag

Druk

Roularta, België

Cover az grafisch serviceburo bv

Coverfoto: iStock

Aan dit nummer werkten mee:

VEB: Patrick Beijersbergen, Ronald van Genderen, Koos Henning, Jasper Jansen, Mike Kraus, Adam Pasaribu, Peter Schutte, Jan Maarten Slagter

Extern: Mark van den Brink, Willem Burgers, Léon Cornelissen, Bert van Dijk, Cynthia van der Hoogte, Josje van Koppen, Koen Lauwers, Kees van Lieshout, Jacques Potuijt, Cees Rijdsdijk, Royce Tostrams

VEB NCVB

Bureau Den Haag:
Postadres: Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Bezoekadres: Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag
Tel. 070-3130000, fax 070-3130099
E-mail info@veb.net, website www.veb.net
Geopend: werkdagen, 09.00 – 17.00 uur

Bureau Amsterdam:
Postadres: Postbus 10754, 1001 ET Amsterdam
Bezoekadres: Beursplein 5, 1012 JW Amsterdam
Tel. 020-3301118, fax 020-3308606
E-mail ncvb@ncvb.nl, website www.ncvb.nl
Geopend ma., di., do., 09.00 – 16.45 uur

Ledenservice telefonisch spreekuur 070-313 00 00

Maandag 10.00 tot 13.00 uur
Donderdag 10.00 tot 13.00 uur

Directie

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

Raad van toezicht


drs. P.C. van der Lugt (voorzitter), mevr. A. Gram MBA CFA (vice-voorzitter), mr. P. Arlman, jhr. mr. G. Hooft Graafland, prof. dr. L.R.T. van der Goot, mr. P.C.M.M. Terporten, mevr. ing. L.F.J. Herman

Lidmaatschap

Het lidmaatschap van de VEB NCVB kost voor Nederland en België € 65,- (incasso) of € 70,- (accept), voor landen binnen Europa € 120,- en voor landen buiten Europa € 150,- per jaar. Zie voor meer informatie onze website www.veb.net/lidmaatschap.

U kunt zich telefonisch opgeven bij het secretariaat, tel. 070-3130000, of via www.veb.net/lidworden. Het rekeningnummer van de VEB is 44 70 100. Deze rekening is alleen bestemd voor contributies. Het lidmaatschap wordt automatisch verlengd, tenzij uiterlijk één maand 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.

HO PRINT
Copyright ©2011
Effect ISSN 0165-6341

NAAM FONDS	MUNT	HUIDIGE KOERS	AEX	KOERS VORIGE EDITIE	RETURN 3 MND	RETURN 1 JAAR	DATUM
							
Wereldhave Belgium	EUR	73,4	*	73	11,21	26,29	15,02
Wereldhave NV	EUR	72,1	*	71,75	1,16	17,64	15,02

delta lloyd		T 020 594 2118					
		beleggen@deltalloyd.nl					
		www.koerslijn.nl					
Delta Lloyd Deelnemingen Fds	EUR	48,85	*	48,7	8,89	20,27	15,02
DL Dollar Fonds	EUR	9,74	*	9,63	-1,52	4,68	15,02
DL Donau Fonds	EUR	27,59	*	27,89	7,61	26,04	15,02
DL Euro Credit Fund	EUR	11,17	*	11,19	-2,45	1,55	15,02
DL Europa Fonds	EUR	6,95	*	6,9	6,92	25,46	15,02
DL Investment Fund	EUR	6,72	*	6,59	10,71	24,04	15,02
DL Mix Fonds	EUR	10,73	*	10,68	1,9	8,91	15,02
DL Nederland Fonds	EUR	6,95	*	6,94	10,49	24,24	15,02
DL Rente Fonds	EUR	12,87	*	12,9	-2,72	1,17	15,02
DL Select Dividend Fonds	EUR	8,2	*	8,21	5,67	26,91	15,02
Triodos Sustainable Bond R	EUR	28,07		28,03	-3,14	1,2	11,02
Triodos Sustainable Eq.Fd R	EUR	22,49		22,27	9,98	27,51	11,02
Triodos Sustainable Mixed R	EUR	27,18		27,04	2,3	12,03	11,02

VASTNED

Invest Office	EUR	23,94	*	23,9	5,56	17,29	15,02
Invest Retail	EUR	46,2	*	45,99	4,52	21,19	15,02
VastNed Offices/Indus.	EUR	11,8	*	12,65	3,06	-0,66	15,02
VastNed Retail	EUR	51,01	*	52,28	8,53	19,22	15,02

VPV BANKIERS

THE VALUE INVESTORS

Phoenix Fund	EUR	11,97	*	11,97	0,34	0,17	15,02
VPV Emerg.Mkts	EUR	80,16		82,07	0,86	23,42	15,02
VPV European Value Fund	EUR	28,42	*	29,08	9,06	24,33	15,02
VPV Income Fund	EUR	16,75	*	16,69	3,61	14,05	15,02
VPV Obligatie Fonds	EUR	30,93		30,88	-0,83	2,72	15,02
VPV Value Fund	EUR	25,97		26,03	5,38	19,66	15,02



Pyramidefonds	EUR	74,11		73,76	5,86	19,22	15,02
---------------	-----	-------	--	-------	------	-------	-------



MEI Real Estate	EUR	24,62	*	24,62	-	10,45	31,12
MEI Rusland Midcap Fonds	EUR	12,75	*	12,67	13,43	14,35	15,02
MEI-Roemenie&Bulgarije Fds	EUR	7,82	*	7,8	4,97	-10,12	15,02
MEI-Tsjechie&Slowakije Fds	EUR	25,22	*	25,18	9,89	12,84	15,02



ZIE VOOR MEER
FONDSINFORMATIE
WWW.VEB.NET

GIRO
44

SAVE

GREENPEACE.NL