

Analist JOURNAAL

Platform voor de Nederlandse en Belgische beleggers

Valuescreeners in opkomst

Met de enorme opkomst van het online beleggen kan de belegger inmiddels uit zeeën aan aandelen kiezen. Dit zou een voordeel kunnen zijn op basis van risicospreiding maar de meeste beleggers zien door de bomen het bos niet meer en blijven vooral 'thuis' beleggen. Dat dit gemiste kansen zijn laten

veel internationale valuescreeners zien. Veel academische onderzoeken tonen aan dat wanneer portefeuilles worden opgezet met een groot aantal aandelen met aantrekkelijke 'value'-karakteristieken dat buy & hold beleggers fors op termijn het beter dan de markten doen. Dit uiteraard zonder de jaarlijkse kosten

voor een vermogensbeheerder.

Waar in de VS valuescreeners al veel meer ingeburgerd zijn lopen we in Europa nog behoorlijk achter. Via diverse interviews (met o.a. Sven Sterckx, Evan Bleker en Mebane Faber) op de volgende pagina's proberen we meer over de ins en outs te beschrijven.



[Warren Buffet zou Arcadis kopen](#)

[Covered calls: liever een honkslag dan een homerun](#)
[De manco's van Black & Scholes](#)

[Wildgroei in smart bèta land](#)

[Het nut volgens Mebane Faber van de CAPE](#)
[Machinaal beleggen met Sven Sterckx](#)
[Jacob Schoenmaker over voorspelbaarheid](#)
[Dirk Gerritsen fileert technische analyse](#)
[Corné van Zeijl sceptisch over aandelen](#)

[Piotroski's F-score model onder de loep](#)

FOCUS

Screeners aandelen en indextrackers Europa & VS

VOORZITTER

Ronald Kok

REDACTIEMEDEWERKERS

Alexander Fomin, Anca Canulescu, Christian Slagter, Cyril Aro, Dmitry Chekalin, Elena Romanenko en Jana Ranjani.

MULTIMEDIA

Radulescu Robert-Sebastian, Alexander Dvornichenko, Jorden den Kelder, Olga Vayner, Sebastiaan van Thienen, Marten de Vries, Nathalie Lubbe Bakker en Tim van Thienen.

FINANCIËLE ANALYSE

Hasan Rahman

RAAD V ADVIES

Björn Kijl, Kingfisher Capital
Christian Slagter, Slagtermidia
Charlie Strout, Prudena
Dirk Gerritsen, Universiteit Utrecht
Hendrik Oude Nijhuis, Kingfisher Capital
Koen Stehpan, Soma
Thierry Post, London Business School
Nico Steininger, Valuefokus.at

PARTNERS

Alex van Groningen, Codica.com, HCC Belegersonline, Hypzo, KCI Publishing, Mediatric.eu, Prudena, Slagtermidia, VFB, HCC Beleggers, Euronext en Yes Invest Media.

CONTENT

Analist.nl, BATS Chi-X, Euronxt, ETF.com, Morningstar, Reuters en vwd Group.

INFORMATIE

Het Analist-Journaal verschijnt 12 maal per jaar. De prijs voor een jaarabonnement ligt op 169 euro. Analist.nl & Analist.be
Duivenlaan 2 7331 AS Apeldoorn, Nederland

Analist Journaal is een maandelijkse uitgave van Analist.nl en Analist.be.

Abonnementsinformatie: www.analist.nl/info

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag gekopieerd of gedistribueerd worden zonder uitdrukkelijke toestemming van de uitgever.

VOORWOORD

Beste lezer van het nieuwe Analist Journaal,

Graag bieden u onze eerste versie van het Analist Journaal aan. Na jarenlang alleen met online bezig te zijn geweest denken we dat het tijd is geworden om ook weer onze diensten via print aan te bieden.

Het Analist Journaal is niet alleen een verlengstuk van onze website maar biedt ook nieuwe categorieën aan die we eerder op onze sites minder aandacht gaven. Dit zijn onder andere het indexbeleggen, de ontwikkelingen in de ‘smart-bèta wereld’, vastrentend en veel meer.

Zoals u van ons gewend bent bieden wij amper aandacht aan macro-economische zaken. De hoofdreden hiervoor is dat er vanuit de macro-economie amper echt significante variabelen zijn die aandelenrendementen kunnen

verklaren. In onze ogen gaat er bijvoorbeeld dan ook veel te veel uit naar de zaken m.b.t. Griekenland. Het volgen van al het macronieuws, hoe interessant ook, biedt helaas voor de aandelenbelegger totaal geen houvast.

Wanneer we naar historische aandelenrendementen kijken dan zien we eigenlijk maar een heel beperkt aantal variabelen die we van invloed zijn. Dit zijn in principe alleen maar zaken uit de jaarrekening en that’s it. De bekende onderzoekers Kenneth Fama en Eugene French, bekend van het bekende 3-factor model, stelden in veel van hun onderzoeken dat dat eigenlijk alleen de boekwaarde en de grootte van het bedrijf enige voorspelbaarheid voor aandelen opleverden.

Andere bekende onderzoekers en goeroes zoals Warren Buffett, Joseph Piotroski, Joel Greenblatt en Robert Shiller voegden hier nog diverse variabelen zoals de koers/winst-verhouding, het dividend en de kasstroom aan



toe. Het is dan ook niet verwonderlijk dat wij ons met dit blad en uiteraard via onze sites juist op deze variabelen gaan richten. Naast de totaaloverzichten van de Amerikaanse en Europese aandelen treft u ook financiële tabellen m.b.t. valuta, multi-asset en ETF’s.

Mocht u feedback, opmerkingen etc. hebben dan vernemen wij deze graag.

Met vriendelijke groet,

Ronald Kok

MSc RBA, voorzitter

Analist JOURNAAL

* Alles over beleggen iedere maand bij u op de mat

* Gratis toegang webinars value beleggen, opties, dividend en indexbeleggen

* Gratis wekelijks spreekuur

169 euro per jaar
Analist.nl/magazine



INHOUDSOPGAVE

Aandelen

Arcadis: Hollands Glorie in de aanbidding	3
Fors hogere rendementen genegeerde smallcaps	4
Vertrouwen houden in opkomende markten	4
Blik op Europa om volatilitéit te beteugelen	5

Opties

Hoe te profiteren van te hoge implied volatility	6
Liever een honkslag dan een homerun	7

Indexbeleggen

Kosten voor de baten uit	8
Beleggers nog altijd blind voor kosten	8
Waken voor wildgroei in smart bèta-land	9
Niet alle actieve beheerders zijn gelijk	10
Permanente Portefeuille	10

Beleggen

Beleggen is onderhevig aan veel psychologische valkuilen	11
--	----

Beleggen volgens Greenblatt's Magic Formula	12
Passief beleggen loont, technische analyse is zinloos	12
Robotbeleggers in aantocht	13
Opgang ETF's biedt ook weer voor actief beheer mogelijkheden	13
De plannen van HCC Beleggen	14
Beleggingsmarkt wordt groter, desondanks blijven mensen vooral 'thuis' beleggen	14
Focus op economische cycli	15
Machinaal beleggen met Sven Sterckx: F-Score Model Piotroski kan beter	16
Beleggers moeten veel langere horizonnen aanhouden	17
Waarom vrouwen beter beleggen	18
Van Zeijl waarschuwt aandelenbeleggers	18
De kracht van de CAPE-ratio voor internationale aandelen	19
Over de ins en outs van ingehouden buitenlandse dividendbelastingen	19
Actief management zal verdwijnen maar mechanisch valuebeleggen blijft overeind	20

Smart bèta

Het 4-factor model van BNP Paribas	22
Ook Robert Arnott sceptisch over wildgroei smart bèta	23
Fundamental Indexation zorgt voor lagere vola	23
Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies	24
Low vola rendeert	24
Parvest Equity Russia heeft weer een analyst rating	24

Financiële tabellen

Valuta	25
Mix aandelen-deposito	25
Goedkoopste ETF's aandelen	26
Goedkoopste ETF's obligaties	27
Internationale aandelen	28

ARCADIS: HOLLANDS GLORIE IN DE AANBIEDING

Björn Kijl & Hendrik Oude Nijhuis

Ingenieursbureau Arcadis is wereldwijd actief op het gebied van ruimtelijke ordening en milieu, zowel in opdracht van overheden als van private partijen. De activiteiten richten zich met name op advisering, ontwerp en onderzoek. Een voorbeeld van een project waar Arcadis bij betrokken is bevindt zich in Groningen. Arcadis houdt zich daar bezig met het bedenken van oplossingen voor aardbevingsschade, veroorzaakt door de boringen naar aardgas.

Een ander project waar Arcadis bij betrokken is betreft het BIG-U project in de Verenigde Staten. Dit project behelst een state-of-the-art beschermende berm van 16 kilometer in New York City. Deze berm moet ervoor zorgen dat een volgende orkaan, een opvolger van de verwoestende orkaan Sandy in 2012, niet zoveel schade kan aanrichten als Sandy toen. Minder zichtbaar, maar voor Arcadis wel heel belangrijk, zijn haar Amerikaanse activiteiten op het gebied van energie, mijnbouw en chemie, met name waar het de milieuaspecten daarvan betreft.



Björn Kijl

Waar veel Europese aandelen dit jaar redelijk presteren is Arcadis zo'n 15% in koers gedaald. Temeer daar de problemen in Amerika en Brazilië – we gaan er nog verder op in – tijdelijk van aard lijken, menen wij dat met aandelen Arcadis een mooi stukje Hollands Glorie aan een beleggingsportefeuille toe te voegen is. En dat tegen een aantrekkelijke waardering momenteel.

COMPETITIEVE POSITIE

De competitieve positie van Arcadis is vrij goed te noemen. Het bedrijf is wereldwijd actief, geniet schaalvoordelen en bovendien is sprake van sterke klantrelaties.

Arcadis kan gedurende de hele levenscyclus van activa zoals gebouwen, tunnels en waterzuiveringen waarde toevoegen. Bovendien beschikt Arcadis over diepgaande sector-kennis. De 'secret sauce', zoals



Pompstation van Arcadis in New Orleans

bestuursvoorzitter McArthur het noemt, is hierbij de wijze waarop Arcadis de kennis die de onderneming heeft wereldwijd distribueert en bij elkaar weet te brengen. Zo won Arcadis het projectmanagement van de één kilometer hoge Kingdom Tower in Saudi-Arabië. Hiervoor brengt Arcadis expertise van hoge gebouwen uit de Verenigde Staten, projectmanagementexpertise van EC Harris (in 2011 overgenomen) en lokale kennis bij elkaar. En indien nodig is Arcadis in staat extra kennis in te vliegen.

Op de markt van advies- en ingenieursdiensten is Arcadis marktleider in Europa. Het bedrijf geniet een sterke positie in Zuid-Amerika en is marktleider in Azië. Wereldwijd behoort Arcadis tot de tien grootste bedrijven in haar tak van sport. Enkele concurrenten zijn Jacobs Engineering Group, Fluor Corporation, URS Corporation en Royal Haskoning.

BEDRIJFSCIJFERS, RATIO'S EN WAARDERING

De beurswaarde van Arcadis bedraagt EUR 1,8 miljard, het aantal medewerkers ruim 27.000 en de omzet en winst achtereenvolgens EUR 2,6 miljard en EUR 91,6 miljoen.

Aan cash is EUR 178,3 miljoen beschikbaar terwijl de langlopende schuld EUR 500,5 miljoen bedraagt. Arcadis heeft haar balans afgelopen jaar versterkt door het aantal uitstaande aandelen met ongeveer 10% uit te breiden. Die balansversterking was wenselijk vanwege overna-

mes waarmee een bedrag van ongeveer een half miljard euro gemoeid was.

Wat de waardering betreft zijn we uitgegaan van een genormaliseerd rendement op het eigen vermogen van 16,5% en een dividenduitkeringspercentage van circa 43%. Deze percentages liggen in lijn met het verleden en stroken bovendien met de analistenprognoses voor de komende jaren.

Aan de hand van bovenstaande aannames ramen wij de intrinsieke waarde bij Arcadis op ongeveer EUR 40,- per aandeel. Dat is bijna het dubbele van het huidige koersniveau waarmee wij Arcadis als aantrekkelijk gevalueerd bestempelen.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Arcadis profiteert van trends als (toenemende aandacht voor) duurzaamheid, mobiliteit, klimaatverandering en verstedelijking. Vanwege deze trends lijkt de doelstelling van het management van Arcadis reëel om de omzet de komende jaren met ten minste 5% per jaar op organische wijze te laten stijgen.

Overnames vormen een andere kans. Door een hele reeks van overnames is Arcadis inmiddels actief op zes van de zeven continenten. De meest spraakmakende (vanwege een biedingstrijd) en voor Arcadis grootste overname ooit betreft de overname van het Britse ingenieursbureau Hyder afgelopen

jaar. Bij elkaar opgeteld heeft Arcadis afgelopen jaar een half miljard euro aan overnames besteed en dat is ook zo'n beetje het bedrag dat er op jaarbasis aan omzet bijkomt.

Een andere kans betreft groei in opkomende markten. Opkomende markten zijn inmiddels goed voor ongeveer een kwart van de omzet van Arcadis, voor een belangrijk deel verkregen door overnames. Vooral in het Midden-Oosten, Zuid-Amerika en Azië heeft Arcadis sterke marktposities.

Wat aandachtspunten betreft merken we op dat Noord-Amerika goed is voor 38% van de omzet, gevolgd door de opkomende markten (26%), het Europese vasteland (19%), Engeland (14%) en Australië (3%). Deze spreiding maakt dat valuta-effecten een stevige impact op de resultaten kunnen hebben.

In de Verenigde Staten heeft Arcadis last van omzetsdruk hoewel de onderneming wel herstel voorziet vanwege doorgevoerde aanpassingen zoals een verscherpte focus op die projecten die Arcadis in ieder geval wil winnen. Gemene deler van de lastige marktomstandigheden in de Verenigde Staten zijn overheidsbezuinigingen. Een indirect gevolg daarvan is overigens dat de concurrentie voor opdrachten in de private sector verscherpt is.

Een ander punt welke we niet onvermeld willen laten betreft Brazilië (goed voor 6% van de omzet). Arcadis zag haar

omzet in Brazilië in het eerste kwartaal van dit jaar met 15% dalen. In dat land heeft Arcadis last van de gevolgen van een omvangrijk omkooptschandaal bij staatsolieconcern Petrobrás. Zelf heeft Arcadis geen activiteiten op het gebied van olie en gas in Brazilië maar door het schandaal worden in allerlei sectoren opdrachten uitgesteld en Arcadis raakt dat eveneens. Wij merken op dat bij Arcadis integriteit hoog in het vaandel staat en dat de onderneming om die reden op wat langere termijn misschien zelfs profijt kan hebben van de omkooptschandalen die in Brazilië aan het licht gekomen zijn.

MANAGEMENT

Over het op groei gerichte management van Arcadis zijn we beslist te spreken. De Schot Neil McArthur (1961, totale vergoeding afgelopen jaar: EUR 1,7 miljoen) is sinds 2012 bestuursvoorzitter.



Hendrik Oude Nijhuis

McArthur studeerde aan de University of Glasgow en is civiel en werktuigbouwkundig ingenieur en beschikt bovendien over een MBA die hij aan INSEAD Business School in Frankrijk behaald heeft. Voordat McArthur in 2011 toetrad tot de raad van bestuur van Arcadis was hij onder meer werkzaam als projectmanager bij Shell International Petroleum in Nederland en Qatar.

Tot slot: de naam Heidemij werd in 1997, na de overname van NS-ingenieursbureau Articon, gewijzigd in Arcadis, afgeleid van Arcadia. Volgens de Griekse mythologie is dat de prettigste plaats op aarde om te leven.

Hendrik Oude Nijhuis heeft zich jarenlang verdiept in de beste beleggers ter wereld en is auteur van de bestseller 'Leer Beleggen Als Warren Buffett'. Via <http://www.warrenbuffett.nl/> is dit boek inclusief de audioboekeditie (!) gratis beschikbaar. Deze analyse is niet bedoeld als individueel advies tot het doen van beleggingen.

FORS HOGERE RENDEMENTEN GENEGERDE SMALLCAPS

Normaal gesproken heft het kudde-gedrag onder beleggers heel snel elke anomalie in de markt op, zodra deze ontdekt wordt. Bij de 'smaller company paradox' lijkt het dit keer anders. Dit lijkt een fenomeen van blijvende aard. Diverse factoren wijzen erop dat de small-caps op de langere termijn uitzonderlijke rendementen kunnen genereren.



Harry Nimmo Standard Life Investments

Standard Life Investments over de onderliggende structurele factoren van deze paradox.

HOGERE RENDEMENTEN SMALLCAPS

Uit onderzoek blijken de langetermijnrendementen van small-caps die van large-caps ver te overtreffen. Tussen 2000 en 2014 hebben large-caps wereldwijd een rendement van 81,1% opgeleverd, terwijl het totale rendement van small-caps over dezelfde periode 332,2% bedraagt.

Volgens Standard Life Investments is er een groot krachterspel in de beleggingswereld werkzaam, dat beleggers richting large-caps drijft. De small-caps paradox profiteert daarvan.

SMALLCAPS LINKS GELATEN

Volgens SLI zijn er twee factoren die maken dat small-caps op de lange termijn ondergewaardeerd blijven en een aantrekkelijk risicogewogen rendement blijven bieden. Gedrag van institutionele beleggers - in het algemeen volgen zij de adviezen op die vanuit de beleggingsindustrie worden gegeven. Een belangrijke groep van adviseurs ziet systematisch small-caps over het hoofd en negeert daarmee een sector waarin een sterk rendementspotentieel gloort.

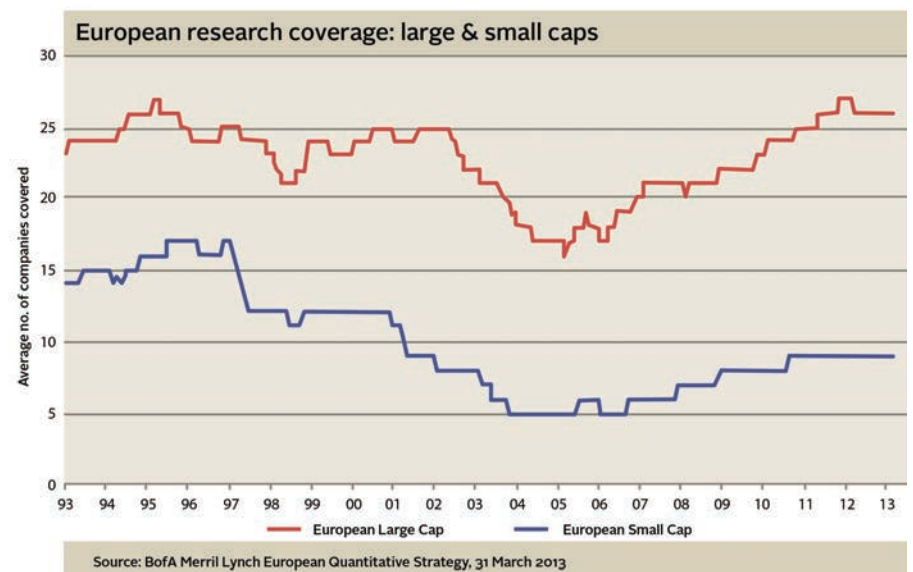
ETF'S VOORAL OP LARGE CAPS

De opkomst van passieve beleggingen - passieve beleggingsproducten werken het beste in grote en liquide markten. Synthetische trackers en geautomatiseerde handelssystemen profiteren van het grote aanbod van opties en derivaten voor large-caps. Het is veel moeilijker om small-caps via indextrackers te volgen.

De combinatie van deze twee factoren veroorzaakt een structureel negeren van de kleinere beursgenoteerde ondernemingen, ondanks de aantrekkelijke rendementen die zij kunnen bieden.

Het ontbreken van veel en diepgaande research en het enorme aanbod van small-caps vragen veel van fondsbeheerders. Standard Life Investments is ervan overtuigd dat de small-caps

op de lange termijn een aantrekkelijk rendement kunnen bieden aan beleggers die een robuust en consistent aandelenselectieproces hanteren.



VERTROUWEN HOUDEN IN OPKOMENDE MARKTEN

Veertien jaar geleden voorspelde Kristoffer Stunsrud van Skagen Kon-Tiki dat China een bepalende rol zou gaan spelen in de wereld-economie. Destijds kreeg de fondsbeheerder van vele economische experts vooral hoongelach toebedeeld, maar inmiddels weten we beter. Samen met Stunsrud kijken we wie de winnaars over vijf jaar kunnen zijn.

Toen Kristoffer Stunsrud in 2001 zijn voorspelling deed, stelden economische experts vast dat de invloed van China op de wereld-economie nooit groter zou zijn dan een land als Italië. Na de aanslagen in 2001 zorgde het monetaire beleid er echter voor dat er een rally ontstond in opkomende landen, zowel op de aandelenmarkten als in de reële economie. De BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India, China) vormden mede daardoor in het afgelopen decennium de groeimotor van de wereld-economie. Diezelfde BRIC-landen laten het momenteel echter collectief afweten.

COLLECTIEF FALEN

In Brazilië staat de real op een historisch dieptepunt, terwijl de werkloosheid piekt op het hoogste niveau in vijf jaar tijd. Een politieke crisis zorgt er tegelijkertijd voor dat de Braziliaanse overheid geen mogelijkheden heeft om noodzakelijke maatregelen door te voeren.

Het verhaal van Rusland is bekend. Na de annexatie van de Krim zijn de verhoudingen met het Westen op scherp gezet, met verscheidene economische sancties tot gevolg. Daarnaast heeft het land last van de lage olieprijs, dat veruit de belangrijkste inkomstenbron vormt. De combinatie van deze factoren heeft geleid tot een daling van

de roebel en stagnatie van de Russische economie.

De economische groei van India is ondertussen sneller dan verwacht aan het vertragen. Hiermee volgt India regiogenoot Chi-

na de Chinese overheid moeten ingrijpen, maar is de rust op de markten nog niet teruggekeerd.

TOEKOMSTIGE WINNAARS



Kristoffer Stunsrud

na, waar een eveneens vertragend groeitempo van de binnenlandse economie heeft geleid tot onrust op de financiële markten. Door de dalende beurskoersen heeft

Daardoor rijst de vraag of het nu dwaasheid is om te wachten op betere tijden voor de opkomende markten. Fondsbeheerder Stunsrud wijst echter op de verschillen tussen reële economische ontwikkelingen en de koers die aandelen varen. Om nog maar te zwijgen over het

feit dat aandelenprijzen volatieler zijn dan de onderliggende waardeontwikkeling.

Nu de prijzen zijn gedaald tot het niveau van de financiële crisis,

waagt Stunsrud te voorspellen dat de grote winnaars over vijf jaar te vinden zullen zijn op de aandelenbeurzen van de opkomende markten. De wereld-economie is namelijk mondiaal en er bestaat geen duidelijke scheidslijn tussen opkomende markten en ontwikkelde landen. Bedrijven hebben de hele wereld-economie als hun speelveld en dat bepaalt de toekomst. Met de dalende grondstoffen- en energieprijzen zullen sommige landen verliezen, maar anderen juist profiteren.

INDIA

Zo wordt de economische groei van India niet grotendeels gestimuleerd door investeringen of export, maar zijn consumtenuitgaven goed voor 60% van het bruto binnenlands product (BBP). Om dit te stimuleren zet de in 2014 gekozen president Narendra Modi vol in op samenwerkingen met vooral Amerikaanse technologiegiganten. Modi wil de digitale infrastructuur van India verbeteren, om op deze manier het educatiesysteem naar een hoger niveau tillen. Momenteel heeft slechts 20% van de mensen in India toegang tot het

internet. Een digitale revolutie in India zal de belangrijke binnenlandse consumptie stimuleren, zeker omdat momenteel slechts 1% van de populatie momenteel online winkelt. De grootste uitdaging die de analisten van Morgan Stanley hierin zien is om elektronisch betalen te introduceren in India. Wanneer Modi slaagt in zijn missie, kan deze markt volgens onderzoekers in 2020 zijn gegroeid tot \$137 miljard en daarmee het pad volgen dat China al eerder heeft bewandeld. Daar

is e-commerce over het laatste decennium door verbeterde internettoegang explosief is gegroeid en zijn bedrijven als Baidu en Tencent Holdings grote spelers geworden. Beleggers zouden daarom juist deze sector in de gaten moeten houden.

RUSLAND

In Rusland lijkt ondertussen het ergste achter de rug te liggen, nadat de grootste energie exporteur ter wereld eerder dit jaar zijn

eerste recessie sinds 2009 in ging. Zo zien analisten de Russische economie langzaam weer tot leven komen. Wel staat de inflatie nog altijd op een hoog niveau en de roebel onder druk, wat in 2015 naar verwachting zal leiden tot een economische krimp van 3,4% en in 2016 van 1%. Bank of America wijst er echter op dat de vertraging van kapitaalinvesteringen minder wordt, terwijl de bedrijfswinsten toenemen. Voor de analisten is dit de belangrijkste aanjager voor een stabilisatie en herstel van

de Russische economie in de nabije toekomst. Verwacht wordt dat Russische bedrijven deze winsten zullen investeren om te groeien. Bank of America blijft echter wel neutraal over de Russische aandelenmarkten, omdat de olieprijs voornamelijk volatiel blijven. Russische aandelen zijn voor de korte termijn volgens de analisten daarom een riskante belegging, maar de huidige lage waarderingen in vergelijking met aandelen in andere opkomende markten maken het een interes-

sante belegging voor de middellange termijn. BCS Financial Group doet hier nog een schepje bovenop door de verwachting uit te spreken dat de Russische aandelenmarkt het komende jaar fors zal herstellen. De analisten hebben voornamelijk een neutrale houding voor Russische aandelen, maar verwachten dat de RTS Index in 12 maanden tijd zal stijgen met 21% tot 930 punten.

BLIK OP EUROPA OM VOLATILITEIT TE BETEUGELLEN

Tot aan 2015 konden de markten vertrouwen op steunmaatregelen van de centrale banken, die zorgen voor een verlaging van de volatilititeit. Deze tijden zijn echter voorbij en de toegenomen volatilititeit heeft op de aandelenmarkten wereldwijd geleid tot ongerustheid. Samen met Allianz Global Investors wordt dieper in de oorzaken hiervan gedoken, zoals de afnemende groei in China en het besluit van de Federal Reserve om de renteverhoging voor zich uit te schuiven.

CHINA

Afgelopen zomer kregen de aandelenmarkten van China te maken met forse koersverliezen, nadat er in de markt ongerustheid ontstond over de groeivertraging van de Chinese economie. China ondervindt het probleem waar andere snel opkomende industriële economieën eveneens mee kampen. Eerst gaat het zeer voorspoedig en treden buitenlandse investeerders toe tot de markt, maar inmiddels ziet het economische plaatje er minder rooskleurig uit en trekken diezelfde investeerders zich weer terug. Naar verwachting zal de totale economische groei van het bruto binnenlands product (BBP) in China over 2015 uitkomen op 7%, wat lager is dan de 10% waar de groei over de afgelopen jaren op lag. Dit is echter nog altijd veel beter dan bijvoorbeeld de verwachte economische groei in Nederland voor dit jaar van 2%.

De Chinese aandelenmarkten zijn echter fors gedaald en om deze val een halt toe te roepen heeft de Chinese overheid een pakket aan steunmaatregelen geïnitieerd. Deze beleidswijzingen hebben echter slechts een tijdelijk effect gehad op de aandelenmarkten en uiteindelijk geleid tot een verlies van vertrouwen in de Communist Party of China. Een van de gevolgen was de devaluatie van de Renminbi. Allianz Global Investors (AllianzGI) merkt echter op dat aan de consumptiezijde van China een robuuste groei laat zien. Er worden nu deflatoire industriële producten als staal

geëxporteerd naar de rest van de wereld, terwijl de consumptie van andere grondstoffen naar lagere niveaus is bijgesteld. Daardoor is een bron van groei voor de rest van de wereld voorlopig opgedroogd, maar kunnen Chinese staalproducenten juist een groei laten zien.

AMERIKAANS MONETAIR BELEID

Na maanden van onzekerheid en speculaties maakte de Federal Reserve eerder dit jaar bekend de rente voorlopig vast te houden op hetzelfde niveau van 0-25%, wat door de markt als een negatieve ontwikkeling werd gezien. Want ondanks een solide niveau aan werkgelegenheid en een saai maar wel stabiele ontwikkeling van de Amerikaanse economie (met verwachte een groei van 3%), durfde Fed-president Janet Yellen het niet aan om de rentestap te nemen. Een renteverhoging zou namelijk ook grotere risico's betekenen, terwijl in andere delen van de wereld economieën moeizaam draaien.

AllianzGI wijst er ondertussen op dat beleggers hun geld hebben getrokken uit zowel aandelen als obligaties van opkomende markten. Hierdoor is een verlossingscyclus ontstaan in een onzekere markt. De aandelenkoersen in de Verenigde Staten worden vooral ondersteund door inkoopprogramma's, terwijl er in het flegmatieke Europa al enige tijd niet gekocht of verkocht wordt. Wereldwijd hadden veel beleggers soortgelijke posities in een sterkere dollar en zwakkere euro. Door de toegenomen volatilititeit hebben zij daarom min of meer noodgedwongen besloten om hun posities te verlagen. De markten zijn volgens AllianzGI hierdoor minder liquide geworden, waarbij bijna 30% van de handelsvolumes in handen zijn van 'high frequency' en algoritme handelaren.

RISICO EN RENDEMENT

Al met al mag er geconcludeerd worden dat de volatilititeit

op de aandelenmarkten is teruggekeerd, maar in het grotere verhaal is er weinig veranderd voor Europese beleggers. AllianzGI wijst er onder meer op dat:

- De economieën in Europa beter presteren
 - Waarderingen in Europa op langere termijn niet onaantrekkelijk zijn
 - Industriële herstructurering in Europa nog altijd gaande is
 - De uitverkoop tot dusver willekeurig is geweest, waardoor aandelen correlaties hoog zijn. 'Stock picking' vaardigheden zullen terugkeren om waarde toe te voegen, terwijl de markten kalmeren
 - Dividendrendementen zijn de enige belangrijke inkomstenbron die beschikbaar is voor Europese beleggers
- Beleggers zullen daarom sommige risico's moeten accepteren om rendement te realiseren. Zeker omdat de Europese Centrale bank al heeft aangegeven de steunmaatregelen te zullen opvoeren als de huidige ineffectief blijken te zijn. Omdat obligaties momenteel geen uitzicht bieden op een terugkeer naar rendement, stelt AllianzGI dat dit een ideale kans is voor Europese beleggers om risico en rendement toe te voegen aan hun portefeuilles. Daarbij wordt geadviseerd om strategieën met aandelendividend te implementeren, omdat deze hoge opbrengsten bieden en een lage volatilititeit.

Voor de langere termijn verwacht AllianzGI dat met name aandelenmarkten de wind in de rug zullen hebben. Wel is het oppassen met meer risicovolle beleggingssegmenten, zo waarschuwen de analisten. Minder positieve bedrijfsresultaten, hoge waarderingen van een aantal categorieën en renteverhogingen kunnen de stemming negatief beïnvloeden. AllianzGI adviseert daarom een neutrale houding aan

te nemen en vooral naar aandelen in Europa te kijken. In de eurozone zullen aandelenprijzen namelijk worden gesteund door

de lage grondstoffenprijzen, het zeer ruime monetair beleid van de Europese Centrale Bank en de zwakke eurokoers.



Bekijk wat LYNX voor u kan betekenen:

★ **Zeer lage tarieven** ★

★ **Uitgebreide handelsmogelijkheden** ★

★ **Meest stabiele handelsplatform van de Benelux** ★

Profiteer ook. Tienduizenden beleggers gingen u al voor.

Bekijk alle voordelen op

LYNX.NL / LYNX.BE

HOE TE PROFITEREN VAN TE HOGE IMPLIED VOLATILITY

Bertrand Sluys

Dat er diverse beleggingsstrategieën zijn die gebaseerd zijn op eventuele arbitragemogelijkheden rondom implied volatility (een proxy voor de verwachtingen van beurskoersen op basis van de huidige optiepremies), is geen nieuws meer. De meest bekende hiervan is de 'covered call strategie' die we verderop in dit tijdschrift behandelen. In Brussel bespreken we de andere mogelijkheden rondom implied volatility met hedgefundmanager Bertrand Sluys van Eurinvest Partners.

VOORKEUR AEX-INDEX

Sluys, die tevens docent is bij het pan-Europese Effas instituut, stelt dat de optiewereld voor veel beleggers een blackbox is. Volgens hem negeren veel beleggers de optiemarkt omdat deze het stempel heeft van extreme risico's. In de ogen van Sluys is dit zeer onterecht want bij een gedegen risicomanagement (dat volgens hem echter alleen in liquide opties zoals op de AEX-index kan) kunnen de neerwaartse risico's absoluut beheerst worden. Naast de enorme liquiditeit van de AEX-index geeft Sluys aan dat optiestrategieën op de tevens zeer liquide Amerikaanse markten natuurlijk ook interessant zijn maar dat daar forse valutarisico's aan kleven. Sluys stelt dat wanneer we de S&P 500 naar euro's terug zouden rekenen dat dan veel van de recente enorme koerswinsten weer teniet gedaan zijn. Hij stelt dat beleggers hun hoofd op 1 ding tegelijk moeten houden en daarom onnodige valuta-blootstellingen uit moeten sluiten.

CRASHES MEESTAL VAN KORTE DUUR

De voorkeur voor de handel in opties komt bij Sluys mede door diverse behavioural finance biases zoals overreacties. "We zien dat beleggers zowel naar boven maar vooral naar onderen enorm overdrijven. Dit zien we natuurlijk direct in de aandelenbeurzen maar nog meer in de optiemarkten." Sluys bedoelt hiermee de continue crashofobia (Rubinstein, 1994) die bij de beleggers continu aanwezig is. Sluys duidt bijvoorbeeld op totaal niet-lineaire verbanden die volgens bijvoorbeeld het Black & Scholes model lineair (of althans normaal verdeeld) moeten zijn. "Crashes zijn vaak heel abrupt, zoals die van maandag 24 september. Indices knallen hard omlaag waardoor veel paniek snel uit de markten verdwijnt. Vrij kort na de meeste crashes zien we de markten weer stabiliseren en vaak ook weer herstellen. Dit wordt heel vaak verklaard door het herstellen van shortposities. Het feit



Bertrand Sluys, Eurinvest Partners

dat beleggers marktcashes door extrapoleren zorgt bij ons voor koopkansen" aldus Sluys. Volgens de econoom noteren aandelen en aandelenindices in ruim 90 procent van de tijd vrij stabiel en dus in slechts 10 procent van de tijd is er een hoge volatiliteit. Sluys stelt dat beleggers juist uitgaan van een enorme continue aanwezige kans op marktcashes en dit is volgens hem statisch zeer onjuist. Met andere woorden de kansen op grote drawdowns worden heimelijk overschat door de optiemarkten.

COLLAR STRATEGIE IN HET KORT

Eén van Sluys's favoriete strategieën is de zogenaamde collar strategie. Deze strategie bestaat uit het kopen van een in the money call optie met een lange looptijd (dus met een uitoefenkoers onder de huidige koers van de onderliggende waarde), het verkopen (schrijven) van een out of the money call met een korte looptijd (deze heeft een uitoefenkoers boven de huidige koers van de onderliggende waarde), het kopen van een out of the money putoptie met een korte looptijd (deze heeft een uitoefenkoers onder de huidige koers van de onderliggende waarde) en het verkopen (schrijven) van een out of the money putoptie met een langere looptijd. De gekochte putoptie moet ervoor zorgen dat de positie te allen tijde neerwaarts beschermd is. De geschreven calloptie zorgt voor een begrensd opwaarts risico (in ruil hiervoor is dus de premie ontvangen).

We leggen het uit middels een voorbeeld met opties op de AEX-index:

- Kopen call 300 dec 2019
- Schrijven call 465 oct 2015
- Kopen put 420 oct 2015

- Schrijven put 360 maart 2016

Hier worden dus opties met een langere looptijd gekocht en die met een kortere looptijd verkocht. Het optiesprekwoord van 'kort schrijven en lang kopen' doet volgens de econoom dus zeker opgeld.

BLACK & SCHOLES SCHIET TE KORT

Wanneer we de optiekoersen echter via het befaamde Black & Scholes-model (bekend van Nobelprijswinnaar Merton Scholes) berekenen vallen we volgens

The Black-scholes Option Pricing Formula

$$c = SN(d1) - Xe^{-rt} N(d2)$$

$$p = Xe^{-rt} N(-d2) = SN(-d1)$$

$$d1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$d2 = \frac{\ln(S/X) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}} = d1 - \sigma \sqrt{T}$$

S = Stock price.

X = Strike price of option.

r = Risk-free interest rate.

T = Time to expiration in years.

σ = Volatility of the relative price change of the underlying stock price.

N(x) = The cumulative normal distribution function.

Black & Scholes optiewaarderingsmodel, bron Wikipedia.org

Sluys stijl achter over. Sluys stelt dat het Black & Scholes-model een leuke initiële opzet is maar dat het in de praktijk verre van relevant toepasbaar is.

Sluys schat in dat 60 procent van de optiepreizen in praktijk totaal niet overeenkomen met die volgens het befaamde optiewaarderingsmodel. Als belangrijkste reden voert Sluys aan dat het Black & Scholes-model ten onrechte de standaarddeviatie als risicoproxy hanteert. "Omdat de standaarddeviatie op de normaalverdeling gebaseerd is, en financiële markten alles behalve

normale verdelingen kennen, gaan we hier al direct de mist in" aldus Sluys. Hij constateert verder dat volatiliteit op de markten op de korte termijn juist extremer is en op de langere termijn juist minder extreem is. En dit staat weer haaks op de theorie dat op de langere termijn de kansen op grote uitslagen juist hoger wordt. "Dit is maar ten dele waar" aldus de econoom. Hij onderschrijft dit door te stellen dat de opties dus op de langere termijn goedkoper zijn omdat ze berekend worden met een lagere volatiliteit. En voor korte termijn opties zijn de prijzen weer hoger in verband met de juist hogere volatiliteit.

Sluys gaf als voorbeeld van wetenschappelijk totaal onverklaarbare optiepreizen aan dat er bij de week- en maandopties op de AEX-index zeer grote verschillen zijn die niet door het tijdsverschil alleen verklaard kunnen worden. Zo leverde de onderstaande optieconstructie in september dit jaar de volgende prijsstellingen bij de AEX-index op:

- Schrijven 1 week putoptie 440 voor 6 euro
- Kopen 1 week putoptie 435 voor 8 euro

kosten ook 2 euro en is de maximale winst ook 3 euro.

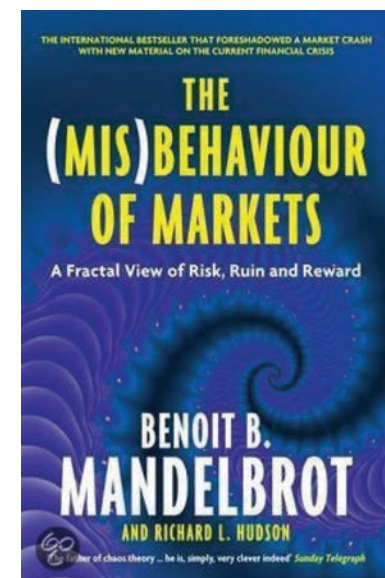
Wat is hier bizar aldus Sluys? Bij de maandopties met nog in dit geval dus 6 weken tijd moet er nominaal uiteraard meer op tafel komen (de opties zijn nominaal duurder hetgeen verklaard kan worden door de tijdspremie). Voor zover dus niets opvallends. Wat echter wel opvallend is dat we bij de beide constructies exact dezelfde risico's hebben (zowel opwaarts als neerwaarts) Maar de eerste constructie met de opties die nog maar een week lopen hebben we maar een tijdsrisico van 1/6 van de constructie met de opties met 6 weken looptijd. En juist in dit soort niet-lineairiteiten liggen volgens Sluys voor de geoefende optiebelegger zeer veel kansen.

FRACTALE GEOMETRIE IN FINANCE

Sluys baseert zijn optiestrategieën vooral op het werk van Benoit Mandelbrot (de leermeester weer van Nassim Taleb). Mandelbrot wordt ook wel de oprichter van de fractale geometrie genoemd. Dit financiële raamwerk tracht financiële markten beter te doorgronden en overreacties te ontwijken.

Fractale geometrie wordt ook wel 'ruwere wiskunde' genoemd daar het veel zaken probeert te simplificeren. Mandelbrot probeert in zijn boeken de financiële markten tot op het bot te ontleden. Alle tumult, volatiliteit en paniek op de markten kan volgens de econoom simpelweg herleid worden tot een handjevol formules. Volgens Sluys is de zienswijze van Mandelbrot voor beleggers essentieel om zeg maar een 'helicopterview' op de markten te houden zonder te verzinken in het dagelijkse tumult op de financiële markten.

Bij volgende edities van ons tijdschrift duiken we met Sluys verder de 'optie' diepte in.



LIEVER EEN HONKSLAG DAN EEN HOMERUN

Craig Van Hulzen

Historisch gezien doen covered call strategieën het beter wanneer de volatiliteit op de markten hoger is. De ontvangen premies liggen dan immers hoger. Nu na 3 jaar van relatief lage volatiliteit de markten weer meer beweging hebben lijkt het perspectief voor covered call strategieën dan ook weer te verbeteren.



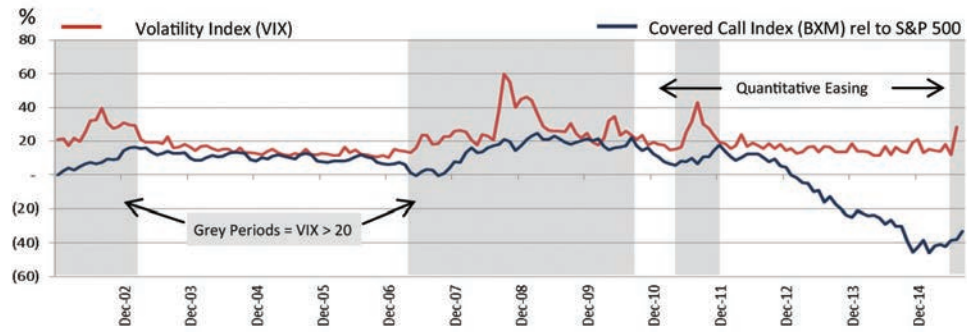
Craig Van Hulzen

HOGERE OPTIEPRIJZEN

Met de covered call strategie worden aandelen gekocht en worden er callopties op verkocht (geschreven). U ontvangt hiervoor de optiepremie en u bent verplicht de aandelen te leveren mocht de beurskoers op of boven de uitoefenprijs van de calloptie liggen. Uw neerwaartse risico wordt door deze strategie direct beperkt want u ontvangt immers een premie door het verkopen van de calloptie maar tevens is ook uw opwaarts potentieel beperkt: u moet de aandelen op een vaste koers verkopen ook al zou

het aandeel op de beurs hoger verhandeld worden.

Het Amerikaanse Van Hulzen Asset Management (vaminstitutional.com) is gespecialiseerd in deze strategieën. Mocht de beweging (volatiliteit) op de beurzen aanhouden dan verwacht Van Hulzen Asset Management uiteraard hogere optiepremiën.



Source: Bloomberg. Past performance is no guarantee of future results. Indexes are not available for direct investment. All investing involves risk including the potential for loss of principal. There is no guarantee that any strategy will be successful.

Hun covered call startegie die normaliter rond de 6 a 8 procent per jaar aan inkomen genereert, kan nu met de hogere volatiliteit met een inkomen tussen de 12 en de 15 procent op jaarbasis genereren. Het extra inkomen dat de geschreven opties opleveren zorgt voor de belegger dus direct voor extra inkomen (als het ware een dividend) en dempt daarmee zijn risico's.

VIX GEMIDDELD OP 20

De meest bekende indicator om volatiliteit in te schatten is CBOE's VIX-index. Deze indicator is een afgeleide van de actuele optieprijs en laat daarmee zien wat de verwachtingen van de optiebeleggers zijn. Bij veel

onzekerheid zijn beleggers doorgaans bereid meer te betalen voor bescherming en stijgen de optiepremiën. Ten tijde van kalmte zien we vaak lagere standen van de VIX omdat beleggers dan minder bescherming willen kopen. Op de langere termijn noteert deze bewegelijkheidsindicator rond de 20.

LAST VAN QE

De bovenstaande grafiek toont in het rood de VIX-index en in het zwart de relatieve performance van de CBOE Covered Call index (BXM) en de S&P 500. De witte periodes zijn de periodes waar de VIX onder haar historische gemiddelde noteerde en in de grijze periodes noteerde

Periods with VIX > 20		
Time Period	S&P	BXM
Jan 2002 - April 2003	-18.03%	-2.3%
July 2007 - Nov 2010	-15.2%	-5.5%
July 2011 - Dec 2011	-3.7%	3.2%
Average monthly return Annualized	-0.5%	0.0%
	5.6%	0.4%

Periods with VIX > 20		
Time Period	S&P	BXM
May 2003 - June 2007	76.9%	49.8%
Dec 2010 - June 2011	13.1%	5.9%
Jan 2012 - July 2015	80.4%	34.1%
Average monthly return Annualized	1.3%	0.8%
	15.9%	9.2%

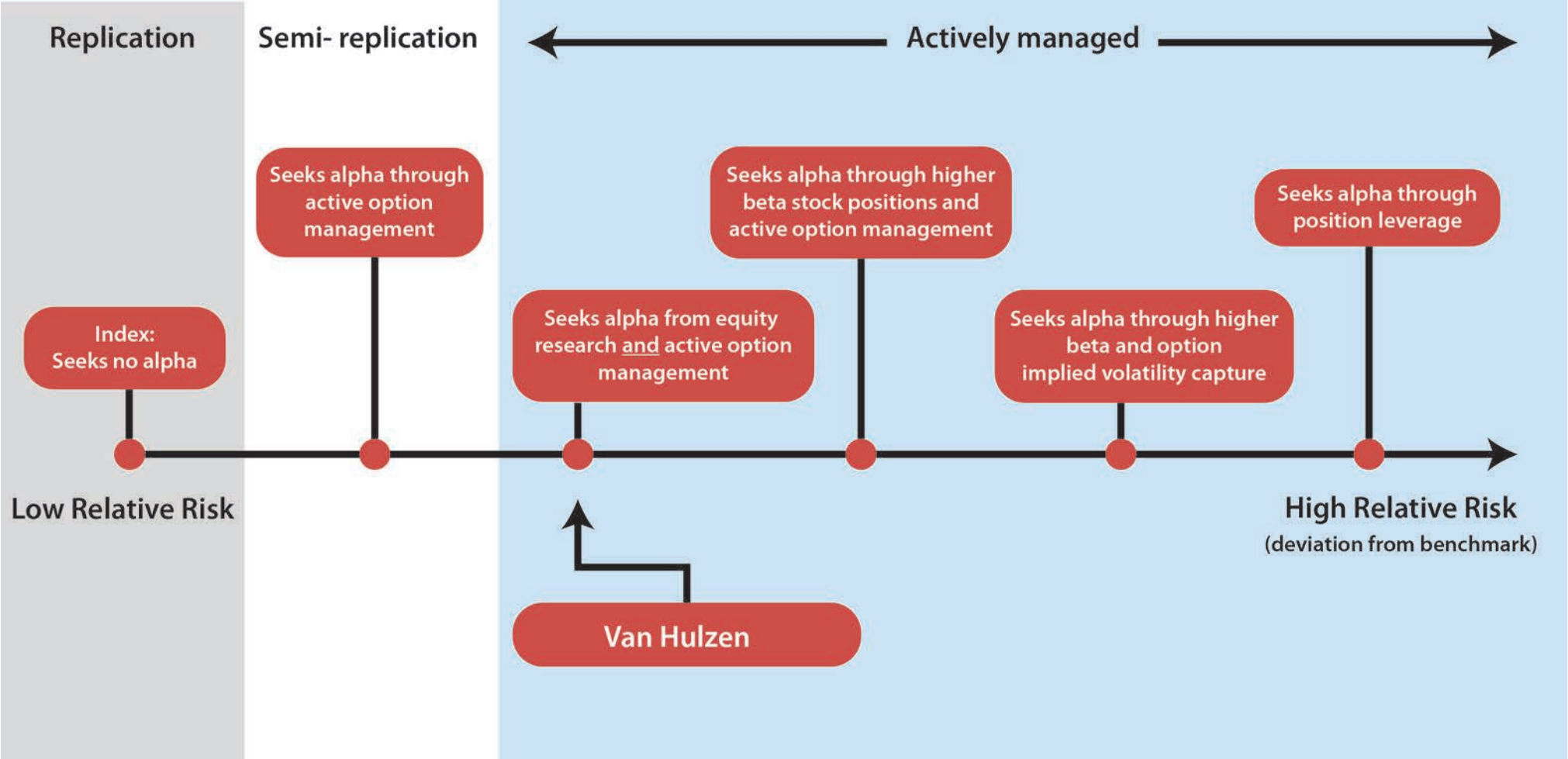
de VIX boven haar historische gemiddelde. We zien dat het schrijven van gedekte calls dus ten tijde van een hogere volatiliteit meer loont dan ten tijde van een lagere volatiliteit. Craig Van Hulzen van Van Hulzen Asset Management stelt dat de opgaande beurskoersen van

Het meest linker grijze gedeelte staat voor een indextracker, het witte gedeelte voor replicatie van de index met behulp van derivaten en het grote blauwe gebied staat voor stockpicking. We zien dat de strategie van Van Hulzen, waarbij zowel at the money opties als licht out of the money opties geschreven worden qua risico relatief laag zit.

Craig van Hulzen stelt dat ze niet klakkeloos de opties filteren op basis van implied volatilities maar dat ze eerst nog een fundamentele filtering van de aandelen doen. "Het puur naar implied volatility kijken is een voorbeeld van risicomaximalisatie en raden we dus sterk af" zo stelt van Hulzen. Van Hulzen vergelijkt de strategie van de geschreven callopties van het liever een klein beetje winnen bij een lager risico dan voor de homerun gaat met een hoog risico. "Uiteraard weten we dat we het opwaarts potentieel van onze aandelen opgeven in ruil voor de ontvangen premies maar we doen met de volle overtuiging dat deze strategie zowel qua rendement als risico te prefereren is boven een long only strategie" zo stelt Van Hulzen.

LAGERE RISICO'S BIJ GESCHREVEN CALLS

Het bovenstaande plaatje laat de risicoverhoudingen van de diverse aandelenstrategieën zien.



KOSTEN VOOR DE BATEN UIT

Dat de eerste winst die een belegger kan maken begint bij het laag houden van kosten is een lijfspreuk die Martijn Rozemuller, oprichter van Think ETF's, op het lijf is geschreven. Ondanks het groeiende aanbod van ETF's in Nederland stelt Rozemuller dat deze markt nog veel zal groeien. We spreken hem in Amsterdam over de recente ontwikkelingen in het ETF-spectrum.

KOSTEN ZEKER, RENDEMENTEN ONZEKER

De gemiddelde belegger jaagt nog steeds veel te veel een hoog rendement na door naar kansen in de markt te zoeken stelt Rozemuller. De belegger vergeet echter dat een groot deel van het potentiële rendement op zowel aandelen als obligaties teniet gaat door de kosten van het beleggen. *"Kosten zijn voor beleggers een heel saai onderwerp maar wegen o zwaar op het totale beleggingsrendement. Iedere cent die aan kosten opgaat kan nooit meer renderen"* zo benadrukt Rozemuller. Daarnaast moeten beleggers zich volgens hem focussen op de zaken die ze wel kunnen beïnvloeden (lees de kosten) en dit proberen te optimaliseren. Naast kosten kunnen beleggers ook hun spreiding van hun beleggingen direct beïnvloeden. Uiteraard kunnen beleggers zelf een breed gespreide portefeuille aankopen maar dit levert direct weer extra transactiekosten op. En als deze methodiek raadzaam zou zijn dan zouden we juist ook bij de actieve portefeuillmanagers die vooral in



Martijn Rozemuller

de liquide en efficiënte markten beleggen outperformances zien aldus Rozemuller. Hij stelt dat de feiten echter het tegenovergestelde zijn: volgens onderzoeken van onder andere kredietbureau Standard & Poors en onderzoeksbureau Morningstar doet ruim 85 procent van de actieve beleggers het juist slechter dan de belegger die simpelweg een ETF koopt in dezelfde markten.

PASSIEF VEEL VERDER IN DE VS

De markt voor ETF's staat volgens hem in Europa nog redelijk in de kinderschoenen. In

de VS is de ETF markt al veel volwassen en maken ETF's al lange tijd een prominente rol bij zowel de kleinere als de grotere beleggers. Het is volgens Rozemuller een kwestie van tijd dat Europese beleggers ETF's net zo gaan omarmen als in de VS.

Dit benadrukt Rozemuller door de enorme uitstroom uit de actieve fondsen ten bate van de passieve fondsen. Wel verwacht hij dat de kosten voor Europese ETF's iets hogere fees zullen hanteren dan in de VS. Dit door de vertroebelde markten en minder liquiditeiten door de versnippering van beurzen. *"In de VS is er*

sprake van één homogene markt die enorm veel schaalvoordelen oplevert" aldus Rozemuller.

Waarom zijn er relatief weinig ETF's op smallcaps? Dit is toch vreemd gezien het feit dat o.a. de bekende onderzoekers Fama & French juist aan de 'sizepremie' een groot gedeelte van de aandelenrendementen aan toeschrijven? *"Wij erkennen zeker dat meer ETF's op smallcaps het passieve spectrum voor de belegger nog completer zou maken. We moeten echter onderkennen dat de 'size-premie' deels komt uit de liquiditeitspremie"* aldus Rozemuller. Omdat een ETF dagelijks aan haar index moet worden bijgehouden levert dit bij de kleinere aandelen relatief veel meer extra transactiekosten op. Hierdoor zouden de kosten voor de belegger fors oplopen hetgeen het voordeel van het passieve product weer teniet doet. Rozemuller stelt verder dat de markt voor smallcaps juist wel weer kansen biedt voor de actieve fondsmanagers.

ETF'S JUIST IN LIQUIDE MARKTEN

Rozemuller blijft er verder op hameren dat het beleggen in ETF's puur voor de grote liquide indices is. Om zaken zoals trackers op grondstoffen aan het Think ETF's platform toe te voegen heeft Rozemuller geen interesse. Het gaat volgens hem niet om de kwantiteit maar om de kwaliteit en die kan alleen geborgd worden bij een hoge liquiditeit. Op de vraag of de ETF-instroom de bullmarkt in large caps verder aanjaagde (de

meeste ETF's investeren juist in large caps) kon Rozemuller niet direct de vinger opleggen. We zien immers de grote large cap indices zoals de Dow Jones Industrial Average, Standard and Poors 500 en de NASDAQ100-index rond records noteren en ook de instroom in ETF's daarop tegelijkertijd versnellen.

ETF'S ECHTER NIET RESISTENT TEGEN MARKTCRASHES

Zijn ETF's dan altijd de optimale oplossing in liquide markten vragen we aan Rozemuller. *"Als instrument om de markt te volgen wel, maar dat wil niet zeggen dat ze altijd een positief rendement opleveren, markten bewegen onvoorspelbaar en ik heb geen glazen bol"* antwoordt Rozemuller. Hij verwees naar de recente beurscrash op maandag 24 september dit jaar. Wereldwijd verloren de meeste indices tussen de 5 en 8 procent. Dit op nieuws over neerwaarts bijgestelde groei cijfers van de Chinese economie.

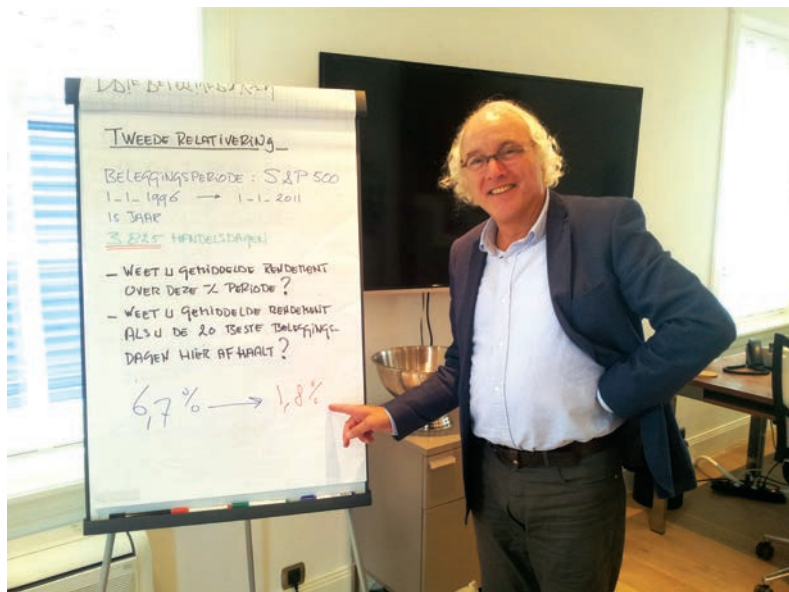
ETF-beleggers konden i.v.m. handelsbeperkingen, bijvoorbeeld wanneer aandelenbeurzen afkoelpauzes inlasten, soms ook niet in hun ETF's handelen. En omdat veel partijen met stoplosses werken kwamen er op den duur vloedgolven met verkooporders die de handel nog verder omlaag trokken. Dit heeft niet specifiek met de ETF te maken, dit is gewoon een gevolg van vraag en aanbod, marktwerking dus, en de ETF veroorzaakt de beweging niet, maar volgt slechts de markt.

BELEGGER'S NOG ALTIJD BLIND VOOR KOSTEN

Peter Van der Slikke

Dat de eerste winst die beleggers kunnen maken begint bij het laag houden van hun kosten hoeven we Peter Van der Slikke van Top Capital n.v. niet uit te leggen. Van der Slikke hamert er dagelijks op dat de kosten van beleggingen een astronomische impact hebben op het uiteindelijke beleggingsrendement. De beleggingsadviseur, die aan deel 2 bezig is van zijn boek 'Ontmaskerd', vindt het proces van ontnuchtering van de misplaatste euforie over het actief beleggen nog tergend langzaam gaan. In de VS is dit al jarenlang aan de gang. In Europa stijgt de instroom in passieve fondsen veel trager. In de VS noteert de ETF-markt qua omvang keer op keer recordhoogten. We spreken Van der Slikke in zijn tweede kantoor in Huizen over de basics van het beleggen.

TIJD VOOR DE UNDERPERFORMANCEFEE



Peter Van der Slikke

Van der Slikke, die in het verleden de Vereniging Echt Onafhankelijke Vermogensadviseurs (VEOV) oprichtte, stelt dat hij zich verbaast over sommige actieve fondsen die bij een outperformance wel een fee rekenen maar dat er bij een underperformance geen

compensatie/ontlasting voor de eindbelegger is. Gekscherend stelt hij dat hij zeker zou pleiten voor een 'underperformance fee' waarbij de eindbelegger dus wel 'gecompenseerd' wordt bij underperformance. *"Het huidige verdienmodel bij de actieve*

fondsen is totaal asymmetrisch. Als het fonds het beter doet dan moet de klant betalen en vaak nog extra. Maar als het fonds slecht presteert dan moet de klant ook betalen", aldus de vermogensbeheerder. Hij stelt dat dit voor de eindbelegger op termijn dan ook een verloren race is, want alle kosten moeten uiteraard wel weer ingehaald worden en dit wordt na verloop van tijd (ieder jaar moet de eindklant langs het loket) steeds moeilijker.

Van der Slikke, die door sommige actieve managers als een bedreiging wordt gezien, wint steeds meer terrein met zijn bedrijf topcapital. Bij topcapital wordt het vermogen onderverdeeld in trackers, al naar gelang de beleggingshorizon en risico-acceptatie van de eindklant. *"Bij steeds meer beleggers gaat het kwartje vallen dat niemand continue beursontwikkelingen kan voorspellen en dat daarom het structureel betalen van hoge kosten dan ook een*

gepasseerd station zijn" aldus de ervaren adviseur. Het rechtvaardigen van kosten voor zaken die de eindklant geen winst maar vaak ten opzichte van de index verliezen brengt, noemt hij een heilloze zaak.

GROS ACTIEVE FONDSEN UNDERPERFORMT

"Als beleggingen voorspelbaar zouden zijn dan had ik hier natuurlijk niet gezeten", stelt Van der Slikke. Hij voegt er aan toe dat er in financiële wereld zo ontzettend veel knappe koppen rondlopen (Phd's, professoren etc.) maar dat bottomline volgens de onderzoeken van zowel weekblad Elsevier (9 mei 2015), Morningstar als die van Standard & Poors, ruim 80 procent van de actieve aandelenfondsen het slechter doet dan hun passieve collega's. Bij de obligatiefondsen schijnt het percentage van de underperformance nog hoger te

liggen. “Wie ben ik dan om zelf actief de markt in te gaan als blijkt dat het gros van de anderen die wedstrijden toch al verliezen?” vraagt Van der Slikke zich af.

MIX VAN PASSIEVE STRATEGIEËN OM RISICO'S VERDER TE REDUCEREN

Maar hoe moeten beleggers dan wel beleggen? “De positieve risicopremies op aandelen kun je alleen maar ontvangen door passieve beleggingen”, aldus Van der Slikke. Bij passief beheer zijn de kosten fors lager en heeft u, op basis van de historie, wel een goed uitzicht op de risicopremies op aandelen en obligaties”, zo stelt Van der Slikke. Hij merkt op dat er binnen de passieve beleggingen diverse indexvormen of stijlen bestaan: kapitaalsgewogen, gelijkgewogen of fundamenteel gewogen (zie Robert Arnott en Jason Hsu, 2008) zijn momenteel de leidende stijlen. Omdat er veel onderzoeken zijn die dan voor de ene en

dan voor de andere vorm pleiten, durft Van der Slikke hier geen voorkeur voor uit te spreken. “Aan elke vorm zitten uiteraard voor- en nadelen, maar door juist alle stijlen te combineren creëren we nog meer risicospreiding want het portefeuillerendement is dan minder afhankelijk van één indexstijl”, zo stelt hij. En dat de risico's van de gemiddelde Nederlandse aandelenportefeuille nog steeds veel te hoog zijn, is hem een doorn in het oog.

Hij benadrukt dit door te stellen dat de risicograad van de door de AFM voorgeschreven standaarddeviatie niet voldoende is. “Kijk maar naar 2008 waarbij de meeste aandelenbeurzen veel meer dan 1x hun standaarddeviaties verloren”, aldus Van der Slikke. Hij verwijst daarbij naar het boek van Nassim Taleb dat stelt dat beleggers de kansen op extreme uitslagen stelselmatig onderschatten.

OPPASSEN VOOR HYPES EN FREERIDERS

Van der Slikke stelt verder dat beleggers moeten waken voor de wildgroei aan zowel ETF- als smart bèta aanbieders. “Beleggers zien door de bomen het bos niet meer en dit biedt helaas kansen voor freeriders die van de goede naam van de ETF willen profiteren”. Daarnaast stelt hij dat smart bèta fondsen zeker interessant zijn maar dat de kosten ervan de rendementen niet rechtvaardigen. De enorme wildgroei aan themafondsen is Van der Slikke eveneens een doorn in het oog. “Het model van een themafonds - waar dus actief gericht wordt op aandelen uit één bepaalde sector - staat natuurlijk haaks op het ‘fundament’ van risicospreiding” aldus de vermogensbeheerder.

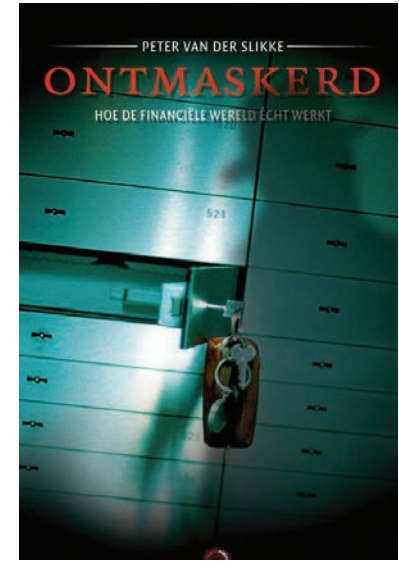
Hij voegt er aan toe dat de kosten voor deze fondsen daarbij fors zijn terwijl de eindbelegger ook nog eens een veel hoger risico loopt. Door in de index te beleggen komen de kansrijke bedrijven vanzelf bovendien.

De aandelen van bedrijven die steeds meer winst en omzet maken krijgen daardoor een hogere marktkapitalisatie en komen daardoor automatisch in de ETF's terecht, aldus Van der Slikke. Hij noemt beleggen in indexfondsen dan ook beleggen in de eredivisie.

LAAT GOUD LINKS LIGGEN

Naast de genoemde hypes en verleidingen stoort Van der Slikke zich ook aan de hype rondom goud. “Goud is vooral een emotionele belegging dat geen dividenden uitkeert”, aldus Van der Slikke. Mochten beleggers al de fout maken om in goud te stappen dan is de fysieke opslag hiervan erg lastig: thuis opslaan is niet voor de hand liggend en het extern opslaan ook niet. Want als de nood aan de man is en het goud wordt acuut door veel mensen tegelijk opgevraagd, dan is het goud waarschijnlijk lastig te krijgen, zo stelt Van der Slikke.

Afsluitend gaf Van der Slikke aan dat beleggers enorm op moeten passen bij inflatie gelinkte obligaties. “Het gros hiervan is vrij langlopend en hebben dus een forse duration. Beleggers die hier instappen lopen dan vooral een extra renterisico die de voordelen van de inflatiehedge weer teniet kan doen”, zo besluit Van der Slikke.



WAKEN VOOR WILDGROEI IN SMART BÈTA-LAND

Net als in de meeste andere branches waar een golf van optimisme gloort moeten de beleggers in het smart bèta-spectrum waken voor wildgroei. In Amsterdam spreken we Peter Westaway, chief economist bij Vanguard over de recente opkomst van smart bètafondsen.



Peter Westaway

Volgens Westaway, die in het verleden ook actief was bij Nomura en de Bank of England, is er absoluut sprake van wildgroei in de sector. “Het enorme optimisme over deze hybride vorm van beleggen (een combinatie van actief en passief) zorgt ervoor dat de mensen door de bomen het bos niet meer kunnen zien” zo stelt Westaway. De econoom stelt dat het perfecte model nu eenmaal niet bestaat en dat beleggers daar dus ook niet naar moeten zoeken. De brij aan smart bèta-achtige fondsen komt mede doordat er geen eenduidige omschrijving van is. De rode draad bij deze strategieën bestaat vooral uit het loskoppelen van de relatie tussen de marktkapitalisatie en het gewicht in de indices. “En

met deze brede omschrijving kun je uiteraard wel erg veel kanten op” aldus de econoom.

We zien dus voor zowel Fundamental Indexation (RAFI), gelijkgewogen, risicogewogen en voor Low Vol betere resultaten dan voor de marktgewogen indices. Ook de dividendstrategie van de STOXX Global Select heeft het over deze periode beter gedaan dan het marktgewogen mandje.

NIET OVER 1 KAM SCHEREN

“Dat beleggers dus voor

smart bèta fondsen kiezen is op basis van deze cijfers absoluut te rechtvaardigen” aldus Westaway. Hij waarschuwt verder dat beleggers niet in al te exotische varianten moeten stappen om te profiteren van de vermelde anomalieën. Westaway benadrukt dat dergelijke strategieën eigenlijk alleen gewerkt hebben in grote efficiëntere markten. “Smart beta is zeker geen oplossing voor nichemarkten maar het beleggende publiek kan wel een te goede

indruk krijgen omdat er maar één verzamelaar voor de hele groep is” zo stelt Westaway. Hij voegt er nog aan toe dat smart bèta bij uitstek in aanmerking komt voor dataming: hiermee bedoelt hij dat het heel eenvoudig kan zijn om een ‘werkend’ model te vinden over een bepaalde periode in een bepaald spectrum. Maar dat dergelijke modellen meestal totaal niet ‘werken’ in andere periodes in andere spectra.

Anomalieën outperformen			
Rendementen bekendste smartbèta strategieën januari 2000 tot en met december 2014			
Index	Gem. jaarrendement	Jaarlijkse volatiliteit	Rend. eenheid risico
FTSE RAFI 1000	7,2	17,0	0,42
FTSE Developed	4,2	15,9	0,26
MSCI World Equal	7,9	17,2	0,46
MSCI World Risk-W.	9,4	14,3	0,65
MSCI World Low Vol.	7,0	11,2	0,62
MSCI World Index	3,9	15,8	0,25
Stoxx Global Select Div. 100	10,9	15,7	0,69
Stoxx Global 1800	3,6	15,9	0,23

Bron: Vanguard. Data afkomstig van FSTE, MSCI, Dow Jones en Thomson Reuters Datastream.



“Iedere econoom bij een bedrijf is er 1 teveel “ Warren Buffett

Analist Investment Management

Laat uw portefeuille scannen op de volgende criteria en begin direct met besparen:

- * kosten
- * risico
- * rendement
- * optimalisatie in indexbeleggen



U ontvangt een rapport met optimalisaties voor alle onderdelen alsmede oplossingen voor asset-allocatie en gratis toegang spreekuur.

NIET ALLE ACTIEVE BEHEERDERS ZIJN GELIJK - WAAR U OP MOET LETTEN EN WAAROM



Chris Wagstaff
Head of Pensions and
Investment Education,
Columbia Threadneedle
Investments

Een van de grootste discussiepunten over actief beheer is de vaak gehoorde, maar onjuiste, bewering dat actief beheer na aftrek van kosten verliesgevend is. Dat zou betekenen dat als we ervan uitgaan dat de markt de optelsom is van alle fondsbeheerders van een bepaalde activaklasse, minder dan de helft winst boekt - na aftrek van kosten - en meer dan de helft verlies lijdt. Deze gedachte is natuurlijk het gevolg van het feit dat er steeds meer rotte appels in de mand van actief beheer zitten: speculerende beheerders met een lage overtuiging die tegen de indexen aanleunen en voor een benchmark-geleide 'beleggen om geen geld te verliezen'-aanpak kiezen, maar wel een vergoeding voor actief beheer in rekening brengen. Kortom, de ideale methode om een laag rendement te behalen en de portefeuille van een belegger in waarde te laten dalen.

Daarnaast zijn er ook beheerders die er niet in slagen om de capaciteitsgrenzen van de gekozen strategie te beheersen en dankzij een hoog kortetermijnrendement bedolven raken onder inkomende cashflows. Hieruit blijkt hoe belangrijk het is om onderscheid te maken tussen beheerders die zich bewust zijn van de capaciteit van hun portefeuille en doodgewone activa-verzamelaars.

De heftige discussie over actief en passief fondsbeheer woedt nu al meer dan 50 jaar en heeft te lang in het teken gestaan van relatief rendement t.o.v. kosten, in plaats van de meer relevante vergelijking tussen kosten en toegevoegde waarde. Met andere woorden, het vermogen om een duurzame outperformance te leveren en de gewenste beleggingsdoeleinden te behalen.

Voor iedere belegger hangt de juiste combinatie van actief en passief beheer met name van de beleggingsfilosofie af (vooral wat betreft het functioneren van markten, de waardering van effecten en het belang van een goede spreiding), evenals zijn beleggingsdoeleinden, beheerbudget en risicobereidheid. Daarom draaien de relatieve voor- en nadelen van actief en passief beheer uiteindelijk om drie kernfactoren: de mate waarin de markten efficiënt zijn; en indien dit niet het geval is, het vermogen van actieve beheerders om op duurzame en rendabele wijze de anomalieën op de markt te exploiteren, na aftrek van kosten; en het vermogen om de gewenste beleggingsdoeleinden te behalen.

Het hoofdargument dat voor actief beheer pleit is dat bij een variërende marktefficiëntie actieve beheerders in principe over de expertise beschikken om de markt te verslaan. De mate waarin het verwachte of gerealiseerde rendement van een actief beheerde portefeuille daadwerkelijk afwijkt van de benchmark wordt het actieve risico of tracking error genoemd. Hoe hoger de beoogde tracking error, hoe meer de fondsbeheerder geneigd is de benchmark te negeren. Hoe hoger de gerealiseerde tracking error, hoe meer de fondsbeheerder de benchmark genegeerd heeft. De informatieratio, die nauw verbonden is met de tracking error, is een maatstaf voor het risicogewogen rendement en is een manier om te meten in

hoeverre een actief beheerder in staat is om anomalieën op de markt te exploiteren, of in ieder geval in hoeverre deze afwijking van de benchmark in een hoger rendement heeft geresulteerd. Maar het is in geen geval een doorslaggevende methode om de expertise van een beheerder te meten.

Een andere maatstaf is active share, wat een goed uitgangspunt is om vast te stellen hoe actief het beheer van een fonds is door te meten in hoeverre de samenstelling van de portefeuille afwijkt van de benchmark. Nogmaals, als een belegger wil vaststellen of de verkregen meerwaarde opweegt tegen de vergoeding die hij voor het actieve beheer heeft betaald, dienen de active share-cijfers in hun context te worden geplaatst en in combinatie met andere graadmeters (zoals de gerealiseerde tracking error en informatieratio) te worden gebruikt.

Er zijn veel aspecten die een rol spelen bij het behalen van een duurzame outperformance. Ook al kan geen enkele beheerder op grond van één factor of eigenschap als een ware deskundige worden aangemerkt, moet men bij het selecteren van een actief beheerder op de volgende kernfactoren, die allemaal met feiten onderbouwd kunnen worden, letten:

- vasthouden aan een beproefd en reproduceerbaar beleggingsproces dat een weergave is van de beleggingsfilosofie en de waardetoevoegende processen van de beheerder
- de drie C's toepassen: 'high conviction'-posities, 'contrarian' (tegendraads)/onafhankelijk denken en een hoge portefeuilleconcentratie
- een winnaarsmentaliteit hebben, die gewoonlijk tot uiting komt in een hoge active share en

tracking error

- trouw blijven aan één enkele beleggingsstijl waarvan het succes al is bewezen, of trouw blijven aan een methode voor aandelenselectie waarmee op succesvolle wijze bepaalde stijlenmerken die aansluiten op de beleggingsdoelstellingen zijn toegepast

- een geduldige beleggingsaanpak hanteren (profiteren van de hogere voorspelbaarheid van koersen op lange termijn); een sterke verkoopdiscipline, waarvan de opbrengst naar nieuwe beleggingsideeën gaat en niet over de bestaande ideeën wordt verspreid; en de portefeuille-omzet in de gaten houden, gezien de mogelijk nadelige gevolgen van hoge transactiekosten voor het rendement

- ESG-factoren (Environmental, Social en Governance) laten meespelen, duurzame corporate governance en duurzaam en verantwoordelijk ondernemen en besturen ondersteunen, omdat ESG-factoren een steeds grotere rol gaan spelen bij de waardering van bedrijven passende beloningsstructuur voor management en medewerkers die aansluit op de belangen van de belegger

En ten slotte de capaciteit om:

- bij beleggingsbeslissingen gebruik te maken van interne macro- en micro-analyses
- duidelijk aan te tonen hoe ideeën in portefeuilleposities worden omgezet
- open te staan voor discussies en daarbij de samenstelling van de portefeuille daadwerkelijk in twijfel trekken
- irrationele gedragspatronen, met name groepsdenken, ongegrond vertrouwen en een afkeer van het innemen van ver-

lieslatende posities, te herkennen en te beheersen

- de capaciteitsgrenzen van de gekozen strategie te erkennen
- zowel bij stijgende als dalende markten waarde te creëren
- risicobeheer centraal te stellen bij elk besluit.

Uit onderzoek blijkt dat als een bekwaam beheerder geïdentificeerd is, de beleggers geduld moeten hebben alvorens de expertise van de beheerder vruchten begint af te werpen. Beleggers gaan er maar al te vaak van uit dat een periode van laag rendement een teken van zwakker beheer is, terwijl de meest begaafde beheerder van tijd tot tijd een underperformance levert.

Hoewel het vaststellen van de ware capaciteiten van een fondsbeheerder een tijdrovende bezigheid kan zijn, is het zeker de moeite waard om beheerders aan de hand van de belangrijkste performance drivers op hun capaciteiten om een outperformance te leveren, te beoordelen. De beloning voor het selecteren van de beste beheerders, d.w.z. zij die een netto-outperformance op lange termijn leveren, kan namelijk een belangrijke niet-gecorrleerde bron van beleggingsinkomsten vormen. Om te ontkomen aan het perspectief van middelmatige rentabiliteit op lange termijn moeten we het zwaartepunt van de discussie over actief versus passief beheer verleggen naar de vraag hoe we kunnen weten of een beheerder in staat is om waarde (d.w.z. duurzame outperformance na aftrek van kosten) te creëren en dus de gewenste beleggingsdoelstellingen te halen.

Op www.columbiathreadneedle.com kunt u een exemplaar van het volledige onderzoeksrapport vinden.

PERMANENTE PORTEFEUILLE

Geschreven door een onzer redacteuren

De permanente portefeuille is een nieuw onderdeel in ons magazine. Deze portefeuille bestaat uit een heel eenvoudig concept: het beleggen in van 25 procent in de 4 categorieën: aandelen, staatsobligaties, goud en cash.

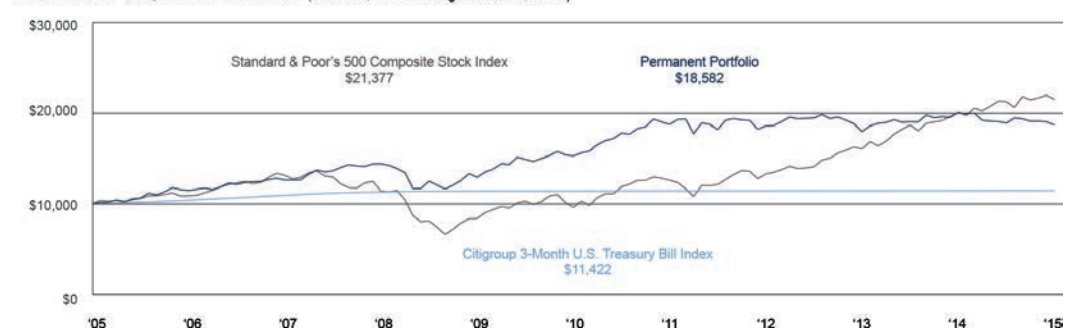
Jaarlijks wordt iedere belegging weer op 25 procent van de portefeuille gebracht. Dus mocht goud stijgen en daardoor dus meer gaan wegen in de portefeuille dan het deel bovenop de 25 procent weer verkocht. Mocht de goudprijs dalen zodat het belang in de portefeuille ook daalt, dan wordt er net zoveel bijgekocht tot dat het percentage

weer 25 procent van de portefeuille bevat.

Omdat de gekozen categorieën amper tot niet met elkaar verbonden zijn levert de portefeuille direct al een lager systematisch risico op. Daarnaast wordt er ook automatisch winst genomen bij koersstijgingen en dus ook bijgekocht bij koersdalingen. In de VS zijn er diverse aanbieders die speciale fondsen hebben gestart die gebaseerd zijn op het concept van de permanente portefeuille (bijvoorbeeld Permanentportfoliofunds.com en Crawlingroad.com).

RENDEMENTEN PERMANENTE PORTEFEUILLE 2005-2015

GROWTH OF \$10,000 INVESTMENT (June 30, 2005 through June 30, 2015)



Bron: Permanentportfoliofunds.com

BELEGGEN IS ONDERHEVIG AAN VELE PSYCHOLOGISCHE VALKUILEN

Guido Baltussen, Senior Quantitative Strategist, Quantitative Research & Strategy bij NN Investment Partners

Psychologische valkuilen kunnen leiden tot inefficiënt beleggersgedrag maar ook soms tot voorspelbare (en dus uitbuitbare) patronen in financiële markten. Het moeilijke is echter dat vele valkuilen vaak geen 'duidelijk ondoordachte beslissingen' zijn, maar juist beslissingen zijn die heel logisch lijken op het moment dat we ze nemen. De wetenschap van de 'Behavioral Finance' bestuurt deze valkuilen en probeert oplossingen aan te dragen. In deze column zal ik ingaan op een van de belangrijkste valkuilen in financiële markten; de 'overconfidence bias'.



Guido Baltussen

Stel je voor dat je in een zaal zit met collega's en dat je gevraagd wordt in te schatten of je een beter dan gemiddelde, gemiddelde of slechter dan gemiddelde autorijder bent dan de doorsnee persoon in de zaal. Ook al ken je misschien niet alle rij capaciteiten van je collega's in de zaal, probeer toch je beste inschatting te geven. Wat zou jouw antwoord zijn?

Vele studies laten zien dat weinig mensen 'slechter dan gemiddeld' zullen zeggen, en een grote meerderheid zichzelf 'beter dan gemiddeld' in schat. Kortom, de meeste mensen denken dat ze bovengemiddelde rijcapaciteiten hebben ten opzichte van anderen. Als we 'autorijder' vervangen door 'belegger' verkrijgt je een soortgelijk beeld: mensen denken dat ze betere beleggingscapaciteiten hebben dan de gemiddelde andere persoon.

Dit is wat psychologen de overconfidence bias noemen. De meeste mensen denken dat ze "beter dan gemiddeld" zijn; oftewel we hebben teveel zelfvertrouwen, iets wat zich manifesteert in vele domeinen van onze beslissingen: van autorijden, tot kansspelletjes, en van sportprestaties, tot beleggen. De bekende psycholoog Daniel Kahneman

noemt deze bias ook wel 'de moeder van alle psychologische valkuilen'. Het lijkt ook iets te zijn wat we nodig hebben om te functioneren als mens: mensen die minder gevoelig zijn voor overconfidence lijken bijvoorbeeld vaker aan depressies te lijden.

Een belangrijke manifestatie van de overconfidence bias ligt in het domein van risico inschatten. Stel je voor dat je denkt aan beleggen in aandelen en dat je het niveau van de AEX (of MSCI World) wil inschatten voor over 1 jaar. Wat is je beste inschatting van dat niveau? En wat is je inschatting van een ondergrens van de AEX zodat er een 10% kans is dat de AEX lager staat dan de ondergrens? En wat is je inschatting van een bovengrens van de AEX zodat er een 10% kans is dat de AEX hoger staat dan de bovengrens? (Tip: schrijf je antwoorden op en vergelijk ze met de realisatie over een jaar of met econometrische inschattingen).

In zulke vragen blijken de meeste beleggers de ondergrens te hoog in te schatten en de bovengrens te laag. Met andere woorden, we onderschatten het risico. Bijvoorbeeld, een redelijke inschatting op basis van econometrische technieken (die over het algemeen goed presteren voor het inschatten van volatilité) uitgaande van een huidig AEX niveau van 420 zou zijn een ondergrens van circa 165, en een bovengrens van circa 685. (Zat je goed?)

Hoe kunnen beleggers zich zo immuun maken voor de psychologische valkuilen?

Alles begint met bewust zijn! Vervolgens is het afhankelijk van het type valkuil, maar bijna altijd zijn het soft tips. Dit omdat we moeten proberen beslissingen van ons onderbewustzijn naar ons bewustzijn te verplaatsen.

*Voor overconfidence geeft Guido een aantal tips gegeven in de afsluitende paragraaf.

Hoe wapenen fondsmanagers zich hier tegen?

Bewust zijn, en het gebruik maken van kwantitatieve modellen, die proberen meer objectieve inschattingen o.b.v. data ipv intuïtief te geven.

Overconfidence heeft substantiële consequenties voor beleggersgedrag. Zo leidt het vaak tot het onderschatten van risico's. Hierdoor zijn te zelfverzekerde beleggers geneigd meer risico te nemen dan ze eigenlijk zouden moeten nemen. Het frappante is

dat dit toch goed uit kan pakken; over het algemeen kan men verwachten dat het nemen van meer risico leidt tot hoger verwachte rendementen (alhoewel dit niet overal in markten lijkt te gelden). Maar dit neemt niet weg dat teveel risico ook (zeer) slecht kan uitpakken (denk aan Nick Leeson en Jérôme Kerviel).

Overconfidence leidt verder tot het teveel vertrouwen hebben in eigen kennis. Bijvoorbeeld, we denken te snel dat we weten welk aandeel of welke beleggingscategorie het beter gaat doen dan de markt (bedenk dat er honderden analisten en beleggingsstrategen zijn die allemaal een soortgelijke call proberen te maken). Hierdoor zijn we geneigd te snel en ook te veel te handelen; overconfidence leidt tot veel turnover in beleggingsportefeuilles. Verschillende studies laten zien dat dit vaak niet ten goede komt aan performance, vooral door hogere transactie-

kosten die het gevolg zijn van de hogere turnover.

Kun je stappen ondernemen om de impact van overconfidence op je gedrag te verminderen?

Zeker. Ten eerste, wordt bewust van de overconfidence bias. Vraag jezelf af bij een beleggingsbeslissing of jouw kennis echt zo uniek is, en waarom jouw kennis beter is dan van de vele andere beleggers. Ten tweede, probeer je inschattingkracht te trainen. Genereer elke week of maand een inschatting van het interval waarbinnen een belegging kan staan over de komende week of maand en vergelijk de uitkomsten met de realisaties. Bekend is dat dit bij verschillende beroepsgroepen de grootte van de overconfidence bias hierdoor vermindert. Kortom, genereer ervaring met, en train jezelf in het voorspellen van marktkoersen. Ten derde, richt je op redenen waarom een call fout

zou kunnen zijn. Dit helpt over het algemeen om de onderschatting van jouw risico tegen te gaan. 'Een gewaarschuwd mens telt voor twee'!

Wat vindt je de belangrijkste variabelen die aandelenrendementen kunnen voorspellen?

Factoren als Momentum (recente winnaars/verliezers blijven winnen/verliezen), Value (aandelen die een lage ratio van markt tot fundamentele waarde hebben doen het beter dan aandelen met hoge ratios), Quality (aandelen met stabiele, kwalitatief goede bedrijfsvoering en winstrekening doen het over het algemeen goed) en Profitability (aandelen van bedrijven met een hoge winstgevendheid doen het beter dan aandelen van bedrijven met een lage winstgevendheid).

Vertrouw op de kracht van ervaring.

Met een grote schat aan kennis en ervaring vervolgt de olifant evenwichtig en standvastig zijn weg.

Slimme investeringen en jarenlange knowhow vormen de basis voor evenwichtige vermogensbeherende fondsen. Dit kenmerkt het succesverhaal van het gemeenschappelijke beleggingsfonds naar Luxemburgs recht Ethna-AKTIV (T).

Voor evenwichtige beleggingen:
ethenea.be/nl/ethna-aktiv

Ethna-AKTIV (T) is geen garantiefonds. Het prospectus en de essentiële beleggersinformatie (KIID), het jaarlijkse en halfjaarlijkse verslag zijn gratis verkrijgbaar (in het Frans en het Nederlands) bij de beheersmaatschappij CACEIS Belgium SA/NV, Avenue du Port / Havenlaan 86C b 320, B-1000 Brussels. Dit fonds is een gemengd fonds onder Luxemburgs recht onder de vorm van een FCP, genoteerd in EUR. Het fonds belegt zijn vermogen in effecten van alle aard, o.a. in aandelen, obligaties, geldmarktinstrumenten, certificaten en termijndeposito's. De totale waarde van beleggingen in aandelen, aandelenfondsen en soortgelijke effecten mag in totaal niet meer bedragen dan 49% van het nettovermogen van het fonds. De belegging in andere fondsen mag niet meer bedragen dan 10% van het vermogen van het fonds. Hoofdzakelijk worden vermogenswaarden verworven van emittenten met zetel in een EU-lidstaat of Zwitserland. Met het oog op de afdekking of de toename van het vermogen kunnen financiële instrumenten worden gebruikt waarvan de waarde afhankelijk is van toekomstige prijzen van andere vermogensbestanddelen (derivaten). U dient elk jaar uw aandeel in de dividenden en/of interesten die door het fonds zijn ontvangen aan te geven op uw belastingaangifteformulier. U vindt verdere informatie hierover in het prospectus en in de KIID. Instapkosten: max. 3,0 %. In België bedraagt de roerende voorheffing 25 %. De actuele prijzen van de fondseenheden worden gepubliceerd in het dagblad De Tijd. De essentiële beleggersinformatie moet voor elke belegging gelezen worden.

BELEGGEN VOLGENS GREENBLATT'S MAGIC FORMULA

Een magische formule die je precies vertelt welke aandelen je moet kopen en verkopen... Dat is toch te mooi om waar te zijn? Volgens Joel Greenblatt niet. In zijn boek *"The Little Book That Beats The Market"* laat Greenblatt zien dat beleggen aan de hand van zijn magische formule je een flink rendement kan opleveren. Selecteer simpel een mandje met aandelen die voldoen aan de maatstaven van de magische formule en voilà, daar is uw rendement. Gedurende de periode van 1988-2004 leverde je dit als belegger zelfs een rendement van 30,4% per jaar op, aldus Greenblatt.

EEN MAGISCHE FORMULE?

De gedachte achter de magische formule is gebaseerd op een erg eenvoudige beredenering.



Pim Postma

Als belegger wil je namelijk graag goede aandelen in je portefeuille hebben, zonder daar al te veel voor te betalen. Dat is precies waar de magische formule voor staat! De formule selecteert bedrijven die een hoog rendement

maken op hun geïnvesteerde kapitaal, en welke tevens tegen een goedkope prijs te koop zijn op de beurs. Door het combineren van deze twee factoren, kun je dus een portefeuille samenstellen van aandelen van bovengemiddelde bedrijven, die aangekocht zijn tegen relatief lage prijzen. Dat is een sterk fundament voor het behalen van een mooi rendement. Logisch toch?

WERKT HET IN DE BENELUX?

In mijn onderzoek neem ik Joel Greenblatt's *'Magic Formula'* strategie mee naar de aandelenmarkt van de Benelux. Over de periode van 1995-2014 stel ik jaarlijks een portefeuille samen van 10 aandelen uit de Benelux die voldoen aan de eisen van de magische formule. Vervolgens vergelijk ik het rendement van deze

portefeuille met het rendement van de brede aandelenmarkt in de Benelux.

De resultaten uit mijn onderzoek laten zien dat de magische formule ook zeker in de aandelenmarkt van de Benelux werkt. Daar waar de brede aandelenmarkt van de Benelux circa 9,23% per jaar oplevert (inclusief dividend), presteert de *'Magic Formula'* portefeuille een stuk beter. Gedurende deze betreffende periode behaalde de magische formule namelijk een rendement van **16,93%** (inclusief dividend).

De vraag die zich dan ook aandient: waarom volgt niet iedereen deze beleggingsstrategie? Het volgen van een dergelijke strategie vraagt om een grote hoeveelheid discipline van de belegger. Er zijn namelijk perio-

des waarbij de *'Magic Formula'* strategie het niet beter doet dan de brede aandelenmarkt. In mijn onderzoek was dit zelfs in 30% van de jaren het geval. Gedurende die tijden zullen veel beleggers eieren voor hun geld kiezen en stappen over naar een andere beleggingsstrategie. De beleggers die echter wel de discipline en het geduld hebben om jarenlang vast te houden aan een bewezen strategie, zullen hoogstwaarschijnlijk achteraf het hardste lachen!

Interesse in het volgen van de *'Magic Formula'* strategie, of vragen over het onderzoek? Neem contact op via pim@tradersonly.nl

Geschreven door: Pim Postma, MSc Finance student aan de Tilburg University

PASSIEF BELEGGEN LOONT, TECHNISCHE ANALYSE IS ZINLOOS

Het voorspellen van beurskoersen, dat is uiteraard wel waar een groot deel van de financiële industrie zich op richt. Maar als voorspellen tot een bepaalde hoogte goed mogelijk is, wordt dat dan niet direct weg gearbitreerd? We vragen het aan dr. Dirk Gerritsen die in 2014 op dit onderwerp promoveerde.



Dirk Gerritsen

Wat raadt u beleggers absoluut aan?

Het enigszins accuraat voorspellen van rendement blijkt een zeer lastig, zo niet onmogelijk, proces. Bijvoorbeeld, de aandelenwaarderingsmodellen waarbij risico en rendement aan elkaar worden gekoppeld, blijken in de praktijk ook weinig houvast te geven: de aandelen met een hoge bèta blijken het op de lange termijn juist slechter te doen dan aandelen met een laag risicoprofiel. Dat is slechts één illustratie van de moeilijkheid van beleggen. En dat beleggen moeilijk kan zijn, wordt verder geïllustreerd door de outperformance van professionele beleggers: je ziet dat de overgrote meerderheid geen waarde toevoegt. Ik

raad aandelenbeleggers dan ook aan om zich vooral op de kosten te concentreren: houd deze zo laag mogelijk. Op het rendement is namelijk toch moeilijk te sturen.

Geldt dit ook voor particuliere beleggers die actief beleggen?

Als het professionals doorgaans al niet lukt om de markt te verslaan, dan is het wellicht ook een illusie dat de gemiddelde particulier hier wel in slaagt. Keer op keer wordt in academische studies aangetoond dat transactiekosten een belangrijke driver zijn van de underperformance van particulieren. De les die daaruit te trekken valt, is dus vooral: houd het aantal transacties beperkt. En als je realiseert dat het verslaan van de markt voor de meesten toch niet is weggelegd (denk aan die professionals die het ook al niet kunnen), beperk het handelen dan wellicht tot het minimum en ga over op het passief volgen van een index. Minder spannend, maar vaak wel lonender.

Verschillende handelsregels, bijvoorbeeld op basis van technische analyse, raden toch juist geregeld een koop- of verkoopmoment aan?

Dat klopt inderdaad. Er zijn veel verschillende technische handelsregels beschikbaar voor beleggers. De overgrote meerderheid van de academische studies is echter helder over het nut hiervan. Dat

is er niet. Althans, niet voor de belegger. Zo is de conclusie wel eens getrokken dat het zeer rationeel is voor brokers om deze functionaliteit aan te bieden: het zet aan tot handel en dus tot commissie-inkomsten. Voor beleggers is het echter niet verstandig om er naar te luisteren. Zij verdienen er niets extra's mee, maar maken wel veel extra kosten.

En adviezen op basis van fundamentele adviezen, kan een belegger daar wel wat mee?

Ik heb dit eens op een rijtje gezet voor de Nederlandse markt voor de periode 1995 tot 2013. Je ziet dat adviezen van dit soort analisten gepaard gaan met koersbewegingen, waarbij de koers stijgt bij een opwaardering en daalt bij een afwaardering. In internationaal onderzoek is al eens aangetoond dat dit niet slechts komt omdat analistenadviezen vaak volgen op persberichten van bedrijven. Zelfs als een advies wordt uitgegeven na bedrijfsnieuws, zie je dat de analist toch nog koersinvloed heeft. De hamvraag is natuurlijk: kunnen beleggers hier wat mee, of is deze nieuwe informatie razendsnel in de koers verwerkt?

Voor afwaarderingen blijkt dat de koers gemiddeld nog licht daalt in de week na de publicatie, dus, gemiddeld gezien bleek het beter om na een afwaardering niet direct op koopjesjacht te gaan, maar dit nog een weekje uit te stellen. Verder zie je over de gehele

linie dat de informatie van dit type analisten direct in de koers wordt verwerkt. Ze hebben dus doorgaans wel koersinvloed, maar de informatie is doorgaans zo snel in de koers verwerkt dat je er als belegger moeilijk een actieve strategie op kunt baseren.

U had het al over passief beleggen, ziet u de opkomst van ETF's verder doorgaan?

Deze beleggingscategorie heeft recent reeds een sterke groei doorgemaakt en ik verwacht dat dat voorlopig nog wel doorgaat. Tegelijk zie je dat de kosten van actieve fondsen naar beneden zijn gegaan als gevolg van de concurrentie van ETF's. Dus al zet de groei van ETF's niet door, de winst voor beleggers is groter dan je zou zeggen door alleen te kijken naar groei in passieve fondsen.

BOEI, VERRAS, OVERTUIG EN BEREIK RESULTAAT

Sommige mensen komen verbluffend goed over als ze presenteren. Hun publiek is geamuseerd en doet ook nog wat de spreker verwacht. Hoe komt dat toch? Hoe is op zo'n manier presenteren te leren?

OVERTUIGEND PRESENTEREN

DRIEDAAGSE TRAINING VOOR DIRECTIE, MANAGEMENT & ADVISEURS

Na deze driedaagse training:

- voelt u zich tijdens presentaties op uw gemak.
- spreekt u boeiender, doordat u beter contact legt met uw publiek.
- gaat u moeiteloos om met kritische vragen of weerstanden.
- heeft u een professionele kijk op visuele hulpmiddelen.
- formuleert u complexe materie kort en snijdt u deze toe op uw doelgroep.

Volg deze training op de volgende data:

- 9 november, 7 en 8 december 2015, NH Hotel Jan Tabak Bussum
- 23 mei, 13 en 14 juni 2016, NH Hotel Jan Tabak Bussum

Meld u direct aan via AlexVanGroningen.nl

M&A CFO FM.NL AV

21 PE UREN

Burgemeester Haspelaan 63 • 1181 NB • Amsterdam • Tel 020 6390008 • Fax 020 6391025 • info@alexvangroningen.nl • alexvangroningen.nl

ROBOTBELEGGERS IN AANTOCHT

Wie in Nederland belegt kent vrijwel zeker Cees Smit van Todays Groep. Smit krijgt vaak aandacht met zijn vaak 'bearish' verwachtingen voor de aandelenmarkten in diverse media en verschijnt af en toe ook op televisie. In 2000 en 2007 had hij het bij het juiste eind. Veel beleggers noemen hem de meest negatieve belegger. We doen met Cees een kort rondje langs de beleggingsvelden en vragen zijn visie op de toekomst.

Hoe ziet u de markt voor de NL belegger ontwikkelen de komende jaren?

Ik denk dat er meer robot- en system-trading zal zijn in de plaats van de beleggingsadviseur. Ook denk ik dat veel meer beleggers terug gaan naar goede actieve beleggingsfondsen. Beleggers zullen zien als de beurs binnenkort een correctie maakt dat een tracker 1 op 1 mee omlaag gaat en dat is uiteindelijk niet wat beleggers willen. Dus goedkoop is toch weer duurkoop.

Verwacht u dat de NL en BE belegger op termijn meer over de grens gaan beleggen?

We zien nu al een tijd dat iedereen meer internationaal gaat, direct na de kredietcrisis ging iedereen meer terug naar eigenland (beleggen in wat men kende) maar de laatste jaren zien we dat iedereen veel meer internationaal gaat. Sowieso zijn de AEX-index en de BEL20-index alles behalve attractief. Je mist sexy aandelen zoals je veel in de VS hebt een Apple, Tesla, First Solar, Biotech.

Ziet u de kosten voor beleggen nog verder dalen?

Nee, hoewel de geruchten zijn dat er partijen het gratis willen gaan doen merk je al een paar jaren dat een klant het belangrijker vindt service te krijgen en hulp bij problemen. Ook wil men transparantie over de prijsvorming. De klant is niet gebaad bij in-house matching (binnen de bank of Broker tegenpartij zijn van de klant). Als laatste willen cliënten ook in drukke markten kunnen handelen, we hebben nu te vaak gezien dat discounters offline zijn als er veel drukte is op de beurs. Kortom met de huidige lage tarieven kun je maar beter voor kwaliteit kiezen.

Verwacht u nieuwe brokers in NL?

Ik verwacht niet special nieuwe brokers, de discounters hebben dat moeilijk (lees onmogelijk) gemaakt. Wel verwacht ik op de langere termijn consolidatie in de broker markt. Dit zal ook leiden tot nieuwe of vernieuwde spelers op de Nederlandse en Belgische markt.

Verwacht u dat de opkomst van de ETF's de genadeklap betekent voor de actieve fondsen?

Nee ik verwacht juist dat als de markt een keer corrigeert (daalt) dat beleggers inzien dat

ETF's gewoon de markt volgen en dat een goede manager wel degelijke toegevoegde waarde heeft. Natuurlijk, de managers die geen keus maken en puur tegen een index aan zitten hebben nauwelijks toegevoegde waarde.



Cees Smit

Denkt u dat er ooit een ont koppeling komt tussen kosten en de omvang van de beleggingen? Dus een fixed fee i.p.v. een percentage?

In onze beleggingsfondsen (ForTomorrow.nl) hebben we dit al heel lang, wij betalen alle kosten en een procentueel bedrag wordt door gezet. In vermogensbeheer zie je juist vraag naar vaste bedragen per maand, immers als je een miljoen te beleggen hebt is een procent veel meer geld dan

als je een honderdduizend euro te beleggen hebt.

Wat noemt u de meest sterke variabelen die aandelenrendementen kunnen verklaren?

Lage rente, hogere winsten bij bedrijven en het feit dat er weinig alternatieven zijn om in te beleggen. Maar ik heb veel gelezen over de crisis van de jaren dertig en daar zagen we dat het verschil tussen arm en rijk ook grote invloed heeft. Als beleggingen over een de smal deel van de bevolking zijn verdeeld dan kan een verkoopgolf van de kleine groep grote gevolgen hebben.

Moeten beleggers macro-nieuws volgen en zo ja welke variabelen?

Beleggers moeten naar de huizenmarkt en de arbeidsmarkt kijken: beiden hebben grote effecten op de consumptiebereidheid van de burgers. Consumptie is alles bepalend voor de groei van de economie.

U staat bekend als beer, waarom noemt u de aandelenmarkten te duur?

Een aantal sectoren zoals de biotech, maar ook social media bedrijven, 3D printers, elektrische auto's en cloud computing zijn zwaar overgewaardeerd. Ook

oude waarden als olie- en staalbedrijven zijn veel te duur geworden door de enorme daling in de commoditymarkten (bijvoorbeeld de lage olieprijs). Als bubbels in bepaalde sectoren klappen dan zien we effecten op de gehele beurs. Zo hebben we recent de automobielsector zien vallen omdat ze niet konden voldoen aan de enorm strenge milieueisen. Ook concurrentie veranderingen hebben sectoren over gewaardeerd gemaakt, denk maar aan de vliegtuigmaatschappijen maar ook de taxibranche gaat snel veranderen. Een paar trends zoals vergrijzing en de deeleconomie (airbnb en het delen van auto's) zal grote effecten op consumptie hebben en dus mogelijk trends breken.

Zijn de hoge rendementen van aandelen niet ten dele te verklaren door delisting biases?

De hoge rendementen zijn deels ook te verklaren, door inkoop eigen aandelen, belastingtrucs (zoals Apple die obligaties uitgeeft om aandelen te kopen) maar vooral de rente en het TINA-effect zijn nu doorslaggevend maar als beurzen dalen wil iedereen toch naar cash.

Ik wil dan ook beleggers waarschuwen door ook als is de rente laag niet met geleend geld te beleggen en altijd geld klaar te hebben om te kopen bij paniek op de beurzen. Want ook al ben ik een beer, ik weet ook te profiteren van een stijging na een snelle daling.

OPGANG ETF'S BIEDT OOK WEER VOOR ACTIEF BEHEER MOGELIJKHEDEN



Karel Merckx

De meeste beleggers die ook actief op Twitter zijn kennen ongetwijfeld Karel Merckx. De bekende belegger die na een uitstap bij Lynx weer terug is op het oude Elsevier-nest neemt met ons kort zijn visie op beleggen door.

Hoe ziet u het beleggingslandschap ontwikkelen?

Het beleggerslandschap zal over tien jaar veranderd zijn. Er zullen aanmerkelijk minder beleggers actief zijn dan nu. Dit komt omdat de koersen weer een keertje gaan halveren; net zo als in 2000 en 2008. Indicatoren zoals de Q-ratio en de Shiller-k/w geven namelijk waarden aan waaruit blijkt dat het niet vreemd zou zijn als aandelen sterk zouden dalen. Deze twee indicatoren zijn één van de weinige indicatoren die een hoge correlatie hebben tussen lage standen en hoge rendementen en vice versa. Deze indicatoren hebben betrekking op Amerikaanse aandelen, maar Europese aandelen volgen Amerikaanse aandelen. Ik verwacht dat bij de volgende daling het herstel niet zo sterk zal zijn als bij de afgelopen twee keren. De beleidsmakers hebben immers het grootste gedeelte van hun kruik om te stimuleren al verschoten.

Ziet u op termijn de indexfondsen de actieve fondsen uit de weg ruimen?

Nee, hoe meer beleggers in ETF's beleggen hoe meer ontslagen er zullen vallen bij de actieve fondsen. Dit betekent dat er minder professionals aan het zoeken zijn naar prijsafwijkingen. Als geld blijft stromen van actieve fondsen naar ETF's, dan zullen er steeds meer kansen bestaan voor actieve fondsen om rendement te maken, waardoor de trend vanzelf weer draait.

Moeten beleggers het macro-economische nieuws wel volgen?

Dit is afhankelijk van het land. In China is de correlatie tussen macro en beurs laag. De economie is in de afgelopen acht jaar verdubbeld, maar de beurskoersen zijn in deze periode met

tientallen procenten gedaald. In de Verenigde Staten is de correlatie een stuk hoger. De belangrijkste voorspellers van een recessie zijn in de Verenigde Staten de winstgroei van de S&P500 zonder grondstoffen en de werkgelegenheid. Andere voorspellers, zoals een inverse yield curve, werken een stuk minder goed door het beleid van de FED.

Wat noemt u de beste voorspellers voor aandelenrendementen?

De beste voorspeller voor aandelenrendement van grote bedrijven is de groei van het dividend. Op lange termijn is er een hoge correlatie tussen de groei van het dividend en de aandelenkoers. De belegger kan hiervan profiteren door een bedrijf uit te kiezen dat het dividend jaarlijks met een groter percentage laat groeien dan de inflatie. De pay-

out ratio geeft aan of de groei van het dividend houdbaar is. De verhouding tussen schuld en bezit geeft vervolgens aan of het bedrijf tennovels kan opvangen. Een aandeel wat bijvoorbeeld aan deze eisen voldoet is Exxon Mobil.

Hoe ziet u de kosten van beleggen ontwikkelen?

De kosten zullen blijven dalen. De bodem is nog niet inzicht. In de Verenigde Staten zijn er al partijen waar vermogensbeheer tot \$10.000 helemaal gratis is.

Ten slotte, heeft mobiel beleggen überhaupt toekomst?

Nee, beleggen is iets voor de lange termijn. Hiervoor is tijd en aandacht nodig. Beleggers zullen niet in de trein hun lange termijn posities gaan uitbreiden.

DE PLANNEN VAN HCC BELEGGEN

De beleggingsclub HCC Beleggen geldt als één van de meest bekende beleggingsclubs van Nederland. Sinds enige jaren is HCC Beleggen zelfs de enige beleggingsclub die een event voor beleggers organiseert. HCC Beleggen doet dit zelfs 2 maal per jaar in de Bilt. We spreken met bestuurslid Leo Rasch over de ontwikkelingen bij HCC Beleggen en zijn visie over beleggen.



Leo Rasch

Hoe lang bestaat HCC beleggen al?

Begin 1991 werd er een oproep geplaatst in het verenigingsorgaan van de HCC aan mensen die interesse hadden in "beleggen

en computers". In eerste instantie reageerden daar circa 60 HCC Leden op en dat was toen voldoende om de interessegroep "HCC Beleggen", officieel op 23 maart 1991, op te richten.

Waar focust HCC beleggen zich op en wat zijn de doelstellingen?

De doelstelling van HCC Beleggen is eigenlijk in al die jaren niet wezenlijk veranderd "het uitwisselen van kennis en ideeën op het gebied van beleggen en computers". Binnen HCC Beleggen zijn er mensen die veel verstand van beleggen hebben, maar weinig van computers, software en algoritmes en omgekeerd. Binnen HCC Beleggen is er volop aandacht voor beide benaderingen. Je vindt dit dan ook terug in thematische en regionaal georiënteerde interesse groepen.

De komst van het internet, het telebankieren, online brokers, nieuwe vormen van financiering geavanceerde software zorgt er telkens voor dat de behoefte blijft om ervaringen en hands-on kennis uit te wisselen. Onze HCC Beleggen symposia, op 10 oktober 2015 is het al de 65ste keer dat we dit organiseren, zijn

daar bij uitstek, mede dankzij sprekers en standhouders, een prima gelegenheid voor.

Wat zijn de belangrijkste activiteiten?

Sinds de start van HCC Beleggen is de – beleggings- en computer - wereld sterk veranderd. Inmiddels wordt de computer door vele bij het beleggen gebruikt, al was het maar om de portefeuille in bij te houden. Dit is ook te zien in de aard van de door het HCC beleggen georganiseerde symposia (dit jaar als voor de 65e keer!). In het begin lag de nadruk vaak op het gebruik van de software zelf en van het zelf maken van beleggingssystemen. Tegenwoordig is het aanbod veel breder. Ook externe beheerders en fondshuizen komen aan de orde om bijvoorbeeld hun visie op het beleggen te geven.

Hoe ziet u het beleggen in aandelen ontwikkelen?

Recent hebben we een mooie periode achter rug. De vraag is hoe nu verder? Dit zal deels afhangen van wat de centrale banken gaan doen. Het is echter niet uit te sluiten dat de volatiliteit (bewegelijkheid) van de markt als geheel gaat toenemen.

Ziet u de opgang van ETF's verder doorgaan?

Zeker. Een van de elementen bij het beleggen is om de kostenstructuur zo laag mogelijk te houden. ETF's dragen hier zeker aan bij.

Wat raadt u beleggers absoluut aan?

Om gedisciplineerd te werk te gaan; beleggen uit de losse pols leidt zelden op termijn tot goed resultaat.

Stel jezelf doelen en laat je niet meeslepen door de waan van de dag.

Vindt u dat de dure beleggingsfondsen die onderpresteren een 2e kans verdienen?

Strikt genomen maken de kosten niet uit, mits daar een goede outperformance tegen over staat. Dat laatste is vaak niet het geval. Hoge kosten met underperformance (op de lagere tijd bezien) is niet te rechtvaardigen.

Denkt u dat de gemiddelde NL belegger dichtbij huis blijft beleggen of dat hij toch meer over de grens gaat?

is, staat ook op het netvlies van de Nederlandse belegger. Je belt op het netwerk van KPN, tankt bij Shell of werkt via Randstad. Deze bekendheid met een aandeel maakt dat de belegger zich sneller een beeld zal vormen van een eventuele belegging.

Vindt u dat small caps in NL genoeg aandacht krijgen van analisten en beleggers?

Helaas worden steeds meer fondsen nauwelijks meer gevolgd door analisten. De afgelopen jaren zijn sowieso veel analisten en researchteams gesneuveld, met als gevolg dat kleinere fondsen vaak nog maar door 1 of 2, of zelfs geen enkele analist meer wordt gevolgd. Dit is zonde. Enerzijds zijn het juist de kleine fondsen waar analisten nog mee kunnen 'scoren'. Een fonds als Shell wordt al door zo veel analisten gevolgd dat het moeilijk is om hierover nog met een originele mening te komen. Daarbij zijn er vaak hogere rendementen te maken

Het is wel te hopen want de enige 'free lunch' bij het beleggen krijg je door een goede spreiding. Je ziet echter dat een deel van de beleggers nog te beperkt bezig is.

Wat is uw visie op smart bèta? Smart marketing?

Als je dezelfde fondsen als uit de index neemt en je wijzigd de weging eindeloos dan blijkt uit onderzoeken dat 'elke' andere weging de index verslaat! Daarnaast speelt slimme marketing uiteraard altijd een rol.

Hoe zou u obligatie-exposure op willen nemen in je portefeuille?

Niet, en als ik zou moeten kiezen dan zou ik voor obligaties met een korte looptijd gaan.

Wat zijn volgens u de voorspellende variabelen voor aandelen? (als die er al zijn)

Value en momentum kunnen een voorspellende waarde hebben. Maar zoals met alles in het beleggen: niets is zeker en als iets te mooi klinkt om waar te zijn dan is dat meestal ook zo en zeker als een ander het jou voorspiegelt.

BELEGGINGSMARKT WORDT GROTER, DESONDANKS BLIJVEN MENSEN VOORAL 'THUIS' BELEGGEN



Merwin Bisseling

Merwin Bisseling's ABM Financial News is voor veel beleggers een vertrouwd adres geworden. Het Amsterdamse bureau behoort samen het ANP tot de enige 2 Nederlandse financiële nieuwsdiensten. Bisseling zag de markten in hoog tempo ontwikkelen en verwacht niet dat dit zal veranderen. We spreken hem op Beursplein 5.

Hoe lang zijn jullie al actief?

ABM Financial News komt voor uit Add is Multiply, dat in 1999 het licht zag. Rond 2008 besloten wij om ons te gaan richten op het aanbieden van financiële data en dan primair van beursnieuws in de Nederlandse taal. Sinds de start zijn we flink gegroeid, dat wil zeggen een grotere redactie en één die langer geopend is, wat resulteert in significant meer artikelen, maar ook meer afnemers en een verhuizing naar Beursplein 5 op het Amsterdamse Damrak.

Hoe ziet u de online beleggingswereld ontwikkelen?

De hele markt wordt sneller, voor een belangrijk deel als gevolg van snellere communicatiemogelijkheden, waarbij internet de grote aanjager is geweest. De markt werd echter niet alleen sneller, maar voor de meeste beleggers ook steeds groter. Wie belegde

er 15 jaar geleden al in opkomende markten, ik denk weinigen. Inmiddels zijn beleggers al een stuk vertrouwder met 'verre beleggingen'. Dit komt ook doordat je bij een online broker niet alleen de Amsterdamse beurs tot je beschikking hebt, maar soms wel tientallen andere beurzen. En via allerlei fondsen, ETF's etc. is men, soms zonder het zelf te weten of te beseffen, ook veel mondialer gaan beleggen. Voor ABM Financial News betekent dit dat de eisen aan ons ook steeds groter worden: sneller het nieuws brengen met een grotere scope, dat wil zeggen over steeds meer producten, landen etc.

Denkt u dat NL beleggers toch bij huis blijven beleggen?

Hoewel beleggers zeker meer buiten de eigen landgrenzen kijken, zullen de meesten toch vooral blijven beleggen in wat ze kennen, dat wil zeggen op de Amsterdamse beurs. Het gros van de bedrijven dat hier genoteerd

door vroegtijdig, dat wil zeggen als fondsen nog relatief klein zijn, in deze te beleggen. De keerzijde is natuurlijk dat er ook forse dalingen voorkomen, maar dit maakt het voor een analist juist een ideaal speelveld. In andere landen bijvoorbeeld zie je meer, vaak kleinere, researchbedrijven dan in Nederland.

Wat zou u beleggers aan willen raden?

Vorm altijd een eigen mening. Het is essentieel om het nieuws goed te volgen, analistenrapporten te lezen etc. Dit is ook precies wat ABM Financial News voor ogen heeft, de belegger zo optimaal mogelijk bedienen door een breed scala aan nieuws en meningen. Een eigen visie, in plaats van blind een advies volgen, zorgt er evenwel voor dat ook wanneer het even tegenzit met een belegging en de koers onder druk staat, je niet direct zenuwachtig wordt.

FOCUS OP ECONOMISCHE CYCLI

Jacob Schoenmaker

Uiteraard kent u Jacob Schoenmaker als wekelijks beurscommentator bij RTLZ. Hier becommentarieert Jacob doorgaans de ontwikkelingen van de korte termijn. Schoenmaker analyseert uiteraard ook de markten voor de langere termijn. De econoom constateert dat actief management in de efficiënte markten doorgaans onbegonnen werk is en dat tevens beleggers zich meer op economische cycli moeten focussen.

BELEGGEN VOLGENS DE CYCLUS

Schoenmaker, die al sinds jaar en dag ook als privé-belegger actief is, begon vooral tijdens zijn studententijd aan de Universiteit van Amsterdam fanatieker te worden met beleggen. Niet geheel verrassend was het aandeel Grolsch in zijn studententijd dan ook een populair aandeel. Schoenmaker kreeg op de UvA onder andere les van Jaap van Duijn (bekend van onder meer Robeco). Van Duijn staat bekend als belegger met een voorkeur voor economische cycli (*"Trends en Cycli"*, 2008). Het is dan ook niet verwonderlijk dat ook Schoenmaker stelt dat beleggers hun portefeuilles op de economische cycli moeten sturen. Dit impliceert dat beleggers hun portefeuilles aan moeten passen al naar gelang de positie van de economie in haar cyclus. Omdat de meeste economieën en beurzen al fors hersteld zijn doen beleggers er volgens hem op dit moment goed aan om hun aandelenbelangen te verminderen.

De kans op oververhitting op de beurzen is volgens de econoom vrij groot. Schoenmaker duidt op de relatief hoge koers/winst-verhoudingen van vooral de Amerikaanse beurzen. Daarnaast zijn ook de emerging markets volgens hem zeker niet immuun voor een mondiale conjunctuurneergang. Bij een terugval van de beurzen raadt Schoenmaker wel weer aan om dan wel gespreid door de tijd heen in te stappen. Schoenmaker refereert verder aan de dromen van Jozef waarbij 7 goede jaren gevolgd worden door 7 slechte jaren. *"Dit soort golven zijn er in de economie te zien. Als je de economie goed voorspelt ben je een topbelegger."* aldus de econoom.

VOORSPELBAARHEID

Schoenmaker stelt verder dat er gedurende de verschillende economische cycli wel degelijk stevige verbanden zijn tussen de rendementen van aandelen en obligaties. Hierdoor kunnen bewegingen van aandelen en obligaties zeker voorspeld kunnen worden. Duidt dit dan niet wel degelijk op inefficiënte markten vragen we hem. Want Schoenmaker stelt immers wel dat actief management in de grote bekende wereldmarkten weinig zinvol is. Schoenmaker pareert deze vraag door te stellen dat ja individuele aandelen en obligaties zeker niet te voorspellen zijn maar wel de cohorten als geheel zijn wel degelijk voorspelbaar. We moeten Jacob dan ook niet vragen of we het aandeel Chevron of Shell moeten kopen maar wel of de

regenjas is niet altijd de beste kledingkeuze. Het is volgens de econoom dus een grote misvatting dat er beleggingscategorieën te vinden zijn die geschikt zijn voor alle conjunctuurfases. Schoenmaker noemt bijvoorbeeld de inmiddels veel geroemde 'low-volatility' aandelen inmiddels ook weer achterhaald. *"Als een beleggingscategorie veel geroemd wordt en de markt duikt er op dan is het voordeel ervan ook weer snel weg"* aldus Schoenmaker. Het is volgens hem dus een vereiste dat beleggers continu om zich heen kijken en niet verliefd worden op bepaalde aandelen of beleggingscategorieën.

Naast het sturen op economische cycli stelt de econoom dat het rente-op-rente effect (volgens Albert Einstein het 8^e wereldwonder) voor de belegger enorm

mooie kansen voor beleggers. Schoenmaker geeft aan dat financiële markten meestal overdrijven en dat de enorme crashes in de oliesector waarschijnlijk te ver doorgeslagen zijn. Hierbij geeft hij aan dat geen voorkeur voor losse bedrijven heeft maar wel voor bijvoorbeeld ETF's op de oliesector. Het aandeel Shell is voor hem echter een uitzondering want dit aandeel lijkt volgens hem stevig op een verkapte obligatie gezien het al jaren relatief hoge dividendrendement.

"Uiteraard zou ik niets liever willen dat vandaag alle energie schoon en duurzaam zou zijn maar helaas is dat de realiteit niet" aldus de econoom. Het zal volgens hem nog wel decennia kunnen duren voordat de fossiele brandstoffen echt verleden tijd zijn. Verder benadrukt de econoom dat de

Schoenmaker. De financiële sector is wat betreft complexiteit te vergelijken met de medische sector, maar wat betreft de advisering met de autobranche. *"De financiële wereld kan dan ook zeker nog enorm leren van de medische wereld. Als ik naar de dokter ga weet ik zeker dat mijn gezondheid het primaire belang is en dat er geen commerciële belangen een rol spelen"*. Als ik een autodealer binnenloop, dan weet ik dat de dealer mij extra accessoires zal proberen aan te smeren. Maar dat is niet zo erg, omdat ik een beeld heb wat die accessoires doen. Maar een financieel specialist kan een klant die geen economie gestudeerd heeft van alles aansmeren. Hier is veel informatie-asymmetrie waarbij de verkopende partij primair een commercieel belang heeft.

Zoals eerder aangegeven is er een enorm positief effect van jaarlijkse ontvangen dividenden en er is uiteraard een enorm negatief effect bij jaarlijkse kosten. Het kiezen voor een ETF op de efficiënte markten (de Europese en Amerikaanse large caps) is dan doorgaans beter dan zelf actief te zijn. Schoenmaker duidt op het feit dat het gros van de actieve fondsmanagers juist hoge bèta's najagen en daarom veel risico's nemen. Dat pakt goed uit als het tij mee zit, maar is desastreus bij een correctie. In deze fase van de economische cyclus vind ik achtergestelde leningen van bedrijven zeer interessant. *"Achtergestelde (perpetuele) leningen van diverse financiële bedrijven zijn helaas amper bekend bij het brede publiek terwijl dit soort leningen, zoals die van de Rabobank, enorm aantrekkelijke rendementen bieden"* aldus Schoenmaker. Er is hier zeker een positief verband tussen de onbekendheid (de inefficiëntie) van de markten en de rendementen hiervan aldus Schoenmaker.

Ten slotte geeft de econoom aan dat hij ook beleggingen heeft gevonden die dagelijks dividenden aan hem uitkeren. Met een knipoog zegt hij dat dit de elektrische gitaren zijn die hem dagelijks speelplezier brengen.



Jacob Schoenmaker

economische cycli gunstig of ongunstig is voor aandelen in het algemeen. Bij het afbouwen uit aandelen noemt Schoenmaker ETF's op grondstoffen en obligaties als goede alternatieven.

NIET BLINDSTAREN OP FAVORIETEN

Het stoort Schoenmaker verder dat veel beleggingsgoeroe's vaak consequent vasthouden aan enkele vaste beleggingscategorieën zoals bijvoorbeeld goud of grondstoffen. Een belegger moet ook weer afstand kunnen nemen als zijn favoriete belegging te hard is gestegen. Het is als met het wisselen van de seizoenen, een

belangrijk is. Het verwonderd Schoenmaker ook dat beleggers vooral naar de waan van de dag kijken en het enorm significante rente-op-rente effect vaak negeren. Verder raadt Schoenmaker aan om geen opties te gebruiken. *"De potentiële verliezen van hefboomproducten worden enorm onderschat maar helaas worden beleggers wel misleidt door de mogelijk enorme hoge rendementen"* aldus Schoenmaker.

OLIE & GAS AANTREKKELIJK

De recent enorm hard gedaalde beurskoersen uit de olie- en gassector noemt Schoenmaker

oliesector in een varkenscyclus zit. Dit betekent volgens hem dat er absoluut opgaande correcties moeten komen omdat veel marktpartijen toch weer moeten kopen. Het zou hem dan ook niets verbazen als de prijs voor een vat olie over 2 jaar weer op de 80 dollar staat.

RENDEMENTEN ONZEKER, KOSTEN ZEKE R

Beleggers doen er volgens Schoenmaker goed aan om te allen tijde op de kosten van hun beleggingen te rekenen. Het gros van de particuliere beleggers dat in actieve fondsen zit wordt dan ook zwaar getild zo benadrukt



Word **nu** lid voor slechts € 300,- per jaar en geniet van de voordelen:

- Gratis interessante bijeenkomsten • VBA Journaal
- Actieve commissies

MACHINAAL BELEGGEN MET SVEN STERCKX: F-SCORE MODEL PIOTROSKI KAN BETER

Sven Sterckx

Binnen het valuebeleggen zijn er in principe maar een handjevol variabelen die de revue passeren: de winstgevendheid, schuld ratio's en kasstromen. Uiteraard zijn hier diverse afgeleides van maar de rode draad bij veel valuescreeners zijn meestal deze 3 variabelen. Eén van de bekendste valuebeleggers uit de VS: Joseph Piotroski scoort al jaren fenomenale cijfers met zijn F-score model.



Sven Sterckx

Volgens onze collega's van de American Association of Individual Investors (AAII) is zijn model met afstand het beste model voor de Amerikaanse aandelen. Toch heeft Sven Sterckx van effectenhuis Dierickx, Leys en Cie (die Paul Huybrechts als topman van de VFB gaat opvolgen) hier kritiek op. We spreken hem hiervoor in Antwerpen.

De resultaten van het Joseph Piotroski's F-score model zijn toch fenomenaal, wat zou er daarom beter kunnen?



Joseph Piotroski

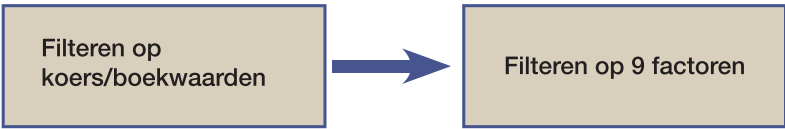
"Ten eerste heb ik zeer veel bewondering voor het werk van Piotroski. Zijn werk was baanbrekend. Het was Piotroski die verder dacht dan enkel value investing en naast de destijds gebruikte value parameter (boekwaarde) ook een kwalitatieve parameter gebruikte." Het F-score model kan in de ogen van de econoom verbeteren door een net iets andere methodiek te hanteren.

SCREEN PERFORMANCE SNAPSHOTS					Annual Price Gain (%)		
	YTD	3Yr	5Yr	10 Yr	Inception	Risk Index	Category
Est Rev: 1p 5% Introduction to the use of earning estimates	4.4%	14.8%	20.5%	21.4%	25.9%	1.76	Earnings Estimates
Piotroski: High F-Score A study of low price-to-book Value stocks to see if its possible to establish basic financial criteria to help separate the winners from the losers.	-28.3%	27.8%	25.6%	16.5%	25.6%	2.08	Value
Est Rev: Top 30 Up Introduction to the use of earning estimates.	3.0%	18.5%	21.8%	20.5%	24.6%	1.83	Earnings Estimates
O'Neil's CAN SLIM An interesting approach that combines both fundamental and technical factors to seek out companies with strong earnings and price momentum.	2.8%	28.2%	15.4%	16.7%	24.2%	1.91	Growth With Price Momentum
Benchmark: S&P 500	4.2%	11.9%	13.5%	4.9%	4.1%	1.00	

Over de afgelopen jaren zijn de rendementen van het F-score model zeer indrukwekkend maar het perfecte model bestaat niet. Zo noteert het F-score model van begin januari tot en eind september met een min van ruim 28 procent.

HUIDIGE METHODIEK F-SCORE MODEL PIOTROSKI:

Piotroski pakt van deze eerste filteren op koers/boekwaarde simpelweg de 20 procent met de laagste waarden. Daarna gebruikt hij de volgende kwalitatieve filtercriteria:



1. Rendement op de activa over het afgelopen fiscale jaar is positief
2. Operationele kasstroom over het afgelopen fiscale jaar is positief
3. Stijgend rendement op de activa (afgelopen fiscale jaar vergeleken met het voorgaande)
4. Operationele kasstroom hoger dan de nettowinst van het voorgaande fiscale jaar
5. Verbeterende schuld ratio
6. Current ratio verbeterend
7. Minder uitstaande aandelen

De beste aandelenscreeners voor de Amerikaanse aandelen. Het F-score model van Piotroski laat alleen het winstrevisiemodel voor zich. Bron AAII.com.

- (dus aandeleninkoop)
8. Stijgende brutomarge
 9. Stijgende omzetten

Net als veel andere Amerikaanse aandelenscreeners worden hier ook bij voorbaat alle financials en pennystocks verwijderd. Het gros van de Amerikaanse beleggingsgoeroes stelt dat financiële gegevens van financials extreem onduidelijk en doorgaans onbetrouwbaar zijn zodat hier niet op te bouwen is.

	Equal-weight portfolio						Value-Weight Portfolio					
	E/M	EBITD A/TEV	FCF/T EV	GP/TE V	B/M	EW Mkt	E/M	EBITD A/TEV	FCF/T EV	GP/TE V	B/M	VW Mkt
Panel A: Annual Returns												
1	10.44%	7.97%	11.03%	8.31%	9.20%	13.04%	9.26%	8.16%	9.76%	7.83%	9.15%	10.09%
2	12.40%	11.36%	11.19%	11.20%	11.93%	13.04%	10.81%	8.97%	10.10%	9.77%	10.61%	10.09%
3	13.74%	12.55%	12.80%	13.41%	13.49%	13.04%	10.42%	9.91%	10.60%	11.29%	10.82%	10.09%
4	14.60%	15.51%	14.38%	15.64%	15.64%	13.04%	11.98%	12.56%	10.74%	13.84%	12.41%	10.09%
5	15.99%	17.66%	16.57%	16.53%	15.03%	13.04%	13.62%	14.39%	13.70%	14.97%	13.62%	10.09%
5-1	5.54%	9.69%	5.54%	8.22%	5.83%	N/A	4.37%	6.23%	3.94%	7.14%	4.47%	N/A
Panel B: 3-Factor Alpha												
1	-0.95%	-1.11%	-1.96%	-1.22%	0.41%	N/A	-0.09%	1.66%	-1.95%	0.23%	2.17%	N/A
(Low)	[-0.77]	[-0.99]	[-1.85]	[-1.08]	[0.54]	N/A	[-0.07]	[1.61]	[-1.56]	[0.26]	[2.8]	N/A
2	1.67%	0.02%	-0.50%	-0.53%	0.98%	N/A	2.34%	-0.22%	1.01%	0.36%	0.94%	N/A
	[2.35]	[0.02]	[-0.71]	[-0.65]	[1.46]	N/A	[2.91]	[-0.29]	[1.27]	[0.49]	[1.13]	N/A
3	1.68%	-0.27%	1.27%	0.63%	0.93%	N/A	0.60%	-0.62%	2.05%	0.63%	0.02%	N/A
	[2.21]	[-0.33]	[1.82]	[0.8]	[1.26]	N/A	[0.66]	[-0.64]	[2.7]	[0.74]	[0.03]	N/A
4	1.44%	1.58%	1.97%	2.10%	1.70%	N/A	0.94%	0.93%	0.73%	2.34%	0.29%	N/A
	[1.77]	[1.97]	[2.58]	[2.69]	[2.33]	N/A	[0.94]	[1.01]	[0.84]	[2.3]	[0.3]	N/A
5	1.30%	2.91%	2.90%	2.06%	-0.67%	N/A	1.08%	2.48%	2.22%	1.83%	-0.90%	N/A
(High)	[1.37]	[3.3]	[3.93]	[2.25]	[-0.7]	N/A	[0.98]	[1.95]	[2.09]	[1.46]	[-0.78]	N/A

sector. "Als een model stelt dat veel olieaandelen nu eenmaal goedkoop zijn dan moeten we in ons beleid hier niet van af gaan wijken" aldus Sterckx.

VOORKEUR BEDRIJFSWAARDE/ EBITDA

Sterckx noemt als beste screener de bedrijfswaarde / EBITDA. De bedrijfswaarde is de som van de marktkapitalisatie, de schulden minus de cash. Dit cijfer delen we door de EBITDA. Volgens Sterckx worden via deze screener bijna alle relevante aandelenvariabelen meegenomen.

Sterckx staat in zijn pleidooi voor deze screener zeker niet alleen want in een recent onderzoek van Wesley Gray en Jack Vogel van de universiteit van Philadelphia wordt deze screener tevens zeer geroemd. Volgens Gray en Vogel die in hun paper 'A Performance Horse-Race over the past 40 Years' (2012) naar een hele reeks aandelenscreeners gekeken hebben behoort deze ratio consistent tot de besten.

De bovenstaande tabel uit het onderzoek van Gray en Vogel toont de rendementen van diverse screeners verwerkt op de Amerikaanse beurs (CRSP

database) over de periode van 1971 tot en met 2010. Ook hier zijn de financials en nutsbedrijven op voorhand verwijderd. Tevens worden de aandelen met de 10 procent laagste marktkapitalisatie buiten beschouwing gelaten. Er wordt alleen gewerkt met aandelen van bedrijven die minimaal 8 jaar actief zijn.

De aandelen worden hier per groepen van 20% verdeeld op basis van hun positie in de screener. Per juni ieder jaar wordt de portefeuille opnieuw ingesteld (voor juni hebben de meeste bedrijven doorgaans hun jaarcijfers gepubliceerd). Panel

A toont de rendementen van de 20 procents-groepen per E/M, EBITDA/TEV, FCF/TEV, GP/TEV en B/M. Deze groepen worden zowel gelijkgewogen (links) als value-gewogen (rechts). De eerste groep (1) bestaat vooral uit groei-aandelen en groep 5 betreft de valueaandelen. We zien dat bij alle groepen de jaarrendementen voor de valueaandelen hoger zijn dan voor de groeiaandelen. Dit zowel voor de groep die gelijkgewogen is als voor de valuegewogen groep. Panel B toont de Fama & French variabelen (met tussen haakjes de T-waarden).

Maar als er goede screeners op

de markt zijn, wordt dit dan niet direct weg gearbitreerd? Sterckx stelt dat dit zeker niet het geval is want voor veel markten is er amper goede en complete data. "Het gebrek aan goede research, vooral voor de Europese landen, is zeker een kans voor de belegger" aldus Sterckx. Verder benadrukt hij dat het gebruik van screeners juist de emotionele valkuilen, waar beleggers continu en masse instappen, juist uitsluit. Maar beleggers moeten te allen tijde een helicopterview houden en waken voor valuetraps zoals te hoge dividendrendementen, te lage koers/winst-verhoudingen etcetera zo besluit Sterckx.

BELEGGER MOETEN VEEL LANGERE HORIZONNEN AANHOUDE

Om op de langere termijn goed te beleggen is het essentieel dat beleggers de ruis van de dag vergeten. Ook het kijken naar korte termijn events zoals kwartaalcijfers is doorgaans puur ruis aldus de fondsmanagers Filip Weintraub en Jonas Edholm van Skagen Funds. "Waar beleggers in de jaren zeventig hun aandelen doorgaans meerdere jaren aanhielden is dit nu nog maar amper maar een paar maanden" aldus de fondsmanagers. Dit soort korte termijn beleggen kan volgens hun dan ook nooit tot duurzame positieve rendementen leiden.

Weintraub en Edholm hebben hun beleggingen gemiddeld 5 jaar in hun portefeuille. "Aandelen worden natuurlijk wel veel eerder verkocht indien we dat nodig achten" aldus Weintraub in een video-interview met Analist.be.

De tijd dat Skagen een aandeel in haar portefeuille houdt noemt Weintraub een functie van de waarde. Indien een aandeel inmiddels geen onderwaardering meer heeft dan kan het zeker eerder in aanmerking komen om winst te nemen aldus Weintraub.

Wanneer het aandeel volgens de fondsmanagers nog steeds ondergewaardeerd is dan blijft het simpelweg 'op de plank liggen' in het fonds.

Het is dan niet devies om snel een alternatief aandeel te zoeken maar er wordt pas ver-



Filip Weintraub

kocht en gekocht indien nieuwe aandelen een lagere onderwaardering hebben. "Het feit dat de markt een bepaalde onderwaardering op de korte termijn niet onderkend is voor ons inherent aan beleggen. Een langere beleggingshorizon is daarom essentieel" zo stellen de fondsmanagers.

BOTTOM UP BELEGGEN IN HET KORT DOOR FILIP WEINTRAUB: 3 U'S

De beleggingsstijl van Skagen kan gekwalificeerd worden als een pure bottom-up value stijl. Dit komt er op neer dat top-down zaken, zoals macro-economische factoren en geopolitiek, in principe (afgezien van ethische kwesties) amper een rol spelen bij het be-

leggingsproces. Weintraub duidt op de 3 U's die het selectieproces van aandelen in een notendop samenvatten:

- Undervalued
- Unpopular
- Under researched

Met 'undervalued' worden uiteraard ondergewaardeerde aandelen bedoeld. Dit niet alleen op basis van de klassieke waarderingsmaatstaven zoals de koers/winst-verhouding, dividendrendementen en boekwaarden maar ook op basis van perspectieven en positioneringen in de sector. 'Unpopular' duidt op het feit dat een aandeel buiten beeld van

de beleggers/analisten/media is geraak (terecht of onterecht). Weintraub stelt dat het gros van de aandelen meestal terecht onpopulair is geworden, bijvoorbeeld door verouderde businessmodellen. Het is daarom volgens hem een enorme uitdaging om juist aandelen te vinden die onterecht uit de gratie zijn geraakt.

Met 'under researched' worden aandelen bedoeld die amper of niet door analisten gevolgd worden. Weintraub stelt dat het niet perse smallcaps zijn die door de analisten links worden gelaten.

VERMIJD HET BENCHMARK-DENKEN

Volgens de fondsmanagers is het

gebruik van benchmarks (het vergelijken van de rendementen met die van de indices) meestal een camouflagetruc (ook wel de 'Tyranny of benchmarks' genoemd). Hiermee bedoelt Weintraub dat veel fondsen hun rendementen graag relatief spiegelen en niet nominaal. "Het risico van een aandeel is nu eenmaal het risico van kapitaalverlies en niet marktvolatiliteit" aldus Weintraub.

LAAG AANTAL HOLDINGS KAN RISICO WEL VERLAGEN

Waar het doorgaans volgens de gangbare beleggingstheorie de regel is dat hoe meer aandelen er in de portefeuille zitten dat dan ook het systematische risico van de portefeuille lager wordt. Dit hoeft volgens Weintraub echter niet altijd te gelden. Volgens hem is zeker mogelijk om bij een beperkt aantal aandelen toch het systematische risico van de portefeuille te verlagen. Bij Skagen Funds beslaat de top 10 grootste beleggingen ruim 40 procent van de portefeuille. "Een relatief lager aantal aandelen in de portefeuille klinkt qua risicospreiding contra-intuïtief maar dit kan toch ondervangen worden door aandelen te kiezen die weinig correlaties met elkaar hebben" zo stelt Weintraub.

AEX EXPERIENCE Amsterdam Exchange Experience

Stap in de wereld van de beurs

Amsterdamse beurs opent deuren voor het publiek

<http://www.aex.nl/amsterdam-exchange-experience>



Kom met uw bedrijf, cliënten, studenten, collega's, leden van beleggings- of serviceclub of andere groep geïnteresseerden naar de AEX Experience en werp met uw groep een exclusieve blik achter de schermen van de Amsterdamse beurs! Een unieke experience waarbij u op interactieve wijze meer leert over de functie van de beurs in de moderne economie, de rol die zij speelt in de maatschappij, haar meer dan vier eeuwen oude historie, en nog veel meer. Ook krijgt u de gelegenheid uw beleggersprofiel te bepalen en kunt u uw vaardigheden als handelaar in de crowd testen! Een blik op de beursvloer is vanzelfsprekend ook onderdeel van de rondleiding in de AEX Experience. Omdat het een exclusieve rondleiding voor uw groep is, zijn aanpassingen in het programma (beperkt) mogelijk. Daarover spreken wij u graag met u...



"Fundamental Indexation werkt het beste wanneer valueaandelen stijgen en wanneer markten stabiel zijn."

Robert Arnott

WAAROM VROUWEN BETER BELEGGEN

Ondanks dat veel beleggingsonderzoeken aantonen dat het beleggen in aandelen op termijn beter door vrouwen gedaan kan worden zijn vrouwen in de beleggingswereld nog stevig in de minderheid. We spreken tv- en radiopresentatrice Janneke Willemse hier over.

Hoe lang belegt u al?

In 2000 ben ik begonnen met een beleggingsverzekering, die trouwens dit jaar heeft uitgekeerd. Ondanks de hoge kosten heeft die toch nog rendement opgeleverd. Maar goed, dat is niet echt zelfstandig beleggen natuurlijk. Daar begon ik een beetje mee toen ik in 2003 bij Finance Television startte als presentator. Dat was toen vooral af en toe een beetje handelen, heel erg korte termijn en het leverde me weinig op. Later startte ik met beleggingsfondsen, maar daar stopte ik mee toen ik een beleggingshypotheek nam.

Op 1 januari 2013 ben ik serieus gestart met beleggen in individuele aandelen en doe ik daar verslag van op mijn blog blondjesbeleggenbeter.nl. Tot nu toe gaat het goed. De rendementen: 2013 +7,34% (vs AEX +17,24%), 2014 +24,94% (vs AEX +5,64%) en dit jaar tot nu toe +9,85% (vs AEX -2,86%). Dat laatste doet wel erg pijn trouwens, aangezien ik eerder dit jaar nog



Janneke Willemse

op een rendement van 28 procent stond!

Wat raadt u beleggers ten alle tijde aan?

Blijf rustig en beleg alleen met geld dat je echt kunt missen. Ook scheelt het enorm als je een

langere horizon hebt, zodat je niet bij iedere paniekgolf het gevoel krijgt dat je moet verkopen. Verder: als je actief wilt beleggen, doe het dan alleen doen omdat je het leuk vindt. Anders kun je beter maandelijks in een goedkope ETF stappen en er verder niet naar omkijken.

Wat vindt u de belangrijkste variabelen die aandelenrendementen kunnen voorspellen?

Ik geloof niet dat die variabelen er echt zijn. Een goede CEO die vertrouwen uitstraalt, een bedrijf dat een voorloper is in z'n sector en een sector waar je toekomst in ziet; dat zijn een paar mooie aanwijzingen dat het wel eens goed zou kunnen gaan, maar of er ook echt een voorspellende waarde voor de beurskoers in zit.... Dat denk ik niet. Ik hou er altijd rekening mee dat een belegging verkeerd kan uitpakken.

U stelt dat vrouwen beter beleggen, waar blijkt dat uit?

Dat blijkt uit allerlei wetenschappelijke onderzoeken, waaronder die van de Universiteit van Maastricht.

Waarom zitten er nog zo weinig vrouwen in de beleggerswereld?

Ik heb geen idee. En ik weet ook niet zeker of het wel echt zo is. Ik zie ze niet veel op evenementen, maar wie weet zitten die vrouwen wel thuis te handelen. In klantenbestanden van brokers en onder bezoekers op beleggingswebsites is de verhouding ook vaak 80-20, maar wie weet zijn de vrouwen actief onder de naam

van hun man of vriend.

En als je nu gaat zeggen: 'ze zitten ook niet op topposities', kijk even naar deze namen: Angelien Kemna is de baas van APG, Merel van Vroonhoven van de AFM, Janet Yellen van de Fed, Edith Siermann is de baas van de vastrentende tak van Robeco, Christine Lagarde van het IMF en Caroline Princen zit in de Raad van bestuur van ABN Amro en dan heb ik nog lang niet iedereen genoemd.

Wat zijn de verschillen qua beleggen tussen mannen en vrouwen?

Vrouwen zijn minder stellig en geven eerder toe dat ze iets verkeerd gezien hebben: ze nemen eerder verlies. Verder handelen ze minder dan mannen, wat een gigantische voorsprong op kostenniveau betekent. Dit betekent overigens niet dat iedere vrouw meer rendement maakt dan iedere man, maar gemiddeld gezien doen vrouwen het beter dan mannen.

Mocht je willen lachen om mijn beursbloopers of meegenieten van mijn successen: meld je aan voor mijn mailtjes op blondjesbeleggenbeter.nl/mailservice

VAN ZEIJL WAARSCHUWT AANDELENBELEGGERERS



Corné Van Zeijl

Qua mooie aandelenrendementen is de pijn nu wel behoorlijk leeg zo verwacht Corné van Zeijl, fondsmanager bij ACTIAM. De afgelopen decennia waren volgens hem absoluut prachtige jaren. Vooral de koersen van Europese staatsleningen staan op hun hoogste koersen ooit. Voor de komende jaren gaat de fondsmanager dan ook uit van forse lagere rendementen op zowel aandelen als obligaties.

Voor aandelen wereldwijd

verwacht van Zeijl een rendement van 4,7 procent. Over de afgelopen 25 jaar lag dit nog 2 procent hoger. Van deze 4,7 procent is 2,7 procent afkomstig uit dividenden. Van Zeijl stelt dat aandelenrendementen op lange termijn nu eenmaal fors afhankelijk zijn van de bedrijfswinsten. De bedrijfswinsten zijn op hun beurt weer afhankelijk van de economische groei, maar die is nu tanende volgens hem. Die beperkte economische groei wordt vooral veroorzaakt door het afbouwen van schulden. Iemand die spaart, consumeert niet. Daarnaast ziet Van Zeijl dat de marges van bedrijven vooral in de USA op een zeer hoog niveau zitten. Als Amerikaanse werknemers een hoger loon eisen en krijgen zullen deze marges onder druk komen. In Europa is er nog wel ruimte voor verbetering aldus Van Zeijl.

Voor obligaties verwacht de fondsmanager een nog grotere terugval: van een gemiddeld rendement van 8,1 procent over de afgelopen 25 jaar naar een rendement van 1,3 procent. Deze winst moet dan puur uit

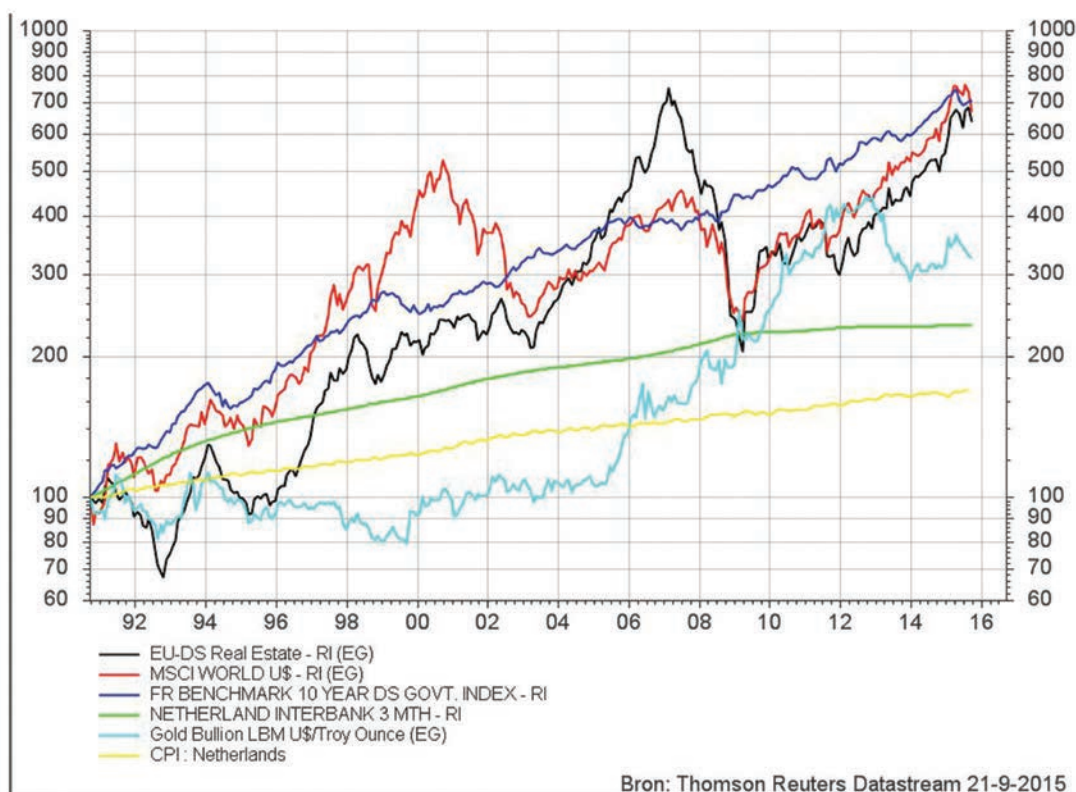
de couponbetalingen want qua opwaarts potentieel is de grens absoluut bereikt aldus Van Zeijl.

WEL OPTIMISTISCH OVER VASTGOED

Vastgoed biedt de beleggers

nog wel kansen voor de beleggers volgens hem. Hij duidt daarbij op de relatief hogere dividenden die het gros van het totaalrendement zullen gaan bepalen. Van Zeijl voegt er nog aan toe dat de Nederlandse belegger die op dividendjacht gaat dit nog steeds

het beste dichtbij huis kan doen. Dit niet alleen vanwege eventuele ingehouden dividendbelastingen maar ook vanwege het feit dat het dividendenspectrum in Nederland qua breedte ruim voldoende is.



DE KRACHT VAN DE CAPE-RATIO VOOR INTERNATIONALE AANDELEN



Mebane Faber

Nog altijd noemen aandelenbeleggers de koers/winst-verhouding één van de meest sterke variabelen om aandelenrendementen te voorspellen. De theorie stelt dat hoe hoger deze ratio is, hoe duurder het aandeel is en omgekeerd. Helaas ontbreekt voor deze theorie weinig empirisch bewijs hetgeen door veel academische wordt toegeschreven aan het feit dat maar een momentopname is. Nobelprijswinnaar Yale professor Robert Shiller bedacht daarom een variant hiervoor om te corrigeren voor de korte termijnfocus. Shiller bedacht in de jaren '90 de CAPE (Cyclical Adjusted Price Earnings-ratio) die een 10-jaars gemiddelde van de bedrijfswinsten neemt en daardoor minder tijdsgevoelig is.

Dat bleek een schot in de roos want deze ratio blijkt de aandelenrendementen wel relatief goed te kunnen voorspellen. Veel van Shiller's onderzoeken waren, zoals zoveel andere onderzoeken, op de Amerikaanse markten gericht. Mebane Faber, van Cambria

Investment Management, heeft de onderzoeken van Shiller verder uitgebreid door internationaal de voorspelbaarheid van de CAPE te onderzoeken.

ENORME VOORSPELKRACHT

De onderstaande tabel toont de rendementen links de groep aandelen met de lage CAPE's en rechts de aandelen met de hoge CAPE's. De aandelen met de lagere CAPE's leverden over de periode van 1881 tot en met 2011 een gemiddeld jaarrendement op van 16,1 procent. De groep met de hogere CAPE's verloor echter 3,3 procent gemiddeld.

Wat leren we hier uit? Er lijkt dus in ieder geval voor de Amerikaanse aandelen een stevig negatief verband te zijn tussen de hoogte van de CAPE en het aandelenrendement. We dienen hierbij echter wel op te merken dat dit gemiddelden zijn. Tijdens het 2-jaarlijkse AAIL-congres in Orlando vertelde Shiller dat er tussen de sectoren absoluut grote verschillen zitten. Hiermee bedoelen we dat een CAPE van 20 in de ene sector relatief hoog is maar in een andere sector kan dat juist relatief laag zijn.

Mebane Faber deed hetzelfde onderzoek als Shiller over een relatief korte periode: van 1980 tot en met 2011. Dit voor bijna alle Europese landen,

China, Rusland en andere Aziatische landen. De resultaten hier onder laten vrijwel hetzelfde beeld zien als dat van Shiller voor de Amerikaanse aandelen ontdekte. De aandelen met de lagere CAPE's leverden gemiddeld gesproken ook hier de hoogste rendementen op. En idem dito, de aandelen met de hogere CAPE's wonnen minder en gaan boven een waarde van 40 grosso modo zelfs verliezen.

Moeten we dus blind de aandelen kopen met de laagste CAPE's? *"Uiteraard niet stelt Faber. Ten eerste dit zijn rendementen uit het verleden die we niet zomaar kunnen extrapoleren en ten tweede betreft het hier gemiddelden van groepen".* Zo stelt Faber dat 2014 een zeer 'lousy' jaar was voor de voorspelbaarheid van de CAPE-in-

US STOCK REAL RETURNS VS. 10-YEAR CAPE 1881-2011

#	TOP			BOTTOM		
	DATE	10 Year Real Return	CAPE	DATE	10 Year Real Return	CAPE
1	12/31/1948	18.1%	9.88	12/31/1910	-4.7%	12.99
2	12/31/1918	17.7%	5.93	12/31/1964	-4.0%	22.87
3	12/31/1949	17.0%	10.49	12/31/1998	-3.9%	39.87
4	12/31/1988	16.1%	14.68	12/31/1968	-3.6%	21.60
5	12/31/1920	15.8%	4.72	12/31/1999	-3.5%	45.08
6	12/31/1919	15.7%	6.11	12/31/1909	-3.0%	15.16
7	12/31/1946	15.7%	11.43	12/31/1967	-2.7%	21.93
8	12/31/1989	15.3%	17.82	12/31/1965	-2.5%	23.80
9	12/31/1951	15.1%	12.29	12/31/1911	-2.4%	12.82
10	12/31/1990	14.8%	15.86	12/31/1971	-2.3%	17.02
Avg		16.1%	10.92		-3.3%	23.31

Source: Shiller. Index returns are for illustrative purposes only. Indices are unmanaged and an investor cannot invest directly in an index. Past performance is no guarantee of future results

10-YEAR CAPE LEVELS AND FUTURE AVERAGE REAL COMPOUND RETURNS FOR 32 COUNTRIES 1980-2011

Avg CAPE by Bucket	% occurrence	1 Year Real CAGR	3 Year Real CAGR	5 Year Real CAGR	7 Year Real CAGR	10 Year Real CAGR
<10	10.2%	25.9%	17.0%	17.1%	13.4%	10.9%
10 to 15	20.5%	22.8%	13.8%	12.2%	11.2%	9.6%
15 to 20	25.2%	11.2%	10.8%	10.6%	8.8%	8.0%
20 to 25	18.3%	4.4%	6.8%	5.6%	6.5%	5.7%
25 to 30	11.0%	-1.3%	0.7%	3.4%	3.4%	3.3%
30 to 40	7.5%	3.0%	-1.1%	-0.8%	1.7%	2.1%
40 to 50	4.4%	-3.3%	-3.4%	0.0%	0.2%	-0.2%
>50	2.0%	-4.5%	-12.3%	-6.4%	-1.9%	-3.1%

Source: Global Financial Data, Morningstar. Index returns are for illustrative purposes only. Indices are unmanaged and an investor cannot invest directly in an index. Past performance is no guarantee of future results

dicator. Hij benadrukt dat deze ratio weliswaar voorspellend vermogen heeft maar dat dit pas op de langere termijn (dus over

meerdere jaren en dan ook op groepsniveau aangetoond kon worden, zeker niet op individueel aandeelniveau).

OVER DE INS EN OUTS VAN INGEHOUDEN BUITENLANDSE DIVIDENDBELASTINGEN

DIVIDENDBELASTING

Als u belegt in buitenlandse aandelen en u ontvangt hierover dividend dan kunt u te maken krijgen met een belastingheffing op ontvangen dividenden. Deze belasting wordt ook wel dividendbelasting genoemd en is in veel gevallen terug te vorderen.

BELASTINGVERDRAGEN

Omdat uw beleggingen in Nederland ook worden belast zijn er belastingverdragen afgesloten tussen landen onderling om dubbele belastingheffing te voorkomen. Nederland heeft met veel landen een verdragstarief afgesproken van 15% voor o.a. particuliere beleggers.

TERUGVORDERING

Bijna elke Nederlandse belegger met buitenlandse aandelen

waarbij meer dan 15% aan dividendbelasting wordt ingehouden bij de dividenduitkering, komt in aanmerking voor een terugvordering.

Er zijn verschillende factoren die de mogelijkheden en de hoogte van de terugvordering bepalen, onder andere;

- Het type belegger dat de aandelen of de obligaties in portefeuille heeft.
- Internationaal vastgelegde belastingtarieven d.m.v. de belastingverdragen.
- Het land van fiscaal ingezetenschap van de eigenaar van de aandelen of obligaties.
- Het land van vestiging van het bedrijf dat het dividend uitkeert.

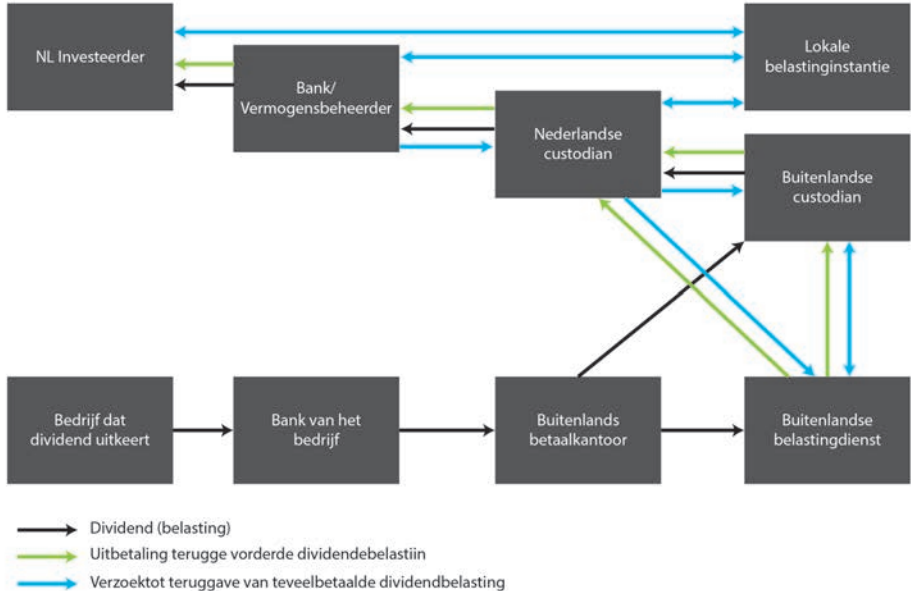
Beleggers hebben vaak geen idee dat de teveel betaalde dividendbelasting kan worden teruggevorderd en hoe dit proces precies werkt. Zij nemen daarom vaak contact op met Mylette, een bedrijf dat onder andere gespecialiseerd is in het terugvorderen van te veel betaalde buitenlandse dividendbelasting.

MYLETTE

Het is voor beleggers in veel gevallen mogelijk om de te veel betaalde dividendbelasting in het buitenland terug te vorderen.

Mylette heeft de kennis en ervaring om dit voor u te doen. Onze specialisten zijn ervaren deskundigen en hebben voor veel klanten substantiële bedragen teruggevorderd.

Voor meer informatie over onze dienstverlening kunt u contact opnemen met de specialisten van Mylette via e-mailadres tax@mylette.nl of per telefoon : 0348-414775



ACTIEF MANAGEMENT ZAL VERDWIJNEN MAAR MECHANISCH VALUEBELEGGEN BLIJFT OVEREIND

Evan Bleker

Binnen het valuebeleggen zijn bijna alle stromingen op het werk van Benjamin Graham gebaseerd. Graham, die leermeester was van superbelegger Warren Buffett, gaf in zijn boek *‘Security Analysis’* (1949) aan dat bedrijven die relatief meer verdienen bij een lager geïnvesteerd vermogen rendabeler zijn en daarom een premie op hun beurskoers verdienen. Daarnaast geldt bij de meeste valuebeleggers de vuistregel dat de beurskoers relatief laag moet zijn ten opzichte van de boekwaarde. Dit geldt ook voor het werk van de Amerikaan Evan Bleker van Net Net Hunter (netnethunter.com).

De strategie van de Net Net hunter komt neer op het screenen van de markten enorm hard gedaalde aandelen die daardoor fors onder hun vlottende activa per aandeel (Net Current Assets: NCAV) noteren.

Deze strategie, die vooral richt op smallcaps, komt voort uit het werk van Graham en Greenblatt.

Het lijkt er op dat de selectie zich richt op aandelen met relatief lage boekwaarden maar het onderscheid zit hem in de aftrekking van de lange termijn activa en de nominale waarde van de preferente aandelen. Het nettoresultaat komt vervolgens neer op de executiewaarde van het bedrijf per aandeel. “En ja het komt voor dat aandelen fors onder hun executiewaarde noteren. Dit door extreem pessimisme in de markten. Wij zien echter dat zo’n 70 a 80 procent van deze aandelen binnen 2 jaar weer fors herstellen tot boven hun executiewaarde” aldus de Amerikaan.

Wij nemen met Evan Bleker de belangrijkste thema’s van het valuebeleggen door.



Evan Bleker

Er is veel kritiek op actieve fondsen. Denkt u niet dat zij ter zijner tijd van het toneel gaan verdwijnen?

Daar ben ik zeker van overtuigd. Het is voor beleggers simpelweg onmogelijk om consequent de markt te verslaan. Zoals Benjamin Graham al eerder zei is dit een logische conclusie. Maar er zijn echter uitzonderingen die zeker outperformances op de langere termijn op kunnen leveren.

Ik ben het absoluut met Graham’s eens dat het voor de kleinere belegger zeker beter mogelijk is om de markt te verslaan, dan voor grotere beleggers. Kleinere beleggers kunnen redelijk eenvoudig in kleinere aandelen stappen en juist in dit inefficiënte spectrum zit het grootste gedeelte van de risicopremie op aandelen. Daarnaast hebben fondsmanagers diverse andere beperkingen die hun beweegruimte behoorlijk beperken.

Ik ben van mening dat beleggers in 3 groepen onderverdeeld kunnen worden. De eerste groep bestaat uit beleggers met een solide strategie, hebben voldoende emotionele bescherming en hebben veel geduld. De tweede groep bestaat uit de indexbeleggers. De derde groep bestaat uit beleggers die noch een gedegen strategie hebben, noch emotioneel bestand zijn en noch voldoende geduld hebben of een combinatie hiervan. In mijn ogen zullen de indexbeleggers, zolang ze niet aan markttiming doen, het zeker goed doen op de langere termijn. De eerste groep zal juist geld verdienen aan de derde groep.

Indexbeleggen is zeker een prima strategie voor mensen die geen idee hebben waar in te moeten beleggen en er ook geen tijd voor hebben. Voor de overige beleggers is het essentieel om een goede strategie te hebben die eenvoudig is. Beleggers moeten er absoluut niet vanuit gaan dat ze net zo goed als Warren Buffett kunnen beleggen. Uiter-

aard werkt zijn strategie maar hij heeft zich hier ook jarenlang in gespecialiseerd. Een simpel mechanisch beleggingsmodel is in mijn ogen dan ook het beste voor de beleggers.

Bij het zoeken van een goede beleggingsstrategie moeten beleggers zich richten op strategieën die makkelijk uitvoerbaar zijn en tevens goed gewerkt hebben op de langere termijn. Ga hier niet uit van je gevoel maar kijk naar de wetenschappelijke bewijzen.

Denkt u dat de relatie tussen het belegd vermogen en de kosten ervoor op den duur zal verdwijnen?

We bedoelen hiermee de variabele vergoeding die beleggers aan hun fondsmanagers moeten betalen, ongeacht het rendement.

Ik denk dat bepaalde managers zeker wel extra vergoeding verdienen maar het gros zal in mijn ogen alleen nog maar de administratieve kosten moeten doorbelasten. Managers die op de langere termijn outperformances leveren mogen hier zeker goed voor betaald worden maar helaas lukt dit maar bij een select aantal managers.

Ondanks het feit dat hier al veel over gepubliceerd is, ben ik te pessimistisch dat het beleggende publiek er vanuit zal gaan dat veel (beperkte) beleggingsfondsen zullen gaan verdwijnen. Helaas zijn er veel beleggers die het beleggen irrationeel benaderen maar daar wel tevreden mee zijn.

Wat noemt u de variabelen die aandelenrendementen het beste kunnen voorspellen?

Ik beheer de website Net Net Hunter, dus ja ik heb een redelijke voorkeur voor ‘netto-aandelen’. Een ‘netto-aandeel’ is meestal een aandeel met een relatief lagere beurskoers ten opzichte van haar boekwaarde, waarbij gecorrigeerd is voor de lange termijn activa. Benjamin Graham heeft deze beleggingsstrategie ontwikkeld na zijn problemen in de jaren ‘30. De strategie van de ‘netto-aandelen’ heeft één van de langste periodes met backtesten doorstaan.

Ik heb niet zo maar naar wat data gekeken en toen de meest passende strategie gekozen. Mijn keuze voor deze strategie kwam na het lezen van veel academische publicaties, white papers en de publicaties van mensen zoals Warren Buffett, Benjamin Graham



Warren Buffet

en Walter Schloss. De rendementen die daar behaald werden lagen circa 15 procent hoger dan dat van de markt en ik heb nog nooit een studie gevonden die de ‘netto’ strategie versloeg. Als we weten dat het gemiddelde rendement op aandelen op circa 10 procent lag in het verleden, dan komt een outperformance van 15 procent neer op een cumulatief rendement van jaarlijks 25 procent.

Denkt u niet dat low-volatility een hype is?

Eerlijk gezegd kijk ik niet zoveel naar de volatiliteit. Als beleggers niet tegen volatiliteit kunnen dan zou ik überhaupt af raden om in aandelen te beleggen.

Ik ben van mening dat wanneer de financiële markten ernstig van streek zijn dat het gros van de

DEFINING NET CURRENT ASSET VALUE
According to Joel Greenblatt:
Current Assets (Cash, Accounts Receivable, Inventory, etc.), less...
Current Liabilities (Short Term Debt, Accounts Payable, etc.), less...
Long Term Liabilities (Long Term Debt, Capitalized leases, etc.), less...
Preferred Stock (Claims On Corporate Assets Before Common Stock)...
Divided by the Number of Shares Outstanding...
Equals Liquidating Value Per Share (NCAV Per Share).

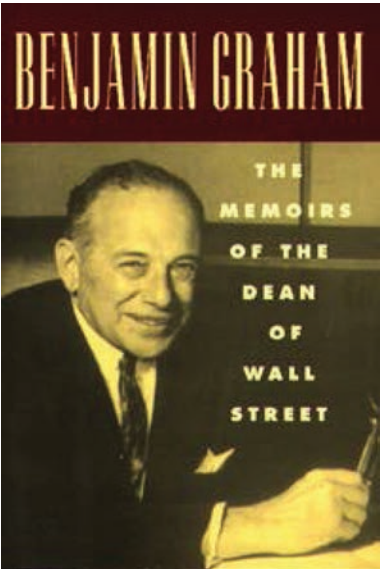
Een hele simpele strategie, zoals die van Joel Greenblatt en Richard Pzena, gepubliceerd in de jaren ‘80, toonde aan dat door de simpele toevoeging van de eis van lage koers/ winst-verhoudingen aan Graham’s formule de rendementen enorm opliepen. Als we hier nog de bedrijven met veel schulden van verwijderen dan doen we het al heel goed als belegger.

Als belegger moet je echter enorm oppassen waar je de informatie vandaan haalt. Verder heeft zelfs Benjamin Graham weinig over de strategie van ‘netto’-aandelen gepubliceerd. Ik publiceer daar al sinds 2010 over en via onze site kun je er, gratis, veel artikelen over lezen.

beleggingscategorieën met elkaar gaat correleren. Een lange termijn aandelenbelegger kan daarom niet om harde algemene koersdalingen heen. Ik bedoel hier geen 10 procentdalingen maar zelfs van 35 tot 50 procentdalingen. Het is daarom van alle belang om emoties uit te sluiten. De korte termijn volatiliteit is niets anders dan ruis voor uw lange termijn rendementsdoelstellingen.

Adviseert u ook over index-beleggingen?

Dat is niet mijn corebusiness maar voor veel beleggers is het absoluut een goede keuze. Zo adviseerde ik afgelopen week een vriend van mij om zijn actieve beleggingsfonds, dat hem sinds 2011 ruim 32 procent opleverde,



in te ruilen voor een NASDAQ indexfonds. Over dezelfde periode scoorde dit indexfonds ruim 60 procent. Voor mijn vriend was dat een verschil van ruim 30.000 dollar: de prijs van een nieuwe Mustang GT. Kortzichtigheid is duur.

Wat zijn uw favoriete aandelenscreeners?

De favoriete is uiteraard de 'netto-aandeel' screener. Deze heb ik zelf ontworpen toen ik bezig was met het probleem om aandelen van een hoge kwaliteit te vinden wanneer de markt omhoog gaat. Veel van mijn website-collega's hebben vergelijkbare screeners maar focussen zich alleen maar op Noord-Amerika. Ik vind het echter een enorme meerwaarde om een groot internationaal spectrum te gebruiken, om zo nog meer ondergewaardeerde aandelen te kunnen vinden. Het resultaat van mijn screener is een selectie van ruim 400 statistisch in aanmerking komende aandelen waarvan we de beste 30 uitkiezen. Dit proces kost maandelijks circa 16 uur en bespaart onze leden dus enorm veel tijd en moeite.

Beleggers die alleen maar nationaal beleggen doen zich enorm te kort. Het verbreden van je beleggingsspectrum levert je uiteindelijk veel kwalitatief betere aandelen, een betere portefeuille en een hoger rendement op.

Denkt u dat op korte termijn dus bijvoorbeeld ook de Afrikaanse aandelen binnen het gangbare spectrum voor beleggers komen?

Nee, helaas niet voordat de corporate governance in deze landen verbeterd is. Beleggers zijn doorgaans angstig met het over de grens beleggen. Deze landen moeten dus eerst een goede reputatie krijgen op het gebied van corporate governance,

voordat beleggers instappen. In mijn ogen zijn we daar bij lange na nog niet.

Blijft de Amerikaanse dollar de veilige haven voor beleggers?

Daar heb ik helaas geen idee van. Als belegger kun je nu eenmaal niet iets van te voren weten of voorspellen. Je moet je als belegger alleen maar richten op de zaken die je wel kunt beheersen. Dit komt voor mij dus neer op het kiezen van 'netto-aandelen' van een hoge kwaliteit, want daar ligt mijn expertise. Ik heb geen expertise in bijvoorbeeld DCF-modellen of het voorspellen van valutabewegingen. Trouwens, ik denk dat niemand daar, in die zin, verstand van kan hebben. Als belegger moet je je er nu eenmaal bij neerleggen dat je niet alles moet en kunt weten en dat al helemaal niet moet nastreven. Focus je daarom alleen maar op een goede strategie.

Is het lezen van macro-economische berichten überhaupt relevant voor beleggers?

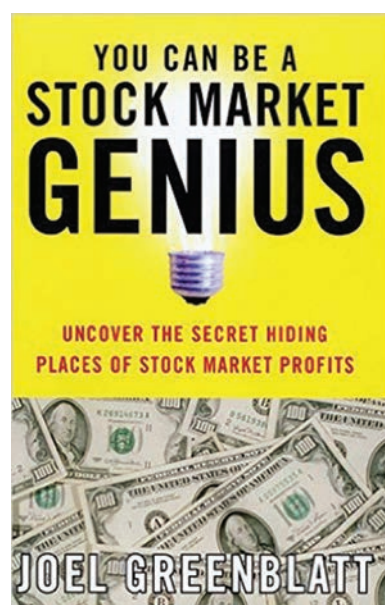
Uiteraard zijn de macro-economische ontwikkelingen belangrijk voor uw beleggingen maar het voorspellen van de macro-economie is een sinecure die helaas maar voor weinigen is weg gelegd. Als u uw favoriete zakenzender aanzet, dan ziet u altijd veel experts voorspellingen doen, die helaas meestal nutteloos zijn. Studies tonen immers aan dat het gros van deze voorspellingen ook door leken gedaan kunnen worden.

Beleggers die zich toch wagen aan het doen van macro-economische voorspellingen kunnen hun portefeuilles behoorlijk beschadigen. Het is gebruikelijk dat beleggers cash gereed houden voor wanneer de markten dalen of dat er recessies zijn. Maar veel studies tonen echter aan dat dit

soort timings-strategieën op de langere termijn niet werken.

Wat raadt u beleggers aan als minimum aantal aandelen voor een gediversifieerde portefeuille?

Ik volg simpelweg Joel Greenblatt's adviezen op die vermeld worden in zijn boek *"You Can Be a Stock Market Genius"*. Er lijkt een optimaal niveau te liggen rond de 10 aandelen en dat is ook het minimale aantal dat ik in mijn portefeuille wil. Als je begint met beleggen en je bent onzeker van je mogelijkheden dan zou ik zeker een aantal van zo'n 20 aanraden. Een hoger aantal is doorgaans niet echt raadzaam, want bij nog meer aandelen dalen de voordelen van diversificatie enorm.



Verwacht u dat de kosten voor beleggen nog verder dalen?

Zeker, vooral gezien het feit dat de goedkopere brokers steeds meer klanten krijgen ga ik ervan uit dat deze trend nog wel doorgaat. Ik denk echter dat dit niet perse een goede zaak is. Beleggers zijn juist beter af als zij weinig handelen. Zo koop ik alleen een aandeel, indien het qua prijs aantrekkelijk is. Ik verkoop als de zaken bij het bedrijf hard

verslechteren of wanneer de koers van het aandeel rond het niveau is van haar 'netto-waarde'. Als ik vaker zou handelen dan verwacht ik slechtere rendementen te behalen.

Waarom vindt u dat er relatief weinig aandacht is voor valuebeleggen?

Valuebeleggen gaat tegen de menselijke natuur in. Evolutie (of God of Allah) heeft ons juist geleerd om weg te blijven van dreigende zaken. Bij financiële zaken zijn dit bijvoorbeeld dalende aandelenkoersen. Als beleggers de beurskoersen zien dalen, dan stappen zij van nature uit de markten om zo verdere financiële schade te voorkomen. Vervolgens stappen veel beleggers juist in hype aandelen, vanwege de enorme emotionele reacties die mensen hier op hebben. Als een aandeel fors omhoog gaat, dan zijn we er enorm op gefixeerd.

Een deel van dit gedrag wordt door de sociale wetenschappers verklaard. We voelen ons op ons gemak met de beslissingen die de meesten in onze groep maken. We voelen ons echter juist niet op ons gemak als we tegen de menigte in moeten gaan. Wanneer een aandeel dag na dag omhoog gaat dan komt dat alleen maar omdat meer mensen het kopen. Als de beurskoers omlaag gaat is dit omdat mensen er uitstappen. Het kost de mens enorm veel mentale weerbaarheid om beslissingen te nemen die anders zijn dan die van de meute. Ik denk niet dat veel beleggers hier aan kunnen voldoen.

Geloof u in technische analyse?

Nee, absoluut niet. Pure waanzin is het, dit sluit goed aan op de mentale gebreken die een mens heeft om rationele beslissingen te nemen. Zie hiervoor mijn

voorgaande antwoorden.

Hoe ziet u de beleggingswereld de komende jaren ontwikkelen?

Ik vermoed dat kunstmatige intelligentie steeds meer een rol gaat spelen, waardoor de kansen voor de kleinere belegger minder worden. Wanneer dit gaat gebeuren? Dat is lastig te zeggen. Ray Kurzweil gaat ervan uit dat kunstmatige intelligentie over 10 jaar op het niveau van de mensheid zelf ligt. De combinatie van kunstmatige intelligentie en lagere transactiekosten zullen heel snel de hiaten van marktefficiëntie vernietigen. Je kunt daarom als kleinere belegger er nu nog van zien te profiteren voordat de markten verder ontwikkeld zijn.

Bent u van mening dat de Bloomberg terminal de enige bron van goede financiële informatie is voor beleggers?

Ik vind de Bloomberg terminal een groot gevaar. Het hebben van toegang tot veel meer informatie maakt niet automatisch een betere belegger. Het hebben van veel meer informatie zorgt juist voor een enorme stijging van het zelfvertrouwen maar verhoogt echter niet je accuraatheid van je voorspellingen. In sommige gevallen levert meer informatie je een verlies aan focus op van de zaken die er juist toe doen waardoor de beleggingsbeslissingen nog slechter worden en het eindrendement ook omlaag gaat.

Als ik een aandeel onderzoek, dan vertrouw ik gewoon op de jaar- en kwartaalcijfers en that's it. Heel veel andere informatie uit de jaarverslagen, hoe aantrekkelijk het ook kan zijn, is simpelweg niet relevant meer voor de beleggers.

:codica

UITMUNTENDE WEBSITE-ONTWIKKELING VOOR DE WENSEN VAN UW BEDRIJF



codica.com/nl

HET 4-FACTOR MODEL VAN BNP PARIBAS

Charles Cresteil



Charles Cresteil

Waar we vaak veronderstellen dat beleggingsanalisten en econometristen continu nieuwe factoren en modellen aan het onderzoeken zijn zien we dat niet in het smart bèta spectrum gebeuren. Veel van de meest bekende smart bèta modellen liggen stevig verankerd in het CAPM en Fama & French's 3 factor model. Charles Cresteil van BNP Paribas Investment Partners' specialist in garantieoplossingen, indexproducten en model gedreven beleggingen THEAM is het hier hartstondig mee eens. We spreken hem over BNP Paribas's 4-factor model dat op de eerdere 2 modellen gebaseerd is.

3-FACTOR MODEL FAMA & FRENCH FIER OVEREIND

Cresteil stelt dat de primaire eis voor een goed financieel model is dat het simpel en consistent moet zijn. De econoom stelt dat er in de financiële wereld bijna oneindig veel modellen zijn die alles behalve simpel en consistent zijn. Het vinden van modellen die werken lijkt een lastige opgave maar door oneindig zoeken door datasets en factoren ontstaat datamining en ja zo kan iedereen een werkend model vinden. Het punt is dat die modellen nooit consistent zijn en altijd maar gebaseerd zijn op toevalligheden en specifieke data en periodes zo stelt Cresteil.

"Het 3-factormodel van Fama & French is in beginsel heel eenvoudig en heeft de tand des tijds goed weerstaan" aldus Cresteil. Het model van Fama & French (1992) stelt dat aandelenrendementen eigenlijk alleen maar aan 3 factoren toegeschreven kunnen worden: de marktgevoeligheid van het aandeel met de markt (bèta), de marktkapitalisatie van het bedrijf (size) en de boekwaarde (gemeten met de 'price to book ratio'). Alle overige rendementen worden door Fama & French toevalligheid en ruis genoemd. In de ogen van Cresteil is dit zeker waar maar er is ruimte voor nuancering en toevoeging van enkele andere factoren.

ROBERT HAUGEN'S LOW VOLA ANOMALIE

Cresteil roemt het werk van wijlen Robert Haugen die in 2011 de low-volatility anomalie stevig op de kaart zette. Haugen beschrijft deze

(waarde) richt zich op de aandelenwaarderingen gemeten via variabelen zoals het dividendrendement, de koers/winst-verhouding en de koers/boekwaarde-verhouding. Met momentum wordt gefocust op trends van aandelen. In de ogen van de econoom zijn dit in een notendop de meest verklarende variabelen van aandelenrendementen.

MACHINAAL BELEGGEN

"De kracht van een dergelijk kwantitatief filtermodel zit hem in het feit dat het de emotie uitsluit" benadrukt Cresteil. Daarnaast kan met een dergelijk model een heel groot spectrum gefilterd worden waardoor het kaf van het koren goed gescheiden kan worden. Hiermee bedoelt hij dat bij een kleiner spectrum een dergelijk model een stuk minder werkt want de kracht zit hem juist in de grote aantallen aandelen die gescreend kunnen worden. Bij een klein



Robert Haugen

gepaard moet gaan met een hoger risico (in Nederland is Pim van Vliet van Robeco een van de aanhangers van dit model).

4-FACTORMODEL BNP PARIBAS

Cresteil stelt dat het niet verstandig is om het beleggingsbeleid op maar 1 of 2 factoren te focussen. Hij stelt dat geen van de bekende factoren door de tijd heen altijd zal werken en hij raadt daarom aan om te spreiden over de meest 'werkende' factoren. Het 4-factor model van Cresteil bestaat uit: kwaliteit, value, momentum en low-vol. Deze 4 factoren wegen allemaal even zwaar waardoor er zo dus geen overweging is naar één van de factoren. Met de factor kwaliteit doelt Cresteil op bedrijfsspecifieke factoren zoals de winstgevendheid en de balansstructuur. Value

beleggingsspectrum is een actieve beleggingsindustrie volgens hem dan ook beter op zijn plek dan via een factormodel. Een ander voordeel van een dergelijke 'massa-screening' is het feit dat puur naar deze factoren wordt gekeken en niet naar macro-economische en sectorfactoren. Hiermee bedoelt Cresteil dat grote overwegingen (en daarom hogere risico's) in bepaalde sectoren via factormodellen meestal voorkomen worden.

Portefeuilles worden maandelijks op systematische wijze geherbalanceerd. Omdat het een kwalitatief model is met relatief weinig mutaties zijn de kosten van deze fondsen ook lager dan die van de actieve fondsen. Tot slot stelt Cresteil dat dit soort hybride fondsen dan ook qua fees tussen actief en passief moeten liggen.

Smart bèta-stamboom

De ontwikkeling van het smart bèta-spectrum in een notendop weergegeven

MARKTGEWOGEN CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Sharpe, Treynor en Lintner

"Toward a Theory of Market Value of Risky Assets"



1964

MINIMUM VARIANCE

Black, Jensen & Scholes

"The CAPM some empirical tests"



1972

3-FACTORMODEL

Kenneth Fama & Eugene French

"The Cross - Section of Expected Stock Returns"



1992

MOMENTUM FACTOR OPTIMISATION

Jegadeesh & Titman

"Returns to buying Winners and selling Losers"



1993

VARIABLE WEGINGEN

Fernholz, Garvey & Hannon

"Diversity Weighted Indexing"



1998

RISK PARITY

Quan

"Risk Parity Portfolios"



2005

MAXIMALE DIVERSIFICATIE

Choueifaty & Coignard

"Towards Maximum Diversification"



2008

KWALITEIT

Gerdes

"Quality as an independent Style"



2009

LOW-VOLA

Robert Haugen

"The New Finance"



2011

4-FACTORMODEL

De Carvalho, Xiao & Moulin

"Multi-Alpha Equity Portfolios: An Integrated Risk Budgeting Approach for Robust Constrained Portfolios"



2014

OOK ROBERT ARNOTT SCEPTISCH OVER WILDGROEI SMART BÈTA

De enorme opgang van het smart bèta-universum is niet perse een goede ontwikkeling zo stelt Robert Arnott van het Amerikaanse Research Affiliates. Arnott is de grondlegger van Fundamental Indexation dat door veel partijen het eerste smart bèta systeem genoemd. Hoe meer smart bèta-achtige fondsen er komen hoe meer beleggers op moeten passen zo waarschuwt Arnott ons bij zijn bezoek in Amsterdam.



Robert Arnott

en ook voor meerdere markten van toepassing.

TE HOGE VERWACHTINGEN

De opgang van de smart bèta fondsen was volgens te verwachten. "Hoe meer partijen een succesvol systeem zien hoe vaker geprobeerd wordt hier van profiteren" aldus Arnott. Hij sluit zich ook aan bij de veelvuldige gehoorde kritiek dat het oude wijn in nieuwe zakken is. "Smart marketing dus vooral" voegt hij er aan toe. Arnott stelt dat het kinderlijk eenvoudig is om een weging te vinden die goed kan renderen. Hij noemt het een simpele optimalisatietruuk die op veel dataming gebaseerd is. "Het zit hem in het feit om wegen/factoren te vinden die door de tijd heen persistent zijn en ook niet afhankelijk van bepaalde markten zijn" zo stelt Arnott. Volgens hem waren eigenlijk alleen de klassieke Fama & French factoren (3-factor model) resistent door de tijd heen

FUNDAMENTAL INDEXATION KIEST GOEDKOPERE AANDELEN

Voor Arnott is het nog dagelijks een wonder dat er zoveel mensen in marktgewogen indices zoals de S&P 500, MSCI en de Russel 2000 beleggen. Arnott noemt het een 'no-brainer' om te begrijpen dat juist in dergelijke hoofdinges vooral de historische winnaars van de beurzen al zitten: de aandelen met de hogere marktkapitalisaties. Beleggers in dergelijke genoemde indices beleggen dus vooral in aandelen die al hard gestegen zijn en hebben als het ware de rit dus al gemist zo stelt Arnott. Hij voegt er aan toe dat net zoals in de sport ook in het bedrijfsleven winnaars geen winnaars kunnen blijven en dat er dus sprake is van een haasje-over

effect. Hiermee bedoelt hij dat winnende bedrijven op termijn wel weer ingehaald worden door hun concurrentie. Dit is trouwens ook een conclusie waar ook Mebane Faber op hamert. "Het overwegen van de aandelen met de hogere marktkapitalisaties zorgt ervoor dat de risicopremie 'size' fors minder wordt. Natuurlijk hebben kleinere bedrijven ook hogere risico's maar dat is door een brede spreiding zeer op te lossen" aldus Arnott.

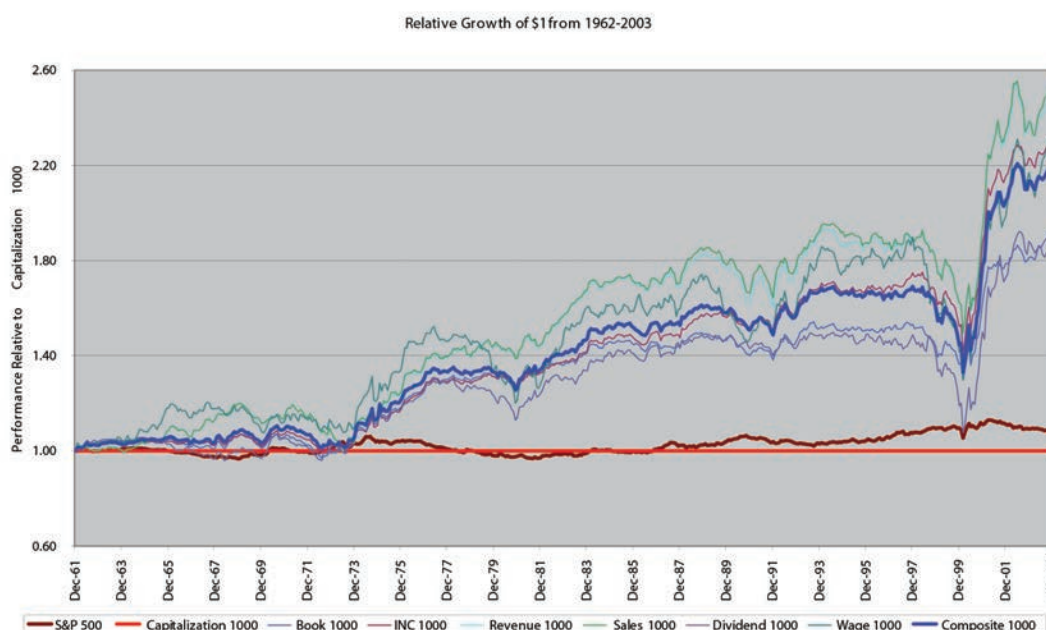
Arnott's Fundamental Indexation kan gezien worden als

een mix tussen actief en passief beleggen. De aandelen worden hier gewogen op basis van hun 'economic footprint' zoals Arnott het noemt. Een hele opvallende variabele hiervan is bijvoorbeeld het aantal werknemers.

Deze variabele (de groene lijn in de grafiek) toont de aandelenrendementen van de bedrijven die het meest gegroeid hebben qua personeelsbestand. Dit wordt als een leading indicator gebruikt: de aandelen van de bedrijven die recent qua personeel fors groeien worden zwaarder in de

portefeuille gewogen. De grafiek toont hoeveel 1 dollar in 1962 geïnvesteerd in de verschillende strategieën opleverde. De rode lijn is de kapitaalsgewogen S&P 500-index. We zien dat alle andere strategieën waarbij vrijwel dezelfde aandelen als van de S&P 500 gekozen worden maar waarbij de wegen anders zijn het fors beter hebben gedaan dan de S&P 500. Arnott voegt er aan toe dat dit uiteraard geen heilige en altijd werkende modellen zijn maar ze tonen volgens hem wel significante grote contrasten met de kapitaalsgewogen indices aan.

Figure 1B. Value-Added versus Reference Capitalization Portfolio, 1962-2003



'FUNDAMENTAL INDEXATION ZORGT VOOR LAGERE VOLA'



Byron Lake

De laatste jaren is er binnen het enorm groeiende smartbèta-universum nog steeds redelijk weinig aandacht voor Fundamental Indexation. Deze vorm van hybride beleggen (zowel actief als passief) werd ruim 10 jaar terug door Robert Arnott van Research Affiliates opgericht. Fundamental Indexation probeert door het, net als de klassieke indextrackers, in zijn geheel kopen van de index een optimale portefeuille neer te zetten.

KLASSIEK (ETF) VERSUS MODERN (FUNDAMENTAL INDEXATION)

Waar de meeste indextrackers ervan uitgaan dat de markten niet te verslaan zijn is het uitgangspunt bij Fundamental Indexation dat dit wel zou kunnen. De klassieke indextrackers hebben als grondbeginsel dan ook dat de samenstelling van de doorgaans kapitaalsgewogen indices dan ook per definitie optimaal is. Dit wil zeggen dat er vanuit die optiek geen betere (of optimalere) samenstelling van de groep met indexcomponenten dan kapitaalsgewogen gebruikt kan worden.

Verder worden er bij de klassieke indextrackers en Fundamental Indexation in principe altijd alle aandelen uit de indices gekocht hetgeen direct zorgt voor een brede spreiding. Dit doet echter alleen opgeld indien kapitaalsgewogen indices ook daadwerkelijk breed gespreid zijn. De praktijk laat echter vaak zien dat kapitaalsgewogen indices enorm geconcentreerd zijn in een handjevol aandelen en dat de rest (het gros) amper meeweegt.

Zo wegen in de Nederlandse AEX-index Shell, Unilever en ING Groep enorm zwaar terwijl de rest daarom fors minder weegt. Dito geldt ook voor de Bel20 en de S&P500 die ook maar door een handjevol aandelen gedomineerd worden.

KAPITAALSGEWOGEN IS SUBOPTIMAAL

Daarentegen stelt Fundamental Indexation dat het suboptimaal is om portefeuilles op basis van marktkapitalisaties samen te stellen. Byron Lake, van Invesco Powershares, stelt in een interview met Analyst dat door eenvoudige 'kwinkslagen' zoals het lichtjes aanpassen van de gewichten van de aandelen portefeuilles een stuk kunnen verbeteren.

Voorbeelden van de variabelen zijn o.a. de omzetten, kasstromen en dividenden van bedrijven. Volgens Lake zorgt het hanteren van deze variabelen als gewichten, in plaats van het enkele marktkapitaalsgewogen

beleggen, doorgaans voor veel betere rendementen. "Het grote probleem bij kapitaalsgewogen indices is dat ze puur afhankelijk zijn van de prijzen van de aandelen", aldus Lake.

Deze afhankelijkheid zorgt er volgens Lake direct voor dat aandelen met hogere koersen overgewogen worden en aandelen met lagere koersen onderwogen worden. "Dit is als het ware een 'koop hoog en verkoop laag systeem'" aldus Lake. Daarnaast stelt Lake dat hoe inefficiënter de markten zijn, hoe meer koersafwijkingen er zijn, hoe beter Fundamental Indexation rendeert.

MEER SPREIDING ZORGT VOOR LAGERE VOLA

Het feit dat mandjes met aandelen die op basis van Fundamental Indexation gewogen zijn meer spreiding hebben zorgt direct al voor een lager systematisch risico zo stelt Lake. Het blijkt dat op de langere termijn de portefeuilles die op basis van

Fundamental Indexation zijn samengesteld het in 3 van de 5 jaar beter doen dan de klassieke kapitaalsgewogen trackers. Daarentegen constateert Lake dat bij sterke bullmarkten de klassieke kapitaalsgewogen mandjes het echter wel beter doen. Bij neergaande markten dalen de Fundamental Indexation mandjes juist weer minder hard dan de kapitaalsgewogen mandjes.

KENTERING NAAR PASSIEF

Lake gaf verder aan dat er in de VS nog steeds een enorm overschot is aan actieve fondsen. Het aantal hiervan ligt rond de 11 duizend terwijl er amper 6 duizend primair genoteerde aandelen in de VS zijn. "Beleggers zoeken nog steeds naar alternatieven voor de dure doorgaans underperformende beleggingsfondsen" aldus Lake. In de VS is de markt al behoorlijk geswitched van actief naar passief en ook voor Europa verwacht Lake dat dit zal gaan gebeuren.

MULTIFACTOR EXPLANATIONS OF ASSET PRICING ANOMALIES (FAMA & FRENCH)

Het onderzoek "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" (1992) door Fama en French geldt als een baanbrekend onderzoek op het gebied van verklaringen voor aandelenrendementen. In hun paper behandelen ze het zogenaamde 3-factor model dat de rendementen van aandelen tracht te verklaren. Dit model is een uitbreiding van het gedachtegoed van Harry Markowitz (1953). Markowitz introduceerde het beroemde Capital Asset Pricing Model (CAPM) waarin beleggers sec een trade off dienen te maken tussen rendement en risico.

Het 3-factor model heeft naast de bèta als verklarende variabele ook de variabelen grootte van het bedrijf en stijl (groei of



waarde). Stijl wordt bepaald aan de hand van de verhouding tussen de beurskoers en het eigen vermogen per aandeel (market to book ratio). De grootte van het bedrijf wordt bepaald op basis van de marktkapitalisatie (beurskoers maal het totaal aantal uitstaande aandelen).

Volgens de onderzoekers kunnen praktisch alle aandelenrendementen door de genoemde 3 factoren verklaard worden. Een hoger rendement betekent volgens Fama en French een hogere exposure naar de genoemde factoren. De resultaten van het onderzoek zijn volgens de onderzoekers consistent met het ICAPM (intertemporele CAPM). In het onderzoek wordt veel verwezen naar het

werk van Lakonishok, Shleier en Vishny (LSV, 1994). Verder wordt ook verwezen naar het werk van DeBondt en Thaler (1985, deze auteurs staan bekend om hun momentum-onderzoeken).

Volgens Fama & French worden de variabelen van LSV en DeBondt en Thaler in hun 3-factor model goed afgedekt. De conclusie is dan ook dat indien beleggers op de langere termijn een hoger rendement behalen dan zou mogen verondersteld op basis van de exposure naar de genoemde factoren dat dit alleen door een hoger risico of door toeval verklaard kan worden. Het 3-factor model geldt naast het CAPM als de bakermat van de smart bèta-strategieën.

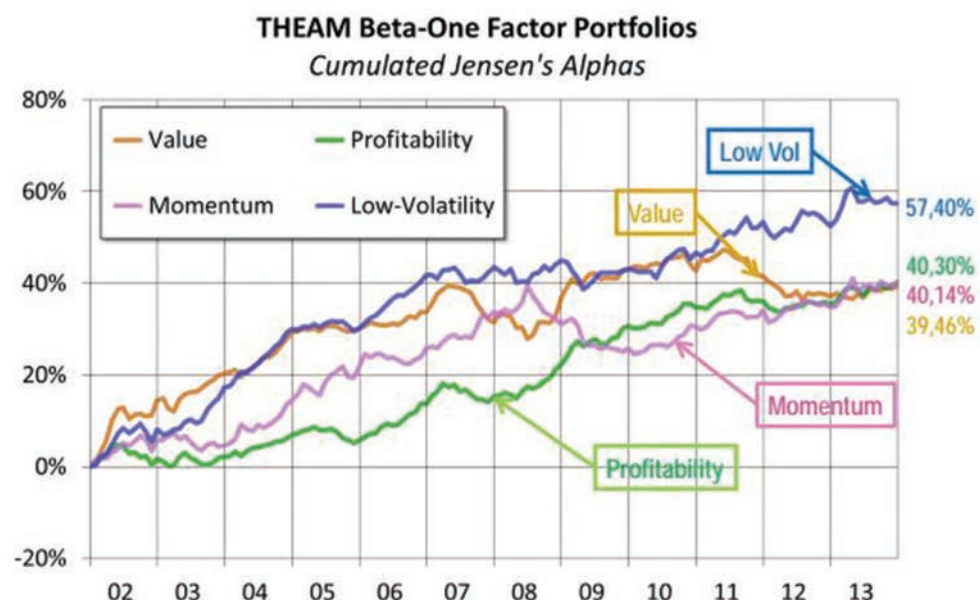
LOW VOLA RENDEERT

Binnen het smart bèta universum kunnen we min of meer 4 dominante strategieën onderscheiden. Naast de bekende momentum, low vola en value strategieën is ook winstgevendheid behoorlijk in opmars. Met de momentumstrategie wordt verstaan het volgen van (meestal lange termijn) trends. De low vola-strategie richt zich op aandelen die relatief gezien lagere risico's hebben en wordt ook wel een defensieve strategie genoemd. De value-strategie richt zich op het zoeken van ondergewaardeerde aandelen op basis van waarderingsvariabelen zoals de koers/winst-verhouding, het dividendrendement, de boekwaarde et cetera. De winstgevendheidsstrategie is min of meer een afgeleide van de valuestrategie. Deze strategie richt zich

vooral op aandelen van bedrijven die (sterk) winstgevend zijn.

Ondanks dat de meeste smart bèta strategieën op papier behoorlijk van elkaar lijken af te wijken zien we dat de lange termijnrendementen toch zeker wel met elkaar overeenkomen.

De onderstaande grafiek toont de rendementen over de afgelopen 12 jaar van de diverse smart bèta strategieën. We zien dat de low vola-strategie op de langere termijn de hoogste rendementen opleverde. Dit kan enerzijds opvallend genoemd worden omdat veel analisten juist menen dat ten tijde van bullmarkten deze strategie juist achter zou blijven.



PARVEST EQUITY RUSSIA HEEFT WEER EEN ANALYST RATING

Dat ik deze zomer vrij intensief met de veranderingen bij het Rusland fonds van BNP Paribas bezig was, schreef ik al in mijn column van 3 september jongstleden. Deze week legden wij ons ei en publiceerden wij onze nieuwe update.

Nadat wij midden juli hoorden dat BNP Paribas Investment Partners zich had teruggetrokken uit de joint venture die het Parvest Equity Russia Fund beheerde, besloten wij het fonds Under Review te plaatsen. Zodoende konden wij ons vergewissen van de achterliggende reden voor BNP Paribas om zich terug te trekken, informatie inwinnen over de nieuwe eigenaar en een beeld krijgen van hoe het beleggingsteam deze veranderingen zou ondergaan.



San Lie

We hebben sindsdien meerdere calls gehad met de mensen van BNP Paribas en TKB Invest-

ment Partners. Deze waren overigens zeer bevredigend in de zin dat men veel openheid van zaken gaf en duidelijke antwoorden op onze vragen. In de tussentijd hebben we uiteraard ook intern veel overleg gehad over onze positie in deze.

Alhoewel we denken dat de nieuwe eigenaar, Anatoliy Gavrilenko – die het belang kocht van de voormalige partner van BNP Paribas IP in Rusland (het pensioenfonds van Russian Railways) – een belangrijke rol kan spelen in het aantrekken van nieuw te beheren pensioengelden, wat aantrekkelijk zou moeten zijn voor het zittende beleggingsteam, zien we ook een aantal mogelijke risico's.

Deze zijn versterkt na het onverwachte vertrek van Igor Danilenko, een van de senior beheerders, daags na deze verandering in de eigendomsstructuur van het bedrijf. Alhoewel zijn vertrek volgens de overgebleven beheerders niets te maken heeft met deze verandering, willen we toch iets meer bewijs zien dat men in staat is het resterende team intact te houden. Daarnaast speelt het mogelijke risico dat BNP Paribas – nu TKB Investment Partners geen onderdeel meer vormt van de vermogensbeheerder – op een gegeven moment een andere 'adviseur' voor haar Russische aandelenselectie kiest, ondanks het feit dat BNP Paribas aan de wieg heeft gestaan van het team en de gehanteerde beleggingsprocessen.

We hebben nog steeds vertrouwen in de ervaring en kennis van het huidige team dat onder leiding staat van de ervaren Vladimir Tsuprov, en we zijn onder de indruk van het grondige beleggingsproces dat tot op heden goede resultaten heeft laten zien. Tegelijkertijd zien we op dit moment een aantal risico's, wat ons noopt tot enige voorzichtigheid. Vandaar dat we de Bronze rating, die we eerder gaven aan het fonds, voordat het Under Review ging, hebben losgelaten. We vinden een Neutral rating op dit moment meer gepast.

San Lie

Hoofd Research Morningstar Benelux

ONTWIKKELINGEN VAN DE EURO TEN OPZICHTE VAN DE MEEST POPULAIRE VALUTA'S

We zien in de hele tabel dat de valutaschommelingen ieder jaar enorm zijn. Waar aandelenbeleggers focussen op een rendement iets hoger dan dat van staatsobligaties zien we bij de valutaparen veel hogere uitslagen. Hiermee bedoelen we dat een beperkte koerswinst van bijvoorbeeld uw Noorse aandelen interessant lijkt maar dat dat zomaar weggeslagen kan worden door een negatievere wisselkoers. Maar natuurlijk gebeurd het net zo vaak omgekeerd: koersverliezen kunnen ook weer gecompenseerd worden door meevallende wisselkoersen.

We zien duidelijk dat 2010 een rampjaar voor de euro was. De euro verloor van alle andere munten behalve van de Deense Kroon. Voor aandelenbeleggers niet perse een ramp want de eurobelegger die internationaal belegt boekt zodoende ook weer valutawinst op zijn niet-euro beleggingen.

Euro versus bekende valutaparen																		Euro-rendementen vanaf 1999																	
jaar																		jaar																	
valutapaar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	valutapaar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD	1.0	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4	1.2	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.2	1.1	USD	0.00	-7.50	-4.85	18.24	19.74	8.77	-12.94	10.72	11.50	-3.52	1.57	-7.97	-1.85	2.02	4.03	-11.59	-6.85
Yen	102.8	106.5	116.2	124.5	134.1	140.9	139.0	156.1	165.5	127.7	132.1	108.0	100.9	113.6	144.7	146.2	136.4	Yen	0.00	3.53	9.13	7.14	7.73	5.05	-1.31	12.25	6.08	-22.85	3.45	-18.25	-6.62	12.60	27.46	0.98	-6.65
CHF	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	CHF	0.00	-5.20	-2.60	-1.92	7.30	-1.06	0.95	3.12	3.42	-10.24	-0.24	-16.13	-2.27	-0.94	1.48	-1.86	-8.70
Aus. Dolar	1.5	1.7	1.7	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	2.0	1.6	1.3	1.3	1.3	1.6	1.5	1.6	Aus. Dolar	0.00	8.01	3.71	7.01	-9.66	4.46	-7.02	2.60	0.08	22.36	-21.44	-19.05	-1.52	-0.52	21.61	-3.75	6.84
Brazil Real	1.8	1.8	2.0	3.7	3.6	3.6	2.8	2.8	2.6	3.3	2.5	2.2	2.4	2.7	3.2	3.3	4.4	Brazil Real	0.00	-0.52	12.72	81.09	-2.50	0.37	-23.42	1.31	-7.92	28.90	-25.24	-11.44	9.70	11.65	19.30	1.12	34.09
CAD	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3	1.5	1.4	1.5	CAD	0.00	-4.13	0.76	16.74	-0.98	0.90	-15.62	9.91	-5.75	19.94	-12.86	-12.07	0.30	-0.63	11.83	-3.91	6.18
DKK	7.4	7.5	7.5	7.4	7.4	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	7.4	7.5	7.4	7.5	7.5	7.4	7.5	DKK	0.00	0.23	-0.01	-0.42	0.25	-0.10	0.32	-0.08	0.03	-0.10	-0.12	0.17	-0.27	0.35	0.00	-0.22	0.23
Zlotty	4.2	3.9	3.5	4.0	4.7	4.1	3.8	3.8	3.6	4.1	4.1	4.0	4.4	4.1	4.1	4.3	4.2	Zlotty	0.00	-7.45	-8.41	13.87	17.19	-13.21	-5.97	-0.11	-6.05	14.73	0.13	-4.06	10.89	-7.35	1.63	4.01	-2.46
NOK	8.1	8.3	8.0	7.3	8.4	8.3	8.0	8.2	8.0	9.9	8.3	7.8	7.8	7.4	8.4	9.1	9.2	NOK	0.00	2.25	-3.25	-8.86	15.59	-1.91	-2.88	2.57	-3.04	24.46	-16.16	-6.14	-0.42	-5.16	14.27	7.44	2.01
SEK	8.6	8.9	9.4	9.2	9.1	9.0	9.5	9.0	9.4	11.0	10.3	9.0	8.9	8.6	8.9	9.5	9.3	SEK	0.00	3.48	5.58	-2.07	-0.87	-0.82	4.84	-4.37	4.42	16.66	-6.15	-12.92	-0.58	-3.69	3.77	6.40	-1.81
Roebel	27.6	26.5	26.9	33.4	36.7	37.9	34.1	34.6	36.0	41.4	43.3	40.3	41.3	40.3	45.0	69.1	76.7	Roebel	0.00	-4.09	1.52	24.07	10.11	3.14	-9.85	1.40	3.88	15.17	4.51	-6.98	2.63	-2.55	11.74	53.41	11.06
ZA Rand	6.2	7.0	10.5	9.1	8.3	7.7	7.5	9.2	10.0	13.4	10.6	8.8	10.6	11.2	14.5	14.1	15.4	ZA Rand	0.00	13.63	49.70	-13.83	-7.93	-7.64	-2.50	23.02	8.52	33.59	-20.58	-17.39	20.51	6.17	28.53	-2.31	8.74
Yuan	8.3	7.7	7.3	8.7	10.4	11.3	9.6	10.3	10.7	9.7	9.8	8.7	8.2	8.3	8.4	7.5	7.2	Yuan	0.00	-7.53	-4.87	18.22	19.76	8.77	-15.09	7.21	4.26	-9.70	1.39	-10.92	-5.52	1.19	0.78	-11.10	-3.45
N-Zealand	1.9	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	2.4	2.0	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	N-Zealand	0.00	9.16	1.34	-6.27	-3.97	-1.01	-7.79	6.68	1.41	28.68	-17.85	-13.93	-2.46	-4.12	4.54	-7.49	14.90
GBP	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	GBP	0.00	-0.02	-2.01	6.99	8.14	0.48	-3.29	-2.14	9.53	32.28	-7.36	-4.99	-2.19	-2.11	1.91	-6.19	-6.20

SIMPEL SPREIDEN LOONT

Het al om bekende spreekwoord dat de enige ‘freelunch’ bij het beleggen spreiding is gaat bijna ten allen tijde op. Wie immers zijn vermogen over meerdere beleggingen verspreid loopt direct al een lager systematisch risico. Dit geldt echter niet voor beleggingen uit dezelfde activaklasse zoals bijvoorbeeld nationale en internationale aandelen. Als de paniek toeslaat zien we vaak de correlaties van de individuele aandelen hard omhoog gaan zodat ze vaak bijna allemaal omlaag gaan.

100% AANDELEN EXTREEM RISICOVOL

We zien dat de jaren die roze hier zijn er harde klappen waren voor de AEX-index. De belegger die volledig in de AEX-index belegt zat verloor in 2008 zelfs bijna de helft van zijn vermogen. Dit zijn klappen die een normale belegger in principe nooit meer kan compenseren. Om een verlies van 50 procent goed te maken moet immers een rendement van 100 procent behaald worden. Ook de jaren 2001 en 2002 waren zware jaren voor de ‘100%-AEX-index belegger’. We zien dat naarmate we meer op deposito zetten onze volatiliteit daalt: onze rendementen worden dus stabielier. Dit simpele voorbeeld geeft in een notendop weer wat de toevoeging van de minst risicovolle beleggingscategorie (deposito) ten koste van de meest risicovolle beleggingscategorie (aandelen) heeft.

	AEX rendement	rente
412.110	-2.91	1
424.470	5.64	1
401.790	17.24	1
342.710	9.68	1
312.470	-11.87	1
354.570	5.74	1
335.330	36.35	1
245.940	-52.32	1
515.770	4.12	1
495.340	13.41	1
436.780	25.48	1
348.080	3.09	1
337.650	4.62	1
322.730	-36.32	1
506.780	-20.52	1
637.600	-5.04	1
671.410	24.71	1
538.356	29.85	1
414.605	40.95	1
294.158	33.56	1
220.242	0.00	1

Aandelen%	100 90 80 70 60				
	0	10	20	30	40
2015	-2.9	-2.4	-2.0	-1.5	-1.0
2014	5.6	5.2	4.8	4.4	3.9
2013	17.2	15.7	14.1	12.5	10.9
2012	9.7	8.9	8.1	7.3	6.5
2011	-11.9	-10.5	-9.2	-7.9	-6.5
2010	5.7	5.3	4.9	4.5	4.0
2009	36.3	33.0	29.7	26.3	23.0
2008	-52.3	-46.5	-40.8	-35.0	-29.2
2007	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
2006	13.4	12.4	11.3	10.3	9.2
2005	25.5	23.2	21.0	18.7	16.5
2004	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
2003	4.6	4.5	4.3	4.1	4.0
2002	-36.3	-32.2	-28.2	-24.1	-20.0
2001	-20.5	-17.9	-15.3	-12.7	-10.1
2000	-5.0	-4.2	-3.3	-2.5	-1.6
1999	24.7	22.6	20.6	18.5	16.4
1998	29.8	27.2	24.6	21.9	19.3
1997	40.9	37.2	33.5	29.7	26.0
1996	33.6	30.6	27.5	24.5	21.5
1995	0.0	0.4	0.8	1.2	1.6
Gemiddelden	5.97	5.69	5.41	5.12	4.84
	5.9748	5.6911	5.4074	5.1238	4.8401

SPREIDING ESSENTIEEL

Bij spreiding over beleggingscategorieën zien we echter de correlaties vrij resistent blijven. Hiermee bedoelen we dat het niet vaak gebeurd dat zowel aandelen als obligaties (bedrijfs- en staats) gezamenlijk omlaag gaan. In de tabel hier ziet u de rendementen van de portefeuilles die volledig belegd zijn in aandelen en niets op deposito hebben. Dit laten we per 10 procent oplopen zo toont de één na linker kolom de portefeuille die voor 90 procent in aandelen zit en 10 procent staat hier op een deposito. We kiezen hier voor de depositorente als simplistisch voorbeeld want dit is immers voor iedereen toeganke-lijk, zonder grote coupures en er zitten in principe verwaarloosbare kosten aan. Als proxy voor aandelen gebruiken we de AEX-index.

Aandelen%	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0	Deposito%
	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	
2015	-2.9	-2.4	-2.0	-1.5	-1.0	-0.6	-0.1	0.4	0.9	1.3	1.8	
2014	5.6	5.2	4.8	4.4	3.9	3.5	3.1	2.7	2.2	1.8	1.4	
2013	17.2	15.7	14.1	12.5	10.9	9.3	7.7	6.2	4.6	3.0	1.4	
2012	9.7	8.9	8.1	7.3	6.5	5.7	5.0	4.2	3.4	2.6	1.8	
2011	-11.9	-10.5	-9.2	-7.9	-6.5	-5.2	-3.8	-2.5	-1.2	0.2	1.5	
2010	5.7	5.3	4.9	4.5	4.0	3.6	3.2	2.8	2.3	1.9	1.5	
2009	36.3	33.0	29.7	26.3	23.0	19.7	16.3	13.0	9.7	6.3	3.0	
2008	-52.3	-46.5	-40.8	-35.0	-29.2	-23.4	-17.6	-11.8	-6.1	-0.3	5.5	
2007	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
2006	13.4	12.4	11.3	10.3	9.2	8.2	7.2	6.1	5.1	4.0	3.0	
2005	25.5	23.2	21.0	18.7	16.5	14.2	12.0	9.7	7.5	5.2	3.0	
2004	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
2003	4.6	4.5	4.3	4.1	4.0	3.8	3.6	3.5	3.3	3.2	3.0	
2002	-36.3	-32.2	-28.2	-24.1	-20.0	-15.9	-11.8	-7.7	-3.7	0.4	4.5	
2001	-20.5	-17.9	-15.3	-12.7	-10.1	-7.5	-4.9	-2.3	0.3	2.9	5.5	
2000	-5.0	-4.2	-3.3	-2.5	-1.6	-0.8	0.1	0.9	1.8	2.6	3.5	
1999	24.7	22.6	20.6	18.5	16.4	14.4	12.3	10.2	8.1	6.1	4.0	
1998	29.8	27.2	24.6	21.9	19.3	16.7	14.0	11.4	8.8	6.1	3.5	
1997	40.9	37.2	33.5	29.7	26.0	22.2	18.5	14.7	11.0	7.2	3.5	
1996	33.6	30.6	27.5	24.5	21.5	18.5	15.5	12.5	9.5	6.5	3.5	
1995	0.0	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0	
Gemiddelden	5.97	5.69	5.41	5.12	4.84	4.56	4.27	3.99	3.71	3.42	3.14	

De tabel toont de goedkoopste indextrackers die per eind september uitstonden op de Europese, Amerikaanse en Aziatische aandelenmarkten. U ziet hier de index-trackers oplopend gesorteerd op hun jaarlijkse kosten (expense ratio). Zoals verwacht zijn de goedkoopste aandentrackers die op de Amerikaanse beurzen. Voor de goedkoopste tracker, de Vanguard S&P 500, betaalt u 0,05 procent per jaar. Het verschil qua kosten tussen de Amerikaanse/Europese indextrackers met die op de Aziatische is nog steeds immens. Data afkomstig van ETF.com.

Europa goedkoopste aandelen ETF

TICKER	Fondsnaam	Uitgever	Categorie	Onderliggende index	Kosten
VGK	Vanguard FTSE Europe	Vanguard	Equity	FTSE Developed Europe Index Net TR US RIC	0.12%
IEUR	iShares Core MSCI Europe	BlackRock	Equity	MSCI Europe IMI	0.14%
EUMV	Ishares MSCI Europe Minimum Volatility	BlackRock	Equity	MSCI Europe Minimum Volatility Index	0.25%
STXX	ALPS STOXX Europe 600	ALPS	Equity	STOXX Europe 600 Index	0.25%
FXEU	PowerShares Europe Currency Hedged Low Volatility	Invesco PowerShares	Equity	S&P Eurozone Low Volatility USD Hedged Index	0.25%
HGEU	ProShares Hedged FTSE Europe	ProShares	Equity	FTSE Developed Europe 100% Hedged to USD Index	0.27%
FEZ	SPDR Euro STOXX 50	SSgA	Equity	Euro STOXX 50 Index	0.29%
FEU	SPDR STOXX Europe 50	SSgA	Equity	STOXX Europe 50 Index	0.29%
ADRU	BLDRS Europe Select ADR	Invesco PowerShares	Equity	BNY Mellon Europe Select ADR Index	0.30%
QESP	SPDR MSCI Spain Quality Mix	SSgA	Equity	MSCI Spain Quality Mix A-Series Index	0.30%
QGBR	SPDR MSCI United Kingdom Quality Mix	SSgA	Equity	MSCI UK Quality Mix A-Series Index	0.30%
QDEU	SPDR MSCI Germany Quality Mix	SSgA	Equity	MSCI Germany Quality Mix A-Series Index	0.30%
HFEZ	SPDR MSCI STOXX 50 Currency Hedged	SSgA	Equity	EURO STOXX 50 Hedged USD Index	0.32%
SCID	Global X Scietific Beta Europe	Global X	Equity	Scietific Beta Extended EUrope Multi-Beta Multi-Strat- egy Equal Risk Contribution Index	0.38%
IEUS	iShares MSCI Europe Small-Cap ETF	BlackRock	Equity	MSCI Europe Small Cap	0.40%
SBEU	ETF5 Diversified-Factor Developed Europe Index Fund	ETF Securities	Equity	Sciencific Beta Developed Europe MultiBeta Multi-Strategy Equal Weight Index	0.40%
DBGR	Deustche X-trackers MSCI Germany Hedged Equity ETF	Deustche Bank	Equity	MSCI Germany 100% Hedged to USD	0.45%
DBEU	Deustche X-trackers MSCI Europe Hedged Equity ETF	Deustche Bank	Equity	MSCI Eeurope USD Dollar Hedged Index	0.45%
DBUK	Deustche X-trackers MSCI United Kingdom Hedged Equity ETF	Deustche Bank	Equity	MSCI United Kingdom US Dollar Hedged Index	0.45%
SMEZ	SPDR EURO STOXX Small Cap	SSgA	Equity	EURO STOXX Small Index	0.45%

VS goedkoopste aandelen ETF

TICKER	Fondsnaam	Uitgever	Categorie	Onderliggende index	Kosten
SPY	SPDR S&P 500	SSgA	Equity	S&P 500	0.09%
IVV	iShares Core S&P 500	BlackRock	Equity	S&P 500	0.07%
VTI	Vanguard Total Stock Market	Vanguard	Equity	CRSP US Total Market Index	0.05%
QQQ	PowerShares QQQ	Invesco PowerShares	Equity	NASDAQ - 100 Index	0.20%
VOO	Vanguard S&P 500	Vanguard	Equity	S&P 500	0.05%
IWF	iShares Russell 1000 Growth	BlackRock	Equity	Russell 1000 Growth Index	0.20%
IWM	iShares Russell 2000	BlackRock	Equity	Russell 2000 Index	0.20%
IJH	iShares Core S&P Mid-Cap	BlackRock	Equity	S&P MidCap 400 Index	0.12%
VNQ	Vanguard REIT	Vanguard	Equity	MSCI US REIT Index	0.12%
IWD	iShares Russell 1000 Value	BlackRock	Equity	Russell 1000 Value Index	0.20%
VUG	Vanguard Growth	Vanguard	Equity	CRSP US Large Cap Growth Index	0.09%
VIG	Vanguard Dividend Appreciation	Vanguard	Equity	NASDAQ US Dividend Achievers Select Index	0.10%
XLF	Financial Select SPDR	SSgA	Equity	S&P Financial Select Selector Index	0.15%
VTV	Vanguard Value	Vanguard	Equity	CRSP US Large Cap Value Index	0.09%
IJR	iShares Core S&P Small-Cap	BlackRock	Equity	S&P Small Cap 600 Index	0.12%
MDY	SPDR S&P MidCap 400	SSgA	Equity	S&P MidCap 400 Index	0.25%
DVY	iShares Select Dividend	BlackRock	Equity	Dow Jones U.S. Select Dividend	0.39%
XLV	Health Care Select SPDR	SSgA	Equity	S&P Health Care Select Selector Index	0.15%
IWR	iShares Russell Mid-Cap	BlackRock	Equity	Russell MidCap Index	0.20%
SDY	SPDR S&P Dividend	SSgA	Equity	S&P High Yield Dividend Aristocrats Index	0.35%

Azie goedkoopste aandelen ETF

TICKER	Fondsnaam	Uitgever	Categorie	Onderliggende index	Kosten
EWJ	iShares MSCI Japan	BlackRock	Equity	MSCI Japan Index	0.48%
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity	WisdomTree	Equity	Wisdom Tree Japan Hedged Equity Index	0.48%
FXI	iShares China Large-Cap	BlackRock	Equity	FTSE China 50 Index - USD NET	0.74%
INDA	iShares MSCI India	BlackRock	Equity	MSCI India Total Return Index	0.68%
EWT	iShares MSCI Taiwan	BlackRock	Equity	MSCI Taiwan Index	0.62%
EWY	iShares MSCI South Korea Capped	BlackRock	Equity	MSCI Korea 25/50 Index	0.62%
EWH	iShares MSCI Hong Kong	BlackRock	Equity	MSCI Hong Kong Index	0.48%
VPL	Vanguard FTSE Pacific	Vanguard	Equity	FTSE Developed Asia Pacific Net of Tax US RIC	0.12%
AAXJ	iShares MSCI All Country Asia ex Japan	BlackRock	Equity	MSCI All Country Asia ex Japan Index	0.68%
EPP	iShares MSCI Pacific ex Japan	BlackRock	Equity	MSCI Pacific ex-Japan Index	0.49%
MCHI	iShares MSCI China	BlackRock	Equity	MSCI China Index	0.62%
EPI	WisdomTree India Earnings	WisdomTree	Equity	WisdomTree India Earnings Index	0.83%
DBJP	Deutsche X-trackers MSCI Japan Hedged Equity ETF	Deustche Bank	Equity	MSCI Japan 100% Hedged to USD	0.45%
EWA	iShares MSCI Australia	BlackRock	Equity	MSCI Australia Index	0.48%
INDY	iShares India 50	BlackRock	Equity	CNX Nifty Index	0.94%
GXC	SPDR S&P China	SSgA	Equity	S&P China BMI Index	0.59%
HEWJ	iShares Currency Hedged MSCI Japan	BlackRock	Equity	MSCI Japan 100% Hedged to USD	0.48%
IPAC	iShares Core MSCI Pacific	BlackRock	Equity	MSCI Pacific Invesable Markets	0.14%
EWS	iShares MSCI Singapore	BlackRock	Equity	MSCI Singapore Index	0.48%
PIN	Powershares India	Invesco PoweShares	Equity	Indus India Index	0.85%

De tabel toont de goedkoopste indextrackers die per eind september uitstonden op de Amerikaanse obligaties (staats- en bedrijfsobligaties). U ziet hier de index-trackers oplopend gesorteerd op hun jaarlijkse kosten (expense ratio). We zien al vrij snel dat de indextrackers met het meeste onder beheer (AUM) ook de laagste kosten hebben. Data afkomstig van ETF.com.

TICKER	Fondsnaam	Uitgever	Kosten	Vermogen	Spread	Segment
BND	Vanguard Total Bond Market	Vanguard	0.08%	\$26.78B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Broad Market Investment Grade
AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond	BlackRock	0.08%	\$26.55B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Broad Market Investment Grade
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond	BlackRock	0.15%	\$22.05B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Corporate Investment Grade
BSV	Vanguard Short-Term Bond	Vanguard	0.10%	\$17.06B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Government/Credit Investment Grade Short-Term
TIP	iShares TIPS Bond	BlackRock	0.20%	\$13.51B	0.02%	Fixed Income: U.S. - Government TIPS
PFF	iShares U.S. Preferred Stock	BlackRock	0.47%	\$13.43B	0.03%	Fixed Income: U.S. - Corporate Preferred Stock
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond	BlackRock	0.15%	\$13.10B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Government Treasury Short-Term
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond	BlackRock	0.50%	\$12.91B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Corporate High Yield
CSJ	iShares 1-3 Year Credit Bond	BlackRock	0.20%	\$10.97B	0.02%	Fixed Income: U.S. - Corporate Investment Grade Short-Term
VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond	Vanguard	0.12%	\$10.57B	0.02%	Fixed Income: U.S. - Corporate Investment Grade Short-Term
JNK	SPDR Barclays High Yield Bond	SSgA	0.40%	\$9.12B	0.03%	Fixed Income: U.S. - Corporate High Yield
IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond	BlackRock	0.15%	\$8.78B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Government Treasury Intermediate
MBB	iShares MBS	BlackRock	0.27%	\$6.77B	0.04%	Fixed Income: U.S. - Government Agency MBS
BIV	Vanguard Intermediate-Term Bond	Vanguard	0.10%	\$6.53B	0.06%	Fixed Income: U.S. - Government/Credit Investment Grade Intermediate
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond	BlackRock	0.15%	\$6.16B	0.01%	Fixed Income: U.S. - Government Treasury Long-Term
CIU	iShares Intermediate Credit Bond	BlackRock	0.20%	\$6.05B	0.04%	Fixed Income: U.S. - Corporate Investment Grade Intermediate
IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond	BlackRock	0.15%	\$5.47B	0.02%	Fixed Income: U.S. - Government Treasury Intermediate
VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond	Vanguard	0.12%	\$5.29B	0.07%	Fixed Income: U.S. - Corporate Investment Grade Intermediate
MUB	iShares National AMT - Free Muni Bond	BlackRock	0.25%	\$4.78B	0.05%	Fixed Income: U.S. - Municipals Investment Grade
BLKN	PowerShares Senior Loan	Invesco PowerShares	0.65%		0.04%	Fixed Income: U.S. - Corporate High Yield Floating Rate

Goedkoopste Amerikaanse ETF's vastrentend

INTERNATIONALE AANDELENTABELLEN

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %		
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %	
Oostenrijk		7.65	2.35	3.96	2.88	-0.08	32.50
Agrana Beteiligungs		9.56	4.67	1.03	5.96	-4.22	15.28
Amag Oostenrijk Metall		17.65	3.63	0.53	2.70	28.98	0.00
AMS		40.59	0.91	0.22	1.90	4.14	456.49
Andritz		29.12	2.52	0.24	3.31	-7.88	61.27
ATB Oostenrijk		-20.79	0.00	1.38	0.73	38.39	90.73
Bene		-0.14	0.00	-8.91	-14.65	-80.78	-91.90
Binder + Co.		16.05	2.72	0.34	2.37	-6.25	53.06
BKS Bank		13.05	1.35	1.33	-1.11	0.03	4.27
Burgenland Holding		23.49	5.29	0.51	2.74	13.36	38.20
Buwog		31.63	3.76	0.85	0.01	20.77	0.00
BWT		23.02	0.51	0.52	2.35	12.18	2.66
CA Immobilien Anlagen		68.82	0.00	1.29	2.39	3.10	76.94
Conwert Immobil		42.45	0.00	1.04	2.30	35.51	31.93
C-Quadrat Investment		17.02	7.69	0.28	3.34	34.48	130.77
Do & Co.		29.39	1.64	0.28	6.63	42.77	299.46
Erste Group Bank		23.10	0.00	0.94	-4.12	37.66	-14.75
EVN		12.07	4.28	1.37	3.07	-3.98	-21.69
FACC		15.86	0.00	0.77	0.84	-21.99	0.00
Flughafen Wien		25.13	2.03	0.56	10.50	26.78	75.99
Frauenthal		12.44	0.00	1.05	4.28	-2.14	-1.54
HTI High Tech Industries		-0.19	0.00	1.09	-1.72	-20.00	-93.81
Immofinanz		-668.67	8.97	1.88	0.25	-12.67	-5.78
Kapsch Trafficom		34.73	1.74	0.56	5.79	20.09	-17.14
KTM		38.60	1.35	0.27	7.38	8.93	325.82
Lenzing		17.00	1.51	0.58	8.24	33.14	41.18
Mayr-Melnhof Karton		19.17	2.59	0.54	8.29	19.55	32.95
Oesterreich Post		18.85	6.55	0.35	3.44	-21.86	46.58
OMV		6.19	5.88	1.68	11.24	-21.91	-17.68
Oostenrijk Technologie & Systemtechnik		10.76	2.76	1.19	3.70	42.22	34.41
Palfinger		21.76	1.47	0.52	1.27	-9.72	36.91
Polytec Group		9.73	3.88	0.98	0.95	-1.57	72.79
Raiffeisen Bank Internat.		3.27	0.00	2.40	18.77	-38.74	-64.90
RHI		7.64	4.53	0.73	1.82	-26.02	-22.29
Rosenbauer		16.99	1.67	0.36	-5.45	7.49	136.18
S. Immo		24.33	3.16	1.10	1.25	24.44	45.98
Sanochemia Pharmazeutika		-32.25	0.00	2.83	0.06	2.38	-60.00
Schoeller-Bleckmann		18.96	3.01	0.57	4.24	-35.02	17.09
Semperit		11.62	3.93	0.78	2.25	-25.29	4.93
Strabag		15.47	0.00	1.40	6.73	3.52	20.06
Teak Holz		-0.06	0.00	155.65	-0.37	-95.79	-97.95
Uniqa Insurance		24.69	5.60	1.33	0.60	-16.07	-43.57
Verbund		8.69	2.42	1.13	2.06	-23.77	-57.03
Vienna Insurance Group		10.02	5.48	1.56	10.97	-28.50	-31.64
Voestalpine		10.28	3.39	0.99	6.50	-7.77	20.35
Warimpex		-44.00	0.00	1.91	0.38	-34.46	-69.16
Wienerberger		35.88	0.94	1.09	1.84	57.28	50.28
Wolford		291.22	0.00	0.71	0.74	-5.05	2.91
Zumtobel		27.17	1.15	0.38	1.44	30.59	45.38
Belgie		17.05	1.20	1.54	3.51	5.96	42.35
4Energy		23.13	0.00	0.50	0.06	-19.97	-95.64
AB InBev		31.96	2.13	0.26	6.41	10.27	120.84
Ablynx		-21.38	0.00	0.12	-0.24	43.35	42.67
ABO Group		-0.16	0.00	0.22	-0.05	-84.43	0.00
Accentis		-0.32	0.00	1.29	0.01	-97.43	-97.43
Ageas		28.98	4.21	1.28	3.20	40.60	79.21
Agfa-Gevaert		-24.71	0.00	0.62	0.64	49.43	-38.52

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	5 jr %
	CAPE		BOEK/KOERS			
arGEN-X	-0.05	0.00	0.75	-0.69	4.58	0.00
Ascencio	21.69	5.31	0.80	3.61	6.38	53.71
Atenor	15.03	5.00	0.54	-0.64	8.46	23.08
AVH	23.29	1.37	0.78	16.71	37.18	126.72
Banimmo	56.49	0.00	1.24	-0.14	-2.56	-48.86
Barco	21.00	2.82	0.80	6.91	-0.59	65.72
Befimmo	13.37	4.75	1.02	4.25	-7.14	-12.20
Bekaert	11.22	2.80	1.07	3.35	-12.51	-65.07
Belreca	24.47	1.93	1.01	0.00	-1.04	23.38
Beluga	-13.90	0.00	2.95	-0.05	-23.20	-62.93
BPost	24.00	6.00	0.16	2.01	12.00	0.00
Brederode	14.98	1.71	1.20	0.60	28.80	120.23
Campine	8.65	0.00	1.26	-0.82	-4.56	-31.75
Care Property Invest	0.05	0.00	0.53	1.61	-17.39	26.65
Celyad	-5.57	0.00	0.07	-1.68	-6.04	0.00
CFE	7.31	0.00	0.46	23.97	38.21	157.47
Cie Bois Sauvage	35.99	3.13	0.87	0.00	8.23	25.94
CMB	3.92	0.00	1.75	0.55	-7.44	-28.80
Cofinimmo	16.32	4.41	0.95	8.84	5.62	-4.19
Colruyt	12.25	0.00	0.28	4.19	20.23	6.76
Connect Group	-5.00	0.00	2.77	0.03	-54.22	-49.33
Deceuninck	-30.60	0.00	0.81	0.22	12.56	28.72
Delhaize	21.48	2.11	0.70	11.19	38.66	42.03
Dexia	0.08	0.00	37.59	-0.67	-96.37	-98.76
D'Ieteren	4.32	2.34	0.89	4.79	10.68	-16.88
Eckert & Ziegler	-46.00	0.00	0.00	0.00	-42.86	-63.37
Econocom	19.86	0.00	0.33	0.98	5.20	199.24
Elia	16.73	3.61	0.88	4.88	12.79	57.92
Euronav	11.51	0.00	0.94	0.40	35.55	-12.83
Evadix	-1.12	0.00	21.42	0.00	-88.00	-88.00
EVS Broadcasting	9.54	0.00	0.22	2.32	-16.91	-47.95
Exmar	14.65	0.00	0.67	0.00	-34.15	47.16
Fagron	20.07	0.00	0.30	3.47	-55.48	70.75
Floridienne	20.53	0.00	0.10	1.28	19.54	-30.90
Fluxys	20.35	0.00	1.01	4.42	-8.55	3.58
Fountain	2.34	0.00	0.00	0.00	-35.19	-82.55
Galapagos	-81.27	0.00	0.14	0.02	251.86	377.24
GBL	13.83	4.24	1.19	4.22	-8.43	7.25
Gimv	13.16	0.00	1.03	0.00	9.40	5.61
Global Graphics	27.33	0.00	0.63	0.47	48.19	103.31
Greenyard Foods	-208.69	0.00	0.82	-4.50	17.03	72.25
Hamon	11.78	0.00	0.79	-0.36	-26.62	-73.34
Home Invest B.	26.35	0.00	0.77	3.74	4.95	48.67
IBA	-235.00	0.00	0.08	0.00	110.14	245.24
Iep Invest SA	199.14	0.00	1.44	0.00	26.51	386.11
Immobel	20.75	0.00	0.99	0.00	2.87	46.80
Intervest Offices	14.84	0.00	0.94	2.00	0.71	-7.57
Jensen-Group	20.81	1.98	0.44	0.28	33.99	106.61
KBC	29.13	3.55	0.70	0.00	33.56	70.64
KBC Ancora	-115.74	0.00	0.76	0.65	42.49	110.96
Kinopolis Group	9.23	0.00	0.53	12.21	14.57	266.88
Leasinvest	17.19	0.00	0.87	0.00	0.11	31.52
Lotus Bakeries	57.86	0.00	0.13	93.67	82.48	313.89
MDxHealth	-6.49	0.00	0.13	-0.31	-2.18	108.00
Melexis	42.70	2.53	0.13	2.10	11.50	253.21
Miko	18.73	0.00	0.00	15.10	28.99	75.85
Mobistar	5.27	0.00	0.33	4.20	28.29	-57.94
Montea	708.22	5.46	0.65	2.47	12.92	71.28
Moury Construct	16.44	0.00	0.82	9.26	11.21	24.46
NBB	1.63	0.00	4.51	0.00	-9.69	-15.22

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %
Neufcour-fin.	-20.85	0.00	1.37	-1.13	10.47	11.76
Nyrstar	10.28	0.00	1.75	0.91	-18.49	-71.97
Ontex	33.85	0.72	0.37	2.26	32.76	0.00
Option	-4.38	0.00	-0.73	-0.08	-76.10	-76.10
Parc Paradisio	111.27	2.07	0.23	7.49	50.59	172.59
Payton Planar	15.27	0.00	1.16	0.13	21.01	-17.71
PCBB	6.75	0.00	0.97	1.31	-17.63	-15.27
Pharco	-73.89	0.00	0.00	0.00	90.00	164.24
Picanol	40.02	0.22	0.41	3.06	72.76	276.97
Proximus	11.77	3.65	0.28	4.65	12.35	7.62
Quest for Growth	15.12	7.36	0.97	0.00	34.10	113.27
Realco	12.39	0.00	2.52	0.00	-17.65	40.00
RealDolmen	317.42	0.00	1.47	0.00	-19.61	13.18
Recticel	-96.96	0.00	1.38	0.87	-22.73	-32.00
Resilux	66.48	1.13	0.25	16.70	60.69	196.64
Retail Estates	18.27	2.90	0.63	0.64	28.42	83.95
RHJ	-9.55	0.00	1.16	2.20	34.99	-11.45
Roularta	10.91	0.00	0.66	0.00	38.73	-19.42
RTL Group	20.27	7.14	0.28	6.08	12.53	22.74
Sabca	6.78	0.00	1.43	-7.60	-12.03	21.67
Sapec	33.00	0.00	2.41	18.46	-19.01	-43.93
Scheerders Van Kerckhove	-27.67	0.00	1.41	0.00	-6.04	-13.27
Sioen	26.81	2.30	0.49	2.22	38.40	169.85
Sipef	8.15	2.01	1.19	6.25	-17.61	-23.42
smartphoto group	-6.07	0.00	0.87	0.05	-41.08	-41.08
Sofina	20.81	0.00	1.22	2.23	15.47	50.42
Softimat	77.39	0.00	1.51	-0.07	-30.63	-62.48
Solvac	9.02	3.37	1.39	5.23	-17.32	13.15
Solvay	21.52	2.30	0.89	19.14	-25.06	13.53
Spadel	28.74	1.31	0.30	7.40	31.96	74.62
Sucraf	-135.00	0.00	-3.10	0.00	18.42	-73.00
Suez Environnement	17.49	4.13	0.83	3.67	19.60	14.31
Telenet	236.71	0.00	-0.23	4.93	13.21	112.45
Ter Beke	19.30	2.93	0.70	15.24	40.13	37.47
Tessenderlo Chemie	-46.75	0.00	0.38	2.17	29.41	23.59
Texaf	28.61	1.00	0.56	1.78	9.62	107.51
Think-media	-0.04	0.00	33.26	-0.50	-99.01	-99.57
ThromboGenics	-16.14	0.00	1.51	-1.29	-48.64	-79.86
Tubize-Fin	20.22	0.82	0.62	-0.01	-0.93	180.19
U & I Learning	-48.61	0.00	1.84	-0.33	-37.19	-64.89
UCB	47.22	1.49	0.36	2.68	-1.08	177.47
Umicore	19.86	3.00	0.48	3.71	-5.67	3.74
Unitronics	35.00	0.00	0.32	0.26	-99.49	256.25
Van De Velde	22.09	6.35	0.18	3.45	43.22	57.54
VGP	25.46	0.00	0.38	-0.08	57.42	84.86
Viohalco	-3.66	0.00	2.57	0.13	-29.38	0.00
Warehouses Estates	14.68	4.23	0.70	4.18	2.97	50.17
WDP	24.93	4.90	0.51	5.04	22.49	87.49
Wereldhave België	18.82	3.13	0.75	6.06	12.07	73.44
Zenitel	-2.61	0.00	0.62	0.21	4.00	4.00
Zetes	37.88	1.86	0.45	3.31	50.89	108.15

Duitsland		14.11	1.90	0.62	3.99	14.63	74.85
Aareal Bank		18.94	3.24	1.47	-34.00	-8.80	110.66
Adidas		26.74	2.11	0.38	3.36	19.81	55.03
Adva Optical		166.97	0.00	0.39	0.96	249.14	75.15
Air Berlin PLC		-0.81	0.00	-1.57	-1.46	-22.08	-66.79
Aixtron		384.12	0.00	0.71	-0.56	-57.35	-76.01
Allianz		12.29	0.00	0.80	51.27	6.85	64.08
Alstria Office		134.59	4.34	0.85	0.61	19.72	20.58
Amadeus Fire		44.92	0.00	0.10	3.50	44.47	217.40
Aurubis		16.01	1.78	0.74	9.09	44.88	64.09
Axel Springer		23.02	3.40	0.45	3.65	21.70	64.74
Balda		4.84	0.00	1.32	0.13	0.55	-38.27
BASF		16.41	4.21	0.46	7.58	-8.05	43.31
Bauer		9.29	0.00	1.38	2.24	22.76	-44.69
Bayer		38.45	1.95	0.21	7.03	5.60	125.38
Baywa		17.04	0.00	1.23	6.59	-16.46	-6.12
BB Biotech		6.02	4.21	1.12	10.77	51.24	386.31
Bechtle		35.79	1.50	0.33	2.66	32.12	229.77
Beiersdorf		41.81	0.00	0.19	1.58	17.82	75.35
Bertrandt		28.82	2.73	0.31	6.15	-14.13	101.26
Bilfinger Berger		8.44	6.28	1.31	3.55	-32.73	-37.69
Biotest		9.47	0.00	3.94	-1.09	-31.66	51.89
BMW		15.72	3.78	0.81	4.84	-9.86	50.43
Brenntag		37.01	1.89	0.32	2.39	24.94	136.06
Cancom		27.64	1.61	0.40	1.69	6.54	266.70
Carl Zeiss Med.		33.48	1.61	0.37	0.78	7.88	115.96
Celesio		18.98	3.25	0.53	0.26	-3.75	58.83
Centrotec		14.72	1.51	0.89	1.92	-12.17	-6.73
Centrotherm		-0.32	0.00	0.55	-0.45	-29.61	-97.66
CeWe Stiftung & Co.		24.92	3.28	0.50	9.62	-6.74	75.48
Comdirect Bank		23.03	4.01	0.42	9.11	22.43	53.51
Commerzbank		19.55	0.00	2.47	2.24	-20.87	-74.29
Constantin Medien		15.85	0.00	0.12	1.42	45.34	17.85
Continental		41.96	1.82	0.31	20.84	16.93	222.09
CTS Eventim		74.62	0.97	0.09	2.56	49.80	249.12
Daimler		17.74	3.84	0.54	-1.19	5.34	37.81
Delticom		16.31	1.25	0.21	3.08	17.88	-59.92
Deutsche Annington Immobilien		18.86	2.64	0.74	1.70	28.59	0.00
Deutsche Bank		0.21	3.14	2.26	-0.50	-13.15	-36.24
Deutsche Beteiligung		11.26	7.62	0.84	-0.10	21.10	44.13
Deutsche Boerse		23.06	2.73	0.25	3.55	43.89	55.00
Deutsche EuroShop		24.65	3.24	0.81	2.41	17.19	59.37
Deutsche Office		46.39	0.00	2.21	0.86	41.97	0.00
Deutsche Post		20.43	3.57	0.33	2.51	-5.63	77.65
Deutsche Postbank		25.28	0.00	0.85	-8.24	-66.13	0.00
Deutsche Telekom		56.19	3.13	0.75	2.97	34.26	58.00
Deutsche Wohnen		-516.14	1.84	0.69	0.64	41.39	193.14
Deutz		16.82	2.41	1.45	0.94	-31.90	-45.88
Dialog Semiconductor PLC		124.52	0.00	0.19	2.87	70.77	208.34
DIC Asset		14.09	4.33	1.40	0.51	21.42	24.03
DMG Mori Seiki AG		40.71	1.62	0.47	2.16	52.33	0.00
Draegerwerke		20.29	1.69	1.12	18.50	21.97	49.71
Drillisch		81.41	3.59	0.13	1.35	75.46	781.05
Duerr		8.54	2.74	0.35	8.42	4.47	423.91
E.ON		4.34	6.91	1.91	3.35	-49.26	-66.78

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %
Elringklinger	15.30	3.23	0.72	2.37	-27.29	-26.09
Evonik	11.44	0.00	0.49	2.32	8.29	0.00
Evotec	-8.09	0.00	0.30	-0.05	30.31	66.92
Fielmann	24.90	0.00	0.24	0.56	24.20	75.58
Fraport	23.95	2.52	0.66	5.48	3.53	21.75
Freenet	23.48	4.95	0.34	2.30	41.27	244.53
Fresenius MC	34.34	0.97	0.40	3.96	32.69	58.12
Fuchs Petrolub	23.39	1.97	0.34	3.67	29.49	171.83
Gagfah	-3.29	2.25	0.65	0.79	5.40	167.76
GEA Group	47.66	2.20	0.41	2.09	-7.83	73.77
Gerresheimer	71.40	1.14	0.29	5.04	26.88	122.99
Gerry Weber	9.87	5.71	0.75	1.49	-58.40	-12.34
Gesco	15.15	0.00	0.70	7.21	-0.11	66.86
GfK	23.64	2.03	0.60	5.39	-8.70	2.89
Grammer	11.94	3.93	1.05	5.63	-38.01	17.31
GrenkeLeasing	54.99	0.78	0.24	0.24	83.25	298.66
H&R AG	10.52	0.00	0.37	-0.01	19.49	-53.79
Hamborner REIT AG	36.17	4.61	0.68	0.81	10.64	22.71
Hannover Rue	20.03	4.34	0.68	16.00	44.33	169.26
Hawesko	20.59	3.21	0.23	3.45	4.63	42.32
HeidelbergCement	13.02	1.22	1.24	7.89	17.13	72.79
Heidelberger Druckmaschinen	-2.57	0.00	0.64	0.23	-3.85	-37.86
Henkel	35.34	1.42	0.72	10.74	14.83	128.08
HHLA	12.61	3.64	0.55	3.33	-21.28	-49.38
Highlight Communications	10.65	3.53	0.47	3.31	46.55	20.08
Hochtief	39.72	2.26	0.60	10.91	38.30	19.34
Hornbach Holding	11.62	1.09	1.03	12.38	12.34	102.44
Hugo Boss Vz	34.99	3.69	0.12	5.73	-1.39	177.28
Indus Holding	20.33	0.00	0.53	3.99	3.38	108.22
Infineon	44.29	1.92	0.41	0.91	10.76	86.32
Jenoptik	38.05	1.62	0.55	0.90	39.52	198.81
Jungheinrich	29.43	1.53	0.41	3.24	43.92	155.86
K+S Group	16.43	0.00	0.69	3.69	33.93	-32.80
Kabel Deutschland	-298.00	2.66	-0.17	9.10	13.15	317.15
Kion	-51.73	1.46	0.44	6.10	30.07	0.00
Kloeckner	5.21	2.83	2.02	-1.32	-33.24	-52.93
Koenig + Bauer	-39.68	0.00	0.53	2.62	139.58	104.40
Kontron	0.88	0.00	1.75	0.03	-47.73	-58.98
Krones	35.08	1.34	0.32	5.53	35.29	113.03
Kuka	117.15	0.58	0.23	4.88	42.53	388.90
KWS Saat	35.64	1.02	0.33	9.24	5.70	143.80
Lanxess	19.71	1.21	0.63	9.58	-6.34	1.35
LEG Immobilien	47.96	0.00	0.00	1.93	35.83	0.00
Leoni	21.64	2.60	0.61	5.54	6.68	84.19
Linde	29.51	2.20	0.54	16.17	-5.30	46.74
LPKF Laser	14.59	1.54	0.40	0.08	-44.48	39.67
Lufthansa	10.53	0.00	0.64	4.27	-6.00	-13.21
MAN AG	31.70	0.16	0.43	-4.93	1.35	11.31
Manz Autom.	-97.08	0.00	0.43	2.19	-7.75	33.01
Medion	61.92	3.95	0.46	2.27	2.71	75.91
Merck KGaA	39.30	1.25	0.23	4.23	10.84	158.27
Metro	15.50	3.83	0.66	6.20	-10.17	-50.99
MLP	10.39	4.25	0.87	0.30	-11.20	-45.63
Morphosys	172.49	0.00	0.23	-0.55	-22.69	253.45
MTU Aero Engines	29.73	1.91	0.30	3.94	16.23	80.52
Munchener Rue	12.71	4.63	1.05	43.53	7.65	64.65
MVV Energie	17.43	4.51	1.02	6.34	-16.57	-32.42
Nanogate	-1183.33	0.00	0.42	1.31	-8.97	128.44
Nordex SE	1236.19	0.00	0.21	1.05	62.53	250.67
Norma	38.85	0.00	0.23	3.62	30.56	0.00
Osram Licht	59.65	2.01	0.51	4.39	50.90	0.00
OVB	11.35	3.75	0.37	1.40	-9.68	-27.19
Patrizia Immob.	74.13	0.00	0.28	2.02	99.43	805.01
Pfeiffer Vacuum	27.11	2.74	0.29	5.30	45.30	39.28
Phoenix Solar	-4.66	0.00	-0.07	-0.53	45.68	-88.49
ProSiebenSat.1	39.87	3.60	0.08	6.51	39.08	152.33
Puma	15.36	0.29	0.62	8.44	-5.68	-27.33
Qiagen	70.83	0.00	0.43	0.44	28.40	75.62
QSC	41.22	6.67	0.78	0.02	-33.35	-9.75
Rational	56.48	1.94	0.08	9.89	51.54	129.72
Rheinmetall	17.86	0.58	0.61	2.68	37.24	6.48
Rhoen-Klinikum	26.41	0.00	0.09	0.29	8.18	55.18
RWE AG	2.38	10.77	2.20	11.06	-69.36	-81.30
SAF-Holland	-273.12	2.70	0.46	1.08	19.71	107.27
Salzgitter	4.84	0.00	0.24	0.26	-19.74	-53.70
SAP AG	30.50	1.92	0.18	2.85	0.53	57.32
Schaltbau	15.85	2.14	0.28	5.99	-1.94	0.00
SGL Carbon	-27.68	0.00	0.45	-0.02	-12.43	-44.43
SHW	8.22	4.48	0.65	5.11	-32.82	0.00
Siemens	18.59	4.20	0.48	8.42	-15.84	4.58
Singulus	-0.94	0.00	0.63	-0.21	-45.08	-83.45
Sixt	20.28	0.00	0.50	3.67	71.46	226.10
SKW Stahl	8.16	0.00	0.98	0.46	-21.06	-74.53
Sky Deutschland	-8.08	0.00	0.06	0.10	1.08	558.06
SMA Solar	15.11	0.00	1.14	-0.80	41.64	-61.89
Software AG	14.64	1.91	0.49	1.81	34.49	-11.77
Solarworld	-0.06	0.00	-0.70	-2.46	12.91	-98.91
Stabilus	-109.93	0.00	0.12	4.24	20.91	0.00
Stada	25.07	2.04	0.46	3.69	2.36	47.45
Stroer Media	274.38	0.19	0.13	2.51	200.38	144.63
Suedzucker	14.21	3.07	1.40	3.37	32.72	0.31
Suss MicroTec	-181.33	0.00	1.12	0.27	14.89	-7.80
Symrise	82.79	1.40	0.21	2.74	30.75	159.43
TAG	-66.31	4.66	0.71	0.61	20.45	108.19
Takkt	20.01	1.91	0.35	1.54	25.23	80.81
Talanx	10.52	0.00	1.10	23.31	4.48	0.00
Telefonica Deutschland	31.91	4.27	0.68	0.47	34.10	0.00
ThyssenKrupp	-95.91	0.71	0.37	1.59	-25.13	-34.20
Tom Tailor	-16.61	0.00	1.77	2.70	-62.49	-55.15
TUI AG	62.90	2.00	0.53	3.75	39.57	82.58
United Internet	64.81	0.88	0.13	2.18	35.50	285.59
Villeroy & Boch	-25.33	0.00	0.49	1.20	-0.52	190.58
Volkswagen	6.86	4.48	2.85	36.54	-35.02	19.12
Vossloh	23.50	0.00	0.40	-3.17	22.69	-16.45
VTG	26.86	1.82	0.60	7.01	83.56	86.46
Wacker Chemie	15.17	2.24	0.56	9.30	-31.02	-50.52
Wacker Neuson	17.45	3.97	1.14	1.52	-17.20	23.14
Wincor Nixdorf	11.43	5.07	0.41	2.83	-13.89	-28.28
Wirecard	94.27	0.31	0.21	1.05	44.31	327.30

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %
Xing	96.92	0.50	0.04	6.12	114.36	226.23
Zooplus	-870.39	0.00	0.05	-0.57	106.09	398.42

Frankrijk			16.50	2.84	0.96	6.09	2.06	21.50
A.S.T. Groupe			10.08	7.17	0.83	0.34	14.72	-10.47
Accor			47.49	2.32	0.27	2.29	17.28	54.05
Air Liquide			23.74	2.51	0.30	8.17	6.71	36.50
Airbus Group			51.14	2.29	0.27	2.48	8.09	188.72
Alcatel-Lucent			-6.38	0.00	0.34	-0.05	26.87	35.00
Alstom			-9.17	0.00	0.61	36.77	0.56	-24.29
AXA			12.59	4.47	1.03	2.19	9.50	63.40
Bains mer Monaco			-49.78	0.03	0.91	3.72	-31.02	-35.95
Bigben Interactive			3.91	5.15	2.34	-0.52	-49.48	-67.23
BNP Paribas			9.30	2.97	1.39	8.37	-3.00	-4.88
Bouygues			15.55	5.06	0.71	-0.62	25.38	-0.24
Cap Gemini			49.49	1.53	0.36	2.45	39.52	114.33
Carrefour			14.53	2.68	0.44	2.39	4.32	-26.40
Casino Guichard			9.36	0.00	1.52	27.82	-47.92	-33.37
Credit Agricole			12.27	3.45	1.67	4.13	-13.78	-11.98
Danone			24.85	2.75	0.33	4.02	4.43	25.66
Engie			16.90	7.07	1.44	5.10	-27.25	-46.86
Essilor			52.53	0.96	0.17	4.01	24.65	116.49
Kering			31.02	2.86	0.60	8.62	-12.71	22.93
Lafarge			14.43	2.66	0.85	4.38	5.59	46.86
Lagardere			7.17	0.00	0.92	2.63	17.79	55.61
L'Oreal			35.56	1.80	0.25	6.25	20.38	86.53
LVMH			29.58	2.24	0.36	9.20	14.20	39.08
Michelin			15.35	3.16	0.63	16.61	6.01	44.40
Orange			12.18	4.37	0.68	2.76	18.33	-12.48
Pernod-Ricard			25.04	2.01	0.46	4.09	1.68	47.91
Peugeot			-13.94	0.00	1.34	3.84	20.84	-18.52
Renault			10.25	3.06	1.26	12.23	5.55	74.96
Saint-Gobain			15.84	3.25	0.83	3.97	6.54	20.84
Sanofi-Aventis			26.70	3.38	0.51	5.23	-3.62	75.88
Schneider Elec			11.09	3.88	0.63	5.22	-17.40	7.71
Signaux Girod			11.31	5.38	3.89	8.27	-21.75	-66.42
Societe Generale			9.79	3.15	1.72	2.70	-4.76	-6.74
STMicroelectronics			37.72	0.00	0.91	0.64	-4.83	1.78
Technip			13.38	4.92	0.90	11.57	-37.55	-31.29
TF1			17.69	0.00	0.62	0.28	29.83	20.43
Thales			29.37	0.00	0.31	4.11	51.37	133.43
Total Fina Elf			8.35	6.29	0.83	9.47	-22.95	3.29
Vallourec			1.77	0.00	4.90	4.37	-78.32	-89.78
Veolia Environnement			24.80	3.48	0.76	3.30	47.54	6.40
Vinci			19.02	3.14	0.45	9.40	26.88	58.34
Vivendi Universal			11.17	9.70	0.63	3.61	8.30	9.16

Griekenland			27.15	1.85	3.61	4.74	-21.41	-3.86
Corinth Pipeworks			163.33	0.00	1.15	-0.25	-30.00	0.00
Ellaktor			-91.88	0.00	3.48	0.14	-51.00	-49.66
Folli Folie			8.06	0.81	0.92	0.84	-36.82	112.01
Frigoglass			-8.93	0.00	0.29	0.95	-31.54	-72.23
Grivalia			112.64	3.70	1.76	0.62	-9.89	62.61
Hellenic Exchanges			15.21	4.18	0.58	0.00	-14.92	5.82
Hellenic Petroleum			-31.73	4.88	0.99	2.79	4.72	-5.66
Hellenic Telecom			16.18	0.00	0.56	2.05	7.59	7.59
Intralot			210.00	0.00	0.81	0.60	2.44	-41.67
Jumbo			11.48	4.79	0.73	0.90	-25.35	76.74
Metka			4.16	6.88	1.34	3.19	-6.56	-6.56
Motor Oil Hellas			18.93	0.00	0.36	29.23	42.34	50.52
Mytilineos Holdings			12.91	0.00	1.73	1.53	-21.54	15.30
National Bank			-0.03	0.00	6.05	-1.29	-80.26	-98.76
Opap			6.52	9.15	0.46	0.89	-25.21	-32.43
Piraeus Bank			-0.01	0.00	14.77	0.17	-93.70	-99.51
PPC			18.05	1.06	5.59	1.88	-50.32	-58.87
Terna Energy			32.62	0.00	1.14	0.69	-12.74	19.13
Titan Group			50.63	1.60	27.15	49.45	-1.83	32.10
Viohalco			-5.10	0.00	2.43	0.47	6.39	6.39

Ierland			4.32	1.41	0.33	25.48	36.33	166.72
Alkermes			-323.91	0.00	0.12	0.06	49.55	348.77
Amarin Corporation			-3.41	0.00	-0.18	-0.31	110.62	-11.85
Bank of Ierland			-5.65	0.00	0.80	-0.01	10.42	0.00
C&C Group			11.89	3.43	0.65	-0.05	-17.10	7.60
CRH			57.52	2.14	0.47	1.67	65.17	142.69
DCC			31.54	1.85	0.23	289.27	44.84	168.56
Dragon Oil			11.49	2.75	0.61	101.55	32.70	81.09
Fyffes			21.32	1.38	0.42	0.09	33.64	360.32
Glanbia			37.02	0.66	0.16	0.59	45.48	373.59
Grafton Group			42.31	1.67	0.57	58.46	5.26	160.22
Green REIT			12.32	0.68	0.74	0.01	11.17	0.00
Greencore Group			25.29	1.77	0.24	20.81	18.00	255.96
Hibernia REIT			7.07	0.79	0.00	0.02	10.46	0.00
Kerry Group			38.21	0.69	0.19	2.67	18.01	156.95
Kingspan Group			2.16	0.70	0.26	0.81	81.59	311.82
Origin Enterprises			16.04	3.10	0.27	0.60	-16.29	130.36
Paddy Power			42.01	1.47	0.08	4.40	85.14	305.71
Smurfit Kappa			31.16	2.20	0.38	3.18	46.57	241.81
UDG Healthcare			27.64	1.57	0.34	0.22	55.03	134.06

Nederland			12.21	1.85	3.62	1.77	2.01	8.50
Aalberts Industries			24.32	1.54	0.41	2.13	23.79	105.98
Accell			10.37	3.16	0.57	1.54	53.37	3.62
Acomo			25.58	4.73	0.32	1.56	10.64	104.53
Aegon			7.35	4.00	2.66	1.95	-24.00	12.13
AFC Ajax			66.31	0.00	0.55	0.66	-7.36	22.41
Ahold			28.62	2.44	0.35	2.29	31.64	68.10
Air Frankrijk-KLM			-40.17	0.00	-0.37	3.44	-17.43	-45.80
AkzoNobel			72.86	2.19	0.42	2.94	4.37	21.96
Altice			-103.69	0.00	0.37	7.35	104.80	0.00
AMG			10.32	0.00	0.53	1.90	-3.85	-2.86

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A. 12 mnd %			
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %
AND Int.	146.81	0.00	1.00	0.15	15.67	21.33
Aperam	93.29	0.00	1.24	2.32	-9.65	0.00
Arcadis	20.74	2.41	0.51	1.70	-13.02	29.01
ArcelorMittal	1.63	2.81	4.55	1.77	-57.60	-80.01
ASM Int.	12.21	0.00	0.94	1.84	-2.37	48.62
ASML	45.20	0.81	0.26	2.72	-5.65	222.12
Ballast Nedam	1.00	0.00	32.44	-2.48	-89.09	-97.22
BAM	9.71	0.00	0.74	-0.32	89.50	-13.03
Batenburg	15.62	0.00	0.79	3.36	17.38	-18.53
BE Semiconductor	40.45	9.86	0.67	1.95	-1.29	123.79
Beter Bed	21.05	2.87	0.16	1.50	17.78	1.81
Bever	-12.50	0.00	1.65	0.14	65.34	9.40
BinckBank	11.34	5.70	0.87	1.88	-3.03	-27.91
Boskalis	16.69	4.14	0.67	7.01	-5.13	20.76
Brill	16.34	4.93	0.63	1.81	-2.75	63.40
Brunel	11.43	3.93	0.43	1.13	-15.43	3.99
Corbion	61.10	4.36	0.41	1.09	68.98	-7.86
Core Laboratories	26.33	1.70	0.02	5.25	-40.03	0.58
Ctac	424.38	0.00	0.48	0.36	4.27	5.41
Delta Lloyd	11.05	14.55	1.76	8.19	-62.44	-49.35
Dico International	-0.91	0.00	0.00	0.00	-21.87	-57.14
Docdata	26.89	2.35	0.32	4.53	12.28	81.92
DPA	-3.64	0.59	0.64	0.03	6.23	20.64
DSM	16.35	3.53	0.83	4.64	-18.66	5.71
Envipco	-1.23	0.00	1.33	-0.84	-16.67	0.00
Espirite	-30.62	0.00	1.34	0.02	24.10	-61.42
Fugro	7.70	0.00	1.19	3.98	-34.75	-69.10
Gemalto	35.88	0.74	0.48	3.92	-22.05	87.63
Grontmij	11.24	0.00	0.37	0.37	22.21	-46.92
Groot Handelsgebouw	21.93	3.61	1.04	-2.31	16.73	7.92
Hal Trust Unit	24.68	0.00	0.42	6.40	28.73	90.00
Heijmans	3.94	2.46	2.20	2.38	-51.50	-53.25
Heineken	31.86	1.54	0.30	5.32	22.02	89.20
Holland Colours	18.65	0.00	0.73	7.71	117.02	0.00
Hunter Douglas	9.23	2.94	0.70	2.01	5.90	21.94
Hydratec	12.30	3.75	0.68	-4.48	23.60	121.21
ICT	14.57	3.57	0.63	0.45	18.37	32.46
IMCD	-428.64	0.67	0.35	0.74	29.33	0.00
Imtech	-0.04	0.00	229.35	-22.70	-99.90	-99.97
ING Groep	9.35	0.80	11.42	2.40	11.04	61.15
Kardan	-2.08	0.00	4.57	0.26	-19.58	-94.19
Kas Bank	9.71	6.27	1.29	24.00	6.75	-6.29
Kendrion	50.30	3.01	0.54	-0.45	3.77	26.84
KPN	4.51	0.00	0.45	0.29	32.46	-51.69
Lavide	-0.18	0.00	-0.08	-0.19	-28.03	-99.30
Macintosh	4.61	0.00	1.99	-0.61	-54.66	-87.71
MTY Holdings	-9.00	0.00	0.11	0.44	-42.86	5.63
Nedap	17.20	3.72	0.30	4.59	-2.10	14.37
Neways	17.94	3.25	0.78	0.17	-9.41	-8.77
Nieuwe Steen	6.91	6.05	1.27	0.45	-16.18	-76.13
NN Group	15.78	0.00	2.39	-12.67	11.20	0.00
OCI	-31.33	0.00	0.27	-2.63	15.18	0.00
Oranjewoud	21.64	0.00	0.09	0.09	-4.19	-4.95
Ordina	6.03	0.00	1.54	0.21	-24.33	-64.17
Pharming	-1.29	0.00	0.28	-0.01	-73.96	-80.52
Philips	17.93	0.00	0.58	1.06	-16.17	-9.56
PostNL	3.45	0.00	-0.13	0.13	-8.31	-62.36
Prodware	4.77	0.58	2.24	2.76	-27.41	-2.81
Randstad	35.47	2.07	0.35	3.10	43.86	59.61
Reesink	17.30	3.77	0.93	18.60	8.07	29.00
RELX	20.80	0.00	0.15	0.02	21.84	137.17
RoodMicrotec	-77.00	0.00	0.39	-0.01	-76.90	-76.90
Roto Smeets	-4.23	0.00	3.30	5.32	12.50	-37.06
Royal Delft	125.12	0.00	1.41	0.43	-1.62	8.33
Royal Dutch Shell A NL	8.13	4.86	0.31	5.06	-31.88	-7.17
SBM Offshore	13.92	0.00	0.68	2.31	-6.83	-21.10
Sligro	21.33	3.39	0.40	3.36	12.34	28.53
Snowworld	15.55	0.00	0.36	1.77	-11.07	-85.43
Source Group	5.94	0.00	0.02	0.48	-21.27	5.10
Stern	11.67	0.00	1.79	9.92	6.58	-35.04
Telegraaf	5.17	0.00	1.37	0.52	-34.24	-47.80
Ten Cate	20.45	2.05	0.70	1.04	34.51	-13.25
TIE Kinetix	-78.68	0.00	0.78	1.82	-3.34	-29.18
TKH Groep	29.06	2.72	0.43	2.51	31.36	42.05
TNT Express	-55.18	0.00	0.60	0.19	35.08	0.00
TomTom	-88.02	0.00	0.45	0.53	40.32	66.02
Unibail-Rodamco	15.63	4.21	0.65	16.21	13.46	60.11
Unilever	25.38	3.26	0.24	3.23	12.56	59.26
USG People NV	75.24	1.17	0.49	0.88	39.02	8.33
Value8	22.38	0.00	0.74	1.21	-16.39	79.73
Van Lanschot NV	11.38	1.97	1.56	-19.88	14.69	-29.76
Vastned Retail	11.51	4.41	1.07	2.74	5.52	-22.83
Volta Finance	4.88	8.51	1.06	-0.23	11.90	162.08
Vopak	19.57	2.60	0.40	5.52	-18.28	-2.44
Wereldhave	13.33	4.86	1.04	3.16	-11.34	-18.60
Wessanen	-61.06	0.97	0.22	0.43	94.75	252.47
Wolters Kluwer	27.33	2.62	0.26	2.18	28.28	76.19

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	5 jr %
	CAPE		BOEK/KOERS			
Det Norske	-7.52	0.00	0.54	8.16	-19.60	135.20
DnB NOR	12.18	3.61	0.93	-90.59	-12.70	42.45
DNO Int.	-119.68	0.00	0.46	1.13	-55.95	0.17
Eidesvik Offshore	7.40	0.00	5.30	17.80	-55.02	-62.18
Electromag Geoserv	-2.50	0.00	6.74	1.00	-82.59	-88.58
Farstad Shipping	1.91	19.61	11.10	44.94	-82.05	-89.77
Fred. Olsen Energy	1.88	0.00	3.63	37.32	-65.76	-78.74
Frontline	1.17	0.00	-0.21	3.01	174.03	-86.67
Funcom	-0.49	0.00	-0.27	0.02	-81.72	-75.94
Gc Rieber Shipping	4.01	3.62	3.82	10.39	-65.93	-54.00
Gjensidige	18.23	5.19	0.38	6.86	-15.46	0.00
Gyldendal	46.20	0.73	0.47	43.61	41.03	10.89
Hafslund	85.61	4.42	0.71	11.05	92.83	668.71
Hexagon Composites	33.56	4.16	0.25	1.48	-49.15	102.72
Hoegh LNG	-44.41	1.09	0.34	7.34	17.17	0.00
I.M. Skaugen	-0.95	0.00	5.90	-3.75	-68.65	-93.13
Kongsberg Automotive	78.39	0.00	1.05	5.72	-35.06	6.81
Kvaerner	6.57	0.00	2.38	2.25	-62.75	0.00
Leroy Seafood	16.37	3.93	0.44	28.67	25.77	121.01
Marine Harvest	47.17	5.66	0.34	8.31	20.09	117.86
Medistim	33.95	3.06	0.17	2.64	126.24	97.84
Napatech	13.87	0.00	1.89	2.06	-43.24	0.00
Navamedic	-16.96	0.00	1.35	-1.25	-22.58	28.00
Nickel Mountain	-0.03	0.00	2.78	-0.17	-52.01	-99.00
Nordic Semiconductor	62.58	0.00	0.10	0.82	5.59	82.21
Norsk Hydro	9.73	3.62	1.32	2.86	-22.13	-14.00
Norske Skogind	-0.18	0.00	3.79	1.06	-45.97	-81.59
Norwegian Property	-59.57	0.00	1.00	-0.13	-0.31	-6.31
NTS	17.22	1.06	0.68	3.93	22.40	602.75
Oceanteam Shipping	-6.00	0.00	4.64	6.30	-21.38	-10.71
Odffjell -B-	-15.72	0.00	1.98	3.17	4.92	-19.71
Opera Software	99.28	0.47	0.42	2.61	-48.37	85.86
Orkla	23.40	4.01	0.49	2.97	8.62	15.25
Petroleum Geo-Services	7.99	1.76	1.98	17.22	-12.31	-47.44
Petrolia	-0.41	0.00	4.97	11.02	-36.71	-63.25
Protector Forsikrin	25.78	3.25	0.00	7.55	58.10	543.98
Q-Free	-17.42	0.00	0.00	0.92	-20.38	-40.52
Reach Subsea	-0.05	0.00	1.00	0.61	-36.96	-95.75
Rec Silicon	-0.74	0.00	2.28	0.24	-42.15	0.00
Salmar	16.23	7.49	0.34	14.71	20.27	154.29
Scottish Salmon	18.85	0.00	1.21	0.87	-19.81	-1.64
Seadrill	3.15	36.99	2.91	19.80	-70.64	-69.17
Selvaag Bolig	17.71	4.71	1.02	2.00	20.28	0.00
Siem Shipping	-3.48	0.00	2.43	13.02	-11.84	-51.68
Solstad Offshore	6.85	13.89	5.37	39.85	-72.00	-77.40
Songa Offshore	-1.43	0.00	8.51	0.31	-97.92	-98.30
Statoil	8.67	6.00	1.00	39.79	-31.06	-2.44
Stolt-Nielsen	13.94	5.13	1.17	23.64	-2.42	29.41
Storebrand	7.93	0.00	1.98	17.01	-24.18	-18.40
Storm Real Estate	3.56	0.00	1.41	1.75	-28.80	-17.88
Subsea 7	11.84	0.00	2.06	28.04	-30.16	-39.57
Tanker Investments	-189.00	0.00	0.73	-2.79	63.64	0.00
Telenor Group	24.53	4.53	0.26	22.24	12.59	71.19
TGS-NOPEC	17.89	4.53	0.63	37.77	1.15	71.24
Tide	14.84	1.05	0.82	9.26	57.68	-32.62
Tomra Systems	37.85	1.81	0.27	4.71	61.47	124.16
TTS	-114.75	0.00	1.54	-1.73	4.32	-10.69
Vardia Insurance	-0.96	0.00	0.16	0.00	-81.85	0.00
Wentworth Resources	-12.35	0.00	1.74	0.00	-11.76	25.48
Yara Int.	14.51	3.85	0.69	31.30	6.47	28.47
Oekraïne	20.43	2.32	1.00	45.13	3.60	63.25
Avdiivka Coke Plant	-0.45	0.00	33.88	0.00	-57.77	-93.57
Azovstal Iron and Steel Works	-3.00	0.00	6.74	0.25	11.63	-73.62
Donbasenergo	4.45	6.96	2.93	46.64	-33.61	-72.72
Enakievo Metallurgical Plant	-0.64	0.00	4.06	52.33	-37.40	-90.91
Krukivsky Carriage Works	3.03	0.00	2.28	-2.96	-41.05	-69.96
Motor Sich	3.32	0.98	2.20	434.20	10.35	11.77
Raiffeisen Bank Aval	-4.00	0.00	1.64	0.20	-37.69	0.00
Ukrnafta	9.31	9.69	1.14	11.05	-24.05	-15.07
Portugal	9.80	2.64	2.12	0.70	-2.46	20.65
Altri	18.47	1.14	0.38	0.55	56.79	96.58
Banco BPI	6.04	0.00	1.61	1.50	-46.44	-34.02
Cimpor	2.11	0.00	2.30	0.82	-68.42	-87.39
Cofina	8.69	0.00	0.65	0.16	-12.52	-28.06
Corticeira Amorim	30.12	3.11	0.50	0.51	69.00	423.91
CTT-Correios	26.48	3.95	0.16	1.19	32.05	0.00
EDP	13.01	4.12	0.76	0.89	-7.87	24.91
EDP Renovaveis SA	46.13	0.52	1.16	0.81	5.95	37.61
Estoril Sol	-3.85	0.00	5.52	2.50	-3.81	-77.56
Galp	18.13	3.88	0.71	0.94	-34.19	-31.87
Glintt	11.00	0.00	6.05	0.01	-14.87	0.00
Ibersol	23.18	0.45	0.76	1.35	21.92	11.95
Imobiliaria Construtora	-0.24	0.00	16.28	0.11	-64.91	-73.33
Impresa	-45.00	0.00	1.31	0.16	-45.00	-58.20
Inapa	-66.00	0.00	9.66	0.40	-36.84	0.00
J. Martins	32.18	2.68	0.19	1.16	31.32	17.84
Media Capital	16.46	5.61	0.75	0.13	-10.83	-45.13
Mota Engil	8.43	6.19	0.79	0.81	-60.42	-8.58
NOS SGPS	41.46	1.64	0.28	1.03	56.07	159.29
Novabase	9.82	0.91	1.26	-0.04	-9.84	-30.60
Orey Antunes	3.93	0.00	1.35	0.99	-15.03	-28.29
Portucel	15.02	9.92	0.65	0.40	4.06	44.70
Ramada	13.28	0.00	0.76	0.71	32.84	367.81
Ren Redes Energeticas Nacionas	9.54	4.54	0.81	0.70	-0.19	-0.97
Semapa	9.18	3.34	1.03	3.63	18.56	46.87
Sonae Capital	-14.00	0.00	3.28	0.12	15.12	-18.91
Sonae SGPS SA	10.17	2.82	0.79	0.18	-6.67	3.71
Sonaeacom	22.52	1.37	1.53	0.01	32.47	55.94
Sport Lisboa e Benfica	-2.54	0.00	-0.41	-0.16	-5.26	-55.45
Sumol + Compal	23.38	17.11	1.41	0.62	4.47	-1.58
Toyota Caetano	16.72	8.41	3.41	-0.34	-13.71	-71.08

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	5 jr %
	CAPE		BOEK/KOERS			
Roemenie	16.59	4.93	6.43	11.94	3.19	28.84
Banca Transilvania	20.44	0.00	0.46	0.49	57.43	242.65
BRD Societe Generale	41.98	0.00	0.77	3.60	22.31	-11.83
Bursa de Valori Bucuresti	21.95	4.71	0.42	0.77	2.41	-19.27
Electrica	14.09	6.03	13.55	28.94	-6.35	0.00
Nuclearelectrica	14.73	4.28	37.90	1.66	-15.24	0.00
OMV Petrom	5.00	0.00	1.40	0.12	-27.66	3.03
Romgaz	11.55	10.36	0.83	6.01	-14.63	0.00
Transelectrica	11.55	10.63	1.47	10.78	-1.13	42.66
Transgaz	7.99	8.35	1.08	55.07	11.59	2.35
VS	28.65	1.54	0.42	5.80	0.46	81.83
1St Source Corp	20.21	1.81	0.71	2.73	14.27	89.17
3M	26.50	4.02	0.19	8.77	0.16	63.38
Aaon Inc	38.42	0.90	0.16	0.97	14.24	181.01
AAR Corp	15.17	1.27	1.07	3.53	-5.27	24.75
Aaron's Inc	33.02	0.15	0.44	-0.68	58.01	112.38
Activision Blizzard	63.28	0.73	0.33	1.80	36.73	159.91
Adobe	70.01	0.00	0.17	2.32	13.83	202.57
AIG	-0.87	0.90	1.17	3.99	8.57	87.44
Airgas	32.74	2.03	0.26	10.05	-16.01	39.01
Akamai	72.33	0.00	0.20	3.16	22.61	44.85
Alcoa	24.55	1.30	1.02	1.47	-39.49	-20.20
Altera	38.26	1.43	0.22	1.86	40.36	64.70
Altria Group	23.96	3.80	0.04	2.20	15.31	118.93
Amazon.com	460.95	0.00	0.04	11.93	59.90	223.66
American Express	24.94	1.58	0.24	8.03	-14.20	75.45
Amgen	35.03	2.38	0.19	8.33	8.35	176.23
Analog Devices	30.37	2.99	0.27	2.93	11.78	76.37
Apollo Group	4.07	0.00	0.89	4.22	-55.85	-77.85
Apple	45.46	1.84	0.18	8.53	12.03	173.18
Applied Materials	25.31	2.78	0.38	0.52	-27.95	34.17
AT&T	15.83	5.80	0.53	6.66	-6.30	14.98
Autodesk	47.05	0.00	0.19	2.48	-15.68	45.30
Automatic Data Processing	33.12	2.49	0.17	3.27	6.71	109.79
Baidu	8.17	0.00	1.19	64.11	-31.12	46.40
Bank of America	10.02	0.00	1.38	8.76	-6.23	21.66
Bed Bath & Beyond	21.03	0.00	0.30	6.73	-4.77	44.79
Biogen	105.01	0.00	0.12	9.94	-7.64	450.79
Boeing	31.77	2.70	0.15	10.95	2.99	101.03
Broadcom	63.93	1.10	0.28	3.07	27.11	47.25
C.H. Robinson	32.13	2.23	0.09	2.32	3.18	-1.45
CA	26.09	3.74	0.43	2.22	0.72	31.07
Cadence Design	-87.70	0.00	0.19	1.28	19.58	172.40
Career Education	23.09	0.00	1.78	-1.28	-24.90	-81.38
Caterpillar	14.52	4.83	0.44	15.97	-25.82	-7.43
Celgene	188.68	0.00	0.06	2.72	25.37	317.55
Chevron	8.04	0.00	1.02	18.29	-36.59	-5.95
Cintas	44.06	0.00	0.21	4.52	30.99	214.71
Cisco Systems	20.93	3.27	0.42	2.39	3.78	19.20
Citigroup	24.78	0.20	1.31	18.95	-0.90	31.58
Citrix	51.89	0.00	0.26	5.07	-3.01	-1.91
Coca-Cola	24.72	3.34	0.19	2.39	-8.05	32.23
Cognizant	61.05	0.00	0.16	2.34	41.85	94.38
Comcast	43.37	1.80	0.34	5.43	4.54	211.96
Comverse	-11.17	0.00	0.08	0.30	-17.54	0.00
ConAgra Foods	34.44	2.41	0.30	3.68	25.86	89.03
Dentsply	31.11	0.00	0.34	2.95	13.19	63.01
Dish Network	31.77	0.00	0.04	5.01	-8.26	208.38
Dollar Tree	46.78	0.00	0.08	3.81	22.05	177.06
DuPont	15.78	3.21	0.35	3.43	-31.37	11.05
eBay	20.01	0.00	0.69	3.86	-49.43	6.56
Electronic Arts	-302.34	0.00	0.11	2.27	89.74	318.29
Expedia	261.60	0.00	0.15	5.99	31.02	324.58
Expeditors Int.	36.44	1.56	0.21	2.01	18.00	3.72
Express Scripts	53.76	0.00	0.34	6.16	17.93	71.91
Exxon Mobil	10.70	4.02	0.55	10.36	-22.51	18.80
Facebook	308.64	0.00	0.07	1.66	13.95	0.00
Fastenal	27.50	3.09	0.17	1.54	-14.82	43.52
Fiserv	31.25	0.00	0.16	4.00	32.91	220.30
Flir Systems	25.92	0.00	0.40	2.52	-9.76	9.92
Garmin	13.47	5.79	0.51	3.23	-28.63	20.82
General Electric	16.47	3.78	0.53	2.84	-3.93	49.27
General Mills	26.52	3.46	0.19	4.15	12.52	54.52

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	5 jr %
	CAPE		BOEK/KOERS			
Nvidia	44.26	1.67	0.35	1.47	20.82	88.30
Oracle	28.73	0.00	0.25	2.98	-3.17	36.99
Paccar	21.49	1.85	0.33	6.71	1.90	24.37
Patterson-UTI Energy	8.49	0.00	1.32	6.16	-56.33	-15.88
Paychex	32.92	3.67	0.11	2.43	1.83	65.28
Pfizer	18.32	3.63	0.37	2.78	7.56	84.02
Procter & Gamble	21.57	3.69	0.35	5.42	-17.01	16.32
Qualcomm	24.93	3.65	0.39	5.20	-26.18	24.64
Red Hat	126.40	0.00	0.12	0.00	25.70	70.00
Ross Stores	21.97	0.98	0.19	4.79	-34.88	76.57
Ryanair	181.73	0.00	0.04	1.01	44.67	161.84
Sandisk	33.23	2.45	0.57	8.28	-45.34	44.77
Sanmina-SCI	-7.79	0.00	0.77	3.78	-9.92	58.00
Sears	-10.77	0.00	0.61	-10.46	11.85	-44.53
Sirius XM Radio	-9.79	0.00	0.12	0.18	9.14	223.45
Staples	12.69	3.46	0.68	1.70	14.16	-32.83
Starbucks	73.20	1.14	0.11	3.86	46.75	328.14
Steel Dynamics	16.29	0.00	0.60	1.40	-16.15	35.17
Stericycle	68.90	0.00	0.14	4.72	24.31	107.07
Symantec	-713.23	2.99	0.41	1.84	-14.16	28.76
Synopsys	46.10	0.00	0.38	3.22	17.84	90.99
Teva Pharm.	34.91	0.00	0.37	3.42	19.29	21.49
Travelers	17.07	0.00	0.71	10.78	5.29	89.90
United Technologies	19.96	2.95	0.38	7.50	-12.05	29.28
Urban Outfitters	25.21	0.00	0.37	2.87	-15.80	-2.63
VeriSign	58.20	0.00	-0.05	4.33	23.15	115.09
Verizon Comm.	25.60	5.17	0.31	13.56	-10.83	35.82
Vertex Pharma	-58.29	0.00	0.05	-0.22	13.23	269.12
Wal-Mart Stores	18.56	3.08	0.34	6.86	-13.25	23.71
Walt Disney	45.97	1.34	0.25	5.27	15.82	211.66
Western Digital	20.53	1.34	0.46	11.98	-14.83	185.35
Whole Foods Market	39.48	1.69	0.32	2.71	-13.34	73.97
Wynn Resorts	25.74	3.67	-0.02	16.57	-57.68	-10.81
Xilinx	28.59	2.42	0.24	2.81	-3.86	52.79
Yahoo!	32.44	0.00	0.40	1.18	-20.24	125.38

Zweden	4.01	2.62	0.65	9.73	22.36	112.28
Alfa Laval AB	21.53	3.06	0.24	12.21	-13.50	-3.19
Arcam AB	133.09	0.00	0.23	1.43	-5.73	0.00
Assa Abloy	17.53	1.43	0.21	6.01	22.31	165.79
Atlas Copco AB	25.73	3.13	0.22	13.45	-6.58	45.43
Avanza Bank	41.56	2.07	0.08	50.59	36.29	48.90
Axfood	29.92	3.15	0.14	9.67	-63.02	-36.24
Axis Communications	46.57	1.61	0.05	9.92	73.32	245.42
Bactiguard	-4.71	0.00	1.68	-1.07	-65.74	0.00
Betsson	32.53	0.00	0.17	6.83	71.12	456.66
BillerudKorsnas	23.41	2.66	0.43	15.05	16.96	218.99
Black Earth Farming	-2.75	0.00	1.57	0.03	-31.25	-80.80
Boliden AB	12.62	1.78	0.69	21.25	11.97	6.94
Castellum	13.70	3.90	0.70	8.48	7.56	51.22
Com Hem	-0.08	1.41	0.49	1.09	37.36	0.00
Electrolux	30.90	2.87	0.23	25.32	13.63	39.40
Elekta	20.71	0.87	0.30	4.78	-20.07	-12.08
Eniro	-0.03	0.00	7.55	0.99	-92.73	-99.18
Fabege	16.83	2.64	0.68	-11.60	34.83	123.98
Fingerprints	-389.00	0.00	0.02	-2.98	657.58	3746.15
Getinge	24.60	1.48	0.41	14.57	18.31	11.33
Hennes & Mauritz	34.23	3.22	0.10	14.60	7.11	33.98
Hexagon	32.44	1.28	0.37	14.00	8.31	119.48
Hexpol	42.77	1.31	0.17	4.33	61.16	0.00
Holmen	12.00	4.30	1.07	25.90	6.46	8.70
Hufvudstaden	12.69	2.62	0.73	4.28	23.59	56.03
Husqvarna	28.24	3.05	0.39	3.93	5.97	12.03
ICA Gruppen	22.21	3.41	0.44	17.97	17.82	163.79
Industrivarden	13.52	4.01	1.00	5.69	18.04	66.61
Intrum Justitia	33.15	2.42	0.14	36.11	44.29	272.48
Investment AB Kinnevik	6.45	3.12	1.31	3.99	-5.10	65.17
Investment AB Latour	26.54	2.31	0.33	3.24	40.12	175.77
Investor	10.84	3.22	1.23	11.80	19.73	93.70
Inwido	27.66	2.29	0.55	16.86	38.49	0.00
JM	17.99	3.59	0.28	13.04	-3.92	81.88
Kungsleden	20.76	2.63	0.88	1.20	34.75	22.83
Lindab International	29.98	1.85	0.71	3.53	-2.61	-40.28
Loomis	23.87	2.87	0.31	24.25	-0.38	173.46
Lundbergs	14.49	1.26	0.89	34.59	37.90	113.33
Lundin Mining	12.15	0.00	1.86	1.79	-33.52	-27.33
Lundin Petroleum	202.51	0.00	0.10	14.25	0.10	23.53
Meda	35.34	1.98	0.45	8.03	27.19	116.80
Melker Schorling	8.43	0.60	0.84	4.82	32.06	251.84
Millicom International Cellular	6.28	3.66	0.37	100.09	-15.26	-23.68
Modern Times	13.35	5.28	0.41	17.82	-8.87	-56.25
NCC	15.41	4.92	0.34	12.45	3.21	90.33
Nobia	-350.00	1.72	0.19	6.17	61.75	100.00
Nordea Bank	23.71	6.02	0.75	-24.45	2.07	32.06
Oriflame Cosmetics	7.11	0.00	0.23	14.72	-18.22	-76.31
Peab	20.39	3.92	0.47	12.71	17.62	28.01
Precise Biometrics	-90.11	0.00	0.05	-0.10	367.89	315.89
Ratos	18.68	5.45	0.74	3.26	14.40	-42.64
Saab	19.30	2.18	0.49	-6.79	24.16	131.81
Sandvik	14.77	5.13	0.43	7.64	-13.51	-40.49
SAS	-9.92	0.00	0.98	3.33	18.43	-41.25
Scandi Standard	-117.89	2.90	0.33	6.43	-12.59	0.00
SEB	10.57	5.31	0.69	-67.84	-1.32	66.88
Securitas	20.99	2.94	0.30	7.87	32.25	54.28
Skanska	17.37	4.14	0.32	11.55	15.51	45.89
SKF	17.06	3.75	0.44	10.06	1.17	-19.01
SSAB	4.23	0.00	2.99	3.16	-47.67	-73.20
Svenska Cellulosa	35.66	2.23	0.41	16.93	35.85	128.83
Svenska Handelsbanken AB	9.76	4.85	0.55	27.69	-63.68	-40.42
Swedish Match	24.20	2.94	0.01	16.71	13.57	18.20
Swedish Orphan Biovitrum	-269.00	0.00	0.15	0.88	51.92	225.35
Tele2	9.16	18.67	0.64	10.26	-7.23	-12.19
Trelleborg	19.27	2.98	0.52	10.66	2.44	101.76
Volvo	18.55	3.82	0.49	4.31	3.43	-27.45
Wallenstam	20.81	1.67	0.60	1.97	-37.35	36.38

GEMIDDELDEN	DIVIDENDRENDEMENT		KASSTROOM P.A.		12 mnd %	
	CAPE		BOEK/KOERS			5 jr %
Zwitserland	26.25	2.77	0.62	134.63	-0.81	32.05
ABB	17.06	3.01	0.42	1.56	-20.98	-16.38
Accu Holding AG	11.76	0.00	1.38	1.12	-20.32	-22.72
Actelion	59.39	1.03	0.13	1.39	14.90	186.26
Addex Therapeutics Ltd	-1.09	0.00	0.07	-0.18	1.55	-63.67
Adecco	23.19	3.03	0.38	5.51	7.21	40.53
Adval Tech	-9.32	0.00	0.61	12.91	-16.68	-49.91
AEVIS Holding	629.00	1.25	0.43	1.29	26.80	150.61
AFG	-5.22	0.00	2.10	2.75	-53.64	-56.27
Airesis	13.97	0.00	0.87	-0.12	-33.13	-39.44
Airopack Technology	-21.30	0.00	0.04	-0.55	35.29	47.49
Allreal	16.10	4.30	0.96	9.97	3.23	3.31
Alpine Select	8.41	5.88	1.05	0.30	-0.58	34.68
Alpiq	-4.83	2.10	1.82	15.33	-1.86	-74.27
Altin	25.58	0.00	1.13	0.46	13.89	21.42
APG SGA	50.62	5.84	0.14	24.52	33.51	176.84
Aryzta	21.43	2.07	0.82	6.94	-44.85	4.34
Ascom	20.22	2.54	0.39	1.34	31.00	57.08
Autoneum	99.71	2.65	0.39	30.04	13.02	0.00
Bachem Holding	32.13	3.96	0.51	3.50	2.96	-7.85
Baloise	12.34	4.49	1.11	1.57	-9.58	33.41
Bank Coop	10.32	4.42	1.14	7.67	-4.79	-40.34
Bank Linth	22.44	1.56	0.53	114.00	2.91	6.77
Banque Cantonale de Geneve	13.41	1.95	1.21	12.62	18.36	19.19
Banque Cantonale du Jura	20.10	3.10	0.77	6.07	-5.69	-2.68
Banque Cantonale Vaudoise	16.45	5.56	0.65	12.33	12.62	16.03
Banque Profil de Gestion	-13.45	0.00	2.68	0.82	-43.08	-80.37
Barry Callebaut	26.49	1.47	0.31	9.53	-1.13	54.54
Basellandschaftliche Kantonalbank	4.52	3.84	1.07	208.70	-3.86	-31.17
Basilea Pharmaceutica	-60.16	0.00	0.06	-6.75	0.42	51.15
Basler Kantonalbank	11.13	4.60	0.42	-13.97	3.69	-52.20
Belimo	20.66	3.16	0.26	123.47	-14.42	35.58
Bell	14.64	2.34	0.71	375.00	24.75	71.32
Bellevue Group	-19.00	7.14	1.02	-1.07	11.11	-55.91
Bergbahnen Engelberg-Truebsee-Titlis	18.58	1.50	0.04	3.32	53.85	401.03
Berner Kantonalbank	13.21	3.13	0.99	-85.33	0.76	-22.52
BFW Liegenschaften	17.55	3.86	0.57	0.70	12.33	38.03
BKW	25.88	4.33	1.36	11.12	16.93	-43.15
Bossard	12.41	3.22	0.29	6.25	-6.72	127.11
Bucher Industries	13.53	3.18	0.56	16.14	-17.36	48.73
Burkhalter	23.62	4.90	0.15	4.60	18.26	209.86
BVZ Holding AG	11.82	2.30	1.70	131.00	59.75	11.45
Calida Holding AG	14.59	2.23	0.05	0.24	-0.14	55.87
Carlo Gavazzi	9.99	5.66	0.60	21.46	-7.02	28.95
Cembra Money Bank	12.76	5.42	0.49	5.95	5.24	0.00
Cham Paper	-9.20	1.22	0.63	18.91	-1.65	17.17
Charles Voegelé	-1.30	0.00	2.33	3.41	-48.21	-82.30
CI Com	-10.08	0.00	0.00	0.00	-61.46	-18.77
Cicor Technologies	26.21	1.33	0.86	6.38	-26.93	-27.61
Clariant	40.19	2.46	0.50	1.04	0.56	22.83
Coca-Cola HBC	21.86	2.07	0.42	152.06	4.25	0.00
Coltene	22.81	4.29	0.43	4.75	0.43	6.88
Comet Group	37.75	1.69	0.31	38.20	6.39	332.67
Conzzeta	64.56	0.66	0.94	54.74	-7.51	103.83
CPH Chemie & Papier	-3.40	1.97	2.23	3.30	-44.49	-53.19
Crealogix	34.13	2.33	0.38	4.96	-12.24	46.91
Credit Suisse	9.11	2.98	1.16	-11.25	-9.51	-47.09
Cytos Biotechnology	-0.37	0.00	-1.96	-0.84	-83.62	-96.46
Daetwyler	19.60	1.67	0.35	6.80	2.73	92.53
Datacolor	24.42	1.73	0.35	35.31	6.67	98.02
DKSH	21.06	1.95	0.38	3.49	-16.88	0.00
Dottikon	-74.37	0.00	1.23	9.47	-8.02	-9.10
Dufry	31.80	0.00	0.56	10.73	-21.53	21.77
Edisun Power Europe	-8.57	0.00	0.97	8.82	-3.28	-45.01
Edmond de Rothschild Suisse	18.05	3.53	0.82	10796.59	17.22	-23.21
EEII AG	-18.19	6.45	0.72	-0.27	10.71	0.00
EFG International	-8.64	2.44	0.75	8.63	5.67	-8.50
Elma Electronic	52.85	0.00	0.34	23.22	-9.21	-18.82
Emmi	23.26	0.95	0.54	43.60	19.46	141.82
EMS-Chemie	33.17	3.04	0.14	20.92	-0.82	165.10
ENR Russia Invest SA	38.00	54.76	1.62	19.48	-12.15	11.81
Evolva	-10.48	0.00	0.49	-0.06	-13.49	-48.62
Feintool International	24.11	1.63	0.50	11.54	10.49	38.75
Fenix Outdoor International AG	160.89	1.50	0.01	0.73	-1.52	0.00
Flughafen Zuerich	27.91	1.99	0.05	7.55	14.23	88.47
Forbo	15.65	1.46	0.36	77.53	12.39	104.68
Galenica	33.23	1.14	0.20	54.74	56.53	207.41
Geberit	33.52	2.79	0.15	15.31	-4.00	77.51
Givaudan	41.86	0.00	0.24	97.55	5.29	60.38
Julius Baer	18.93	0.00	0.53	-3.72	2.04	16.82
Kuehne+Nagel	26.62	0.00	0.17	6.61	2.81	13.92
LafargeHolcim	9.89	0.00	0.98	8.52	-26.82	-20.14
Logitech	116.67	1.75	0.35	1.16	3.28	-22.41
Lonza	34.24	1.90	0.31	5.93	13.68	53.57
Nestle	27.99	3.10	0.27	4.70	4.54	35.07
Novartis	29.15	2.90	0.30	5.03	2.66	67.90
Richemont	29.58	2.30	0.35	5.47	-8.15	81.70
Roche	25.46	3.20	0.47	98.58	-8.64	84.23
SGS Limited	24.78	4.10	0.17	123.12	-15.37	8.11
Swatch	17.39	2.10	0.22	10.95	-23.63	6.45
Swiss RE	12.23	0.50	1.03	6.19	9.57	102.30
Swisscom	15.35	4.60	0.24	79.75	-9.93	22.77
Syngenta	25.47	3.60	0.30	12.21	1.90	29.71
Von Roll	-2.00	0.00	1.08	0.02	-57.79	-87.64
Vontobel	25.50	3.03	0.50	-5.18	47.69	68.09
VZ Verm.Zentrum	41.54	1.17	0.13	30.10	87.50	237.08
Walliser Kantonalbank	35.20	2.36	0.91	443.40	2.41	9.19
Walter Meier	4.09	7.10	0.16	0.39	-15.59	38.44
Warteck Invest	23.45	3.47	1.09	138.30	9.50	10.30
Ypsomed	136.00	0.57	0.18	3.28	23.09	81.84
Zehnder Group AG	12.37	2.68	0.44	2.62	-15.42	-33.92
Zurich Insurance	9.31	0.00	0.83	9.03	-16.05	1.28

Analist JOURNAAL



Analist.nl

www.analist.nl

info@Analist.nl

sales@Analist.nl

research@analist.nl



BELEGGINGSEVENTS NAJAAR 2015

Beleggersacademie : module 3 (technische analyse) te Leuven

Datum
01-12-2015

Locatie
Syntra Antwerpen & Vlaams-Brabant
- campus Leuven

Activiteittype
Beleggersacademie

Trefpunt Gent : Vooruitblik van De Belegger op 2016
| Gert Smet, adjunct-hoofdredacteur De Belegger

Datum
07-12-2015

Locatie
Hogeschool Gent

Activiteittype
Trefpunt Gent

Trefpunt Leuven : "Asset Allocatie met trackers : praktische richtlijnen"
| Hans Heytens, Weghtsteen

Datum
08-12-2015

Locatie
Jeugdherberg De Blauwput

Activiteittype
Trefpunt Leuven

Trefpunt Brugge : Dividend (rendements) aandelen in de portefeuille.
| Luc van der Elst, Capfi Delen Asset Management

Datum
18-01-2016

Locatie
Huis Ter Beurze

Activiteittype
Trefpunt

Kijk voor meer informatie op www.vfb.be

ONMISBARE OPLEIDINGEN VOOR AMBITIEUZE PROFESSIONALS

PERMANENTE EDUCATIE

ALEX VAN GRONINGEN
alexvangroningen.nl

BEOORDEELD ALS BESTE
FINANCIËLE OPLEIDER
Bron: Springest.nl (120+ ervaringen)

8,4

Download onze
Opleidingsgids Najaar 2015
via alexvangroningen.nl



VERBLUFFENDE INZICHTEN EN INSPIRERENDE ONTMOETINGEN. MELD U NU AAN

Oktober 2015	Bijeenkomst	Investering	PE Uren	Programma
15 oktober	US GAAP Essentials	€ 995	7	1 dag
29 oktober, 5, 12, 19 en 26 november	De nieuwe CFO, Strategisch Financieel Management	€ 3.995	35	5 dagen
29 oktober	Succesvolle Strategierealisatie	€ 895	7	1 dag
November 2015				
3 november	Actualiteiten Arbeidsrecht	€ 695	5	1 dag
4 november	Auto & Fiscus	€ 695	5	1 dag
4, 18 november en 2 december	Vastgoedrekenen	€ 2.795	19	3 dagen
5 november	Betere M&A Deals	€ 895	7	1 dag
5 en 6 november	De Controller als Business Partner	€ 1.895	14	2 dagen
5 en 19 november	Project Support	€ 995	14	2 dagen
5, 12, 19, 26 november en 3 december	Risicomanagement	€ 2.995	35	5 dagen
6 november	Fiscaal Conflictmanagement	€ 795	6	1 dag
9, 10, 11 en 27 november	Effectief Leiderschap voor financieel managers	€ 2.995	36	4 dagen
9 november, 7 en 8 december	Overtuigend Presenteren	€ 2.495	21	3 dagen
10 november	Business Case schrijven	€ 895	7	1 dag
11, 12 en 13 november	Beïnvloeden en Adviseren	€ 2.295	21	3 dagen
11 november	BTW Actualiteiten	€ 795	5	1 dag
11, 12 en 13 november	Financiële Analyse	€ 2.295	19	3 dagen
11 november	Investeringsanalyses met Excel	€ 895	7	1 dag
11 november	IT & SBR	€ 695	5	1 dag
11 en 12 november	SAP for Financials	€ 1.695	14	2 dagen
11 en 18 november	Strategisch Werkkapitaal Management	€ 1.895	14	2 dagen
12, 19, 26 november, 3 en 10 december	Controller in een Week	€ 4.295	35	5 dagen
12, 19, 26 november, 3 en 10 december	Public Controller in een Week	€ 3.995	35	5 dagen
12 november	Turnaround Management	€ 895	7	1 dag
17 en 18 november	De Proactieve Accountant	€ 1.895	14	2 dagen
17 november	Jaarrekening Lezen	€ 1.195	7	1 dag
18 en 19 november	Corporate Recovery	€ 1.895	15	2 dagen
18 en 19 november	Integraal Performance Management	€ 1.895	14	2 dagen
18, 19 en 20 november	Onderhandelen	€ 2.395	25	3 dagen
19 november	In Control met Risicomanagement	€ 895	7	1 dag
24 en 25 november	Finance & IT	€ 1.695	14	2 dagen
24 november	IT Essentials for financials	€ 895	7	1 dag
25 en 26 november	IFRS Essentials en IFRS Advanced	€ 1.895	14	2 dagen
25 november	Uw eigen IT Businesscase in één Dag	€ 895	7	1 dag
25, 26 en 27 november	VBA Excel	€ 1.995	18	3 dagen
26 november	Grip op Compliance / Corporate Governance	€ 895	7	1 dag
30 november en 1 december	Actief in Overnames	€ 1.895	14	2 dagen

Bovenstaand overzicht betreft een selectie. Voor het complete overzicht gaat u naar AlexVanGroningen.nl/PE. Alle programma's worden ook incompany aangeboden.

BEL VOOR MEER INFORMATIE 020 639 0008 OF GA NAAR ALEXVANGRONINGEN.NL/PE



Burgemeester Haspelslaan 63 • 1181 NB • Amstelveen • Tel 020 639 0008 • Fax 020 639 1025 • info@alexvangroningen.nl • alexvangroningen.nl