

Studie naar de toekomst van alternatieve beleggingsvormen

Niels Deckers, Johnny Van Holzaet

promotor :
Prof. dr. Ghislain HOUBEN

Woord vooraf

In het kader van onze opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen – Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt willen wij graag onze masterproef voorstellen met als titel *"De studie naar de toekomst van alternatieve beleggingsvormen"*.

Onze grote blijf van appreciatie gaat uit naar onze promotor Prof. dr. Ghislain Houben. Onder zijn begeleiding heeft hij ons bij deze masterproef niet alleen met raad en daad bijgestaan, maar ook telkens in de juiste richting gestuurd. Zijn interesse in het onderwerp en visie van methodiek zijn een stimulans geweest om onze masterproef met succes te voltooien.

Eveneens willen wij alle geïnterviewden bedanken voor hun medewerking. Zonder hun bijdrage zou de aanwending van alternatieve beleggingen in de praktijk niet in deze masterproef toegelicht zijn. Vervolgens bedanken wij alle respondenten die tijd hebben vrij gemaakt om onze enquête in te vullen.

Ten slotte gaat onze speciale dank uit naar onze ouders en onze vriendinnen, Daisy Corten en Veerle Schouteden, voor hun steun en advies tijdens het schrijven van deze masterproef.

Wij wensen de lezer(es) veel leesplezier toe met onze masterproef en hopen hem of haar voldoende te informeren over de besproken alternatieve beleggingsvormen.

Samenvatting

De ongunstige beursontwikkelingen van het afgelopen decennium zoals bijvoorbeeld de internetzeepbel en de financiële crisis in 2008 en 2009 hebben een groot aantal beleggers zwaar getroffen op financieel vlak. De impact van de financiële crisis was zo groot dat het vele institutionele en particuliere beleggers heeft doen nadenken over de samenstelling van hun beleggingsportefeuille. De traditionele manier van beleggen in aandelen en obligaties heeft vaak nood aan andere activaklassen die het verlies bij een negatieve beurstrend kunnen verzachten. Vanuit deze gedachtegang gaan we in deze masterproef op zoek naar alternatieve beleggingen die naast traditionele beleggingen in een beleggingsportefeuille opgenomen kunnen worden.

In het eerste hoofdstuk van onze masterproef wordt een overzicht gegeven van de verschillende alternatieve beleggingsvormen die momenteel aanwezig zijn op de financiële markt. Om ons onderzoek te begrenzen, hebben we gekozen om vier alternatieve beleggingen uitvoerig te behandelen. Onze literatuurstudie heeft zodoende betrekking op het beleggen in grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst. Voor elk van deze beleggingsvormen bespreken we allereerst op welke manier een belegger kan participeren in een alternatieve beleggingsmarkt. Verder gaan we dieper in op de prijsbepaling, de return, de risico's en de kosten die verbonden zijn met een investering deze alternatieve activa. De strategische beweegredenen om te investeren in deze alternatieve beleggingsvormen en de impact van de financiële crisis maken ook een onderdeel uit van de literatuurstudie.

Het volgende gedeelte van onze masterproef bestaat uit een praktijkonderzoek dat opgedeeld is in twee onderdelen. Het eerste onderdeel omvat de verwerking van tweeëntwintig interviews afgelegd met bevoorrechte getuigen die hun ervaring en deskundigheid gebruiken om de onderzoeksvragen, met betrekking tot de vier alternatieve beleggingsvormen, te beantwoorden. Dit onderdeel biedt een vergelijking met de literatuurstudie en verstrekt ons een extra inzicht in de manier waarop het beleggen in een alternatieve belegging praktisch verloopt. Tevens wordt de nadruk gelegd op de toekomstverwachting en het advies die de geïnterviewden hebben voor een particuliere investeerder. Het tweede onderdeel bestaat uit de verwerking van een online enquête met als titel "*De opname van alternatieve beleggingen in de portefeuille van de particuliere investeerder*". Deze enquête onderzoekt in welke marktomstandigheden een particuliere investeerder meer of minder belegt in alternatieve beleggingen.

Verder worden de belangrijkste redenen toegelicht waarom een particuliere investeerder al dan niet belegt in alternatieve activa. Bovendien verschaft onze enquête een profiel van de typische belegger die respectievelijk in grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst investeert.

Tot slot formuleren we voor elk van de vier alternatieve beleggingen conclusies en geven we een aanzet tot verder onderzoek.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Lijst met figuren

Lijst met tabellen

A	Situering onderzoek en onderzoeksopzet	- 1 -
1	Inleiding	- 1 -
2	Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	- 2 -
3	Onderzoeksopzet	- 3 -
3.1	Onderzoeksopzet interviews.....	- 3 -
3.1.1	Doelstellingen.....	- 3 -
3.1.2	Selectie geïnterviewden.....	- 3 -
3.1.3	Interviewmodel	- 5 -
3.2	Onderzoeksopzet enquête.....	- 6 -
3.2.1	Doelstellingen.....	- 6 -
3.2.2	Selectie respondenten	- 7 -
3.2.3	Het ontwerp	- 7 -
3.2.4	Het enquêtemodel	- 8 -
B	Literatuurstudie	- 9 -
	Deel 1: Algemene beschouwingen	- 9 -
1	Wat is beleggen?	- 9 -
2	Hoe is de financiële markt ingedeeld?	- 10 -
3	Diversificatie	- 13 -
	Deel 2: Grondstoffen	- 16 -
1	Inleiding	- 16 -
2	Definitie en classificatie	- 17 -
3	Participeren in de grondstoffenmarkt	- 18 -
3.1	Directe investering	- 18 -
3.2	Indirecte investering via aandelen	- 18 -
3.3	Indirecte investering via indices.....	- 18 -
3.4	Futures	- 20 -

3.4.1	Futuresprijs en return	- 21 -
3.4.2	Deelnemers futuresmarkt	- 23 -
3.4.3	Contractgrootte en onderhoudsmarge	- 24 -
3.4.4	Levering	- 24 -
3.4.5	Termijnstructuur	- 25 -
3.5	Opties	- 27 -
3.6	Managed futures	- 27 -
3.7	Exchange Traded Commodities	- 29 -
3.8	Certificaten	- 30 -
3.9	Turbo's	- 30 -
4	Return componenten van grondstoffutures	- 31 -
4.1	Return en risico in vergelijking met andere financiële activa	- 32 -
5	Strategische motivaties voor het investeren in grondstoffen	- 35 -
5.1	Risicopremies	- 35 -
5.2	Diversificatievoordeel	- 36 -
5.3	Hedge tegen inflatie	- 39 -
5.4	Hedge tegen de conjunctuurcyclus	- 41 -
6	Tactische opportuniteiten	- 43 -
6.1	Monetair beleid	- 43 -
6.2	Seizoenseffecten	- 45 -
6.3	Wisselkoersen	- 45 -
7	Beleggen in grondstoffen en de financiële crisis	- 46 -
	Deel 3: Vastgoed	- 49 -
1	Inleiding	- 49 -
2	Participeren in de vastgoedmarkt	- 51 -
2.1	Direct vastgoed	- 51 -
2.2	Indirect vastgoed	- 52 -
2.2.1	Voordelen	- 52 -
2.2.2	Nadelen	- 53 -
2.2.3	Soorten indirect onroerend goed	- 53 -
3	Strategische motivaties en tactische opportuniteiten	- 60 -

3.1	Diversificatie.....	- 60 -
3.2	Return.....	- 60 -
3.3	Hedge tegen inflatie.....	- 62 -
3.4	Nadelen	- 62 -
4	Risico	- 64 -
5	Het beleggingsproces	- 67 -
5.1	Aankoop	- 67 -
5.2	Exploitatie.....	- 69 -
5.2.1	Het vergroten van de netto-inkomsten	- 69 -
5.2.2	Het reduceren van het risico	- 70 -
5.3	Renovatie en dispositie	- 70 -
6	Beleggen in vastgoed en de financiële crisis	- 71 -
	Deel 4: Wijn.....	- 74 -
1	Inleiding.....	- 74 -
2	Kwaliteitswijn	- 76 -
2.1	Bordeaux als kwaliteitswijn.....	- 76 -
2.2	Marketing en distributie van Bordeaux-wijnen	- 76 -
3	Participeren in de wijnmarkt	- 78 -
3.1	Directe investering	- 78 -
3.1.1	Aankoop “en primeur”	- 78 -
3.1.2	Veilingen.....	- 79 -
3.1.3	Alternatieve aanbodschakels	- 80 -
3.1.4	Wijnboer.....	- 81 -
3.1.5	Leasing.....	- 81 -
3.2	Indirecte investering	- 81 -
4	Strategieën	- 83 -
5	De relatie tussen prijs en kwaliteit	- 85 -
6	Strategische motivaties	- 88 -
6.1	Diversificatie.....	- 88 -
6.2	Return.....	- 90 -
7	Gevalstudie: Fine Wine 50 Index	- 92 -

7.1	Verwachte return en standaarddeviatie	- 93 -
7.2	Correlatiecoëfficiënten	- 93 -
7.3	De optimale risico-return efficiënte portefeuille	- 94 -
7.4	Sharpe ratio.....	- 94 -
7.5	De bèta coëfficiënt en het capital asset pricing model.....	- 95 -
8	Risico's.....	- 98 -
9	Specifieke kosten verbonden aan wijn	- 100 -
10	Beleggen in wijn en de financiële crisis.....	- 101 -
Deel 5: Kunst		- 104 -
1	Inleiding.....	- 104 -
2	Participeren in de kunstmarkt	- 106 -
2.1	Direct investeren.....	- 106 -
2.1.1	ArtPrice.....	- 106 -
2.2	Indirect investeren	- 110 -
3	Prijs	- 112 -
4	Strategische motivaties en tactische opportuniteiten	- 114 -
4.1	Diversificatie.....	- 114 -
4.2	Return.....	- 115 -
4.3	Hedge tegen inflatie.....	- 116 -
4.4	Conjunctuur.....	- 116 -
5	Gevalstudie: Art Market Research Index	- 118 -
5.1	Return en risico	- 118 -
5.2	Correlatiecoëfficiënten	- 121 -
6	Risico's.....	- 122 -
7	Kosten	- 123 -
8	Beleggen in kunst en de financiële crisis.....	- 124 -
C	Praktijkonderzoek	- 126 -
Deel 1: Interviews.....		- 126 -
1	Resultaten interviews beleggen in grondstoffen.....	- 126 -
1.1	Positionering geïnterviewden binnen de grondstoffenmarkt	- 126 -
1.2	Soorten investeringen	- 127 -

1.3	Macro-economische drijvers van de grondstoffenmarkt	- 131 -
1.4	Vergelijking met traditionele beleggingen	- 133 -
1.5	Risico's	- 134 -
1.6	Evolutie doorheen de tijd	- 134 -
1.7	Advies voor een beginnend grondstoffenbelegger	- 135 -
2	Resultaten interviews beleggen in vastgoed.....	- 137 -
2.1	Positionering van de geïnterviewden binnen de vastgoedmarkt	- 137 -
2.2	Soorten investeringen	- 138 -
2.3	Prijsbepaling	- 141 -
2.4	Risico's	- 141 -
2.5	Evolutie doorheen de tijd	- 142 -
2.6	Advies voor een beginnend vastgoedbelegger	- 143 -
3	Resultaten interviews beleggen in wijn	- 145 -
3.1	Positionering geïnterviewden binnen de wijnmarkt.....	- 145 -
3.2	Soorten investeringen	- 146 -
3.3	Prijsbepaling	- 150 -
3.4	Vergelijking met traditionele beleggingen	- 153 -
3.5	Risico's	- 153 -
3.6	Evolutie doorheen de tijd	- 154 -
3.7	Advies voor een beginnend wijnbelegger	- 156 -
4	Resultaten interviews beleggen in kunst	- 158 -
4.1	Positionering van de geïnterviewden binnen de kunstmarkt	- 158 -
4.2	Soorten investeringen	- 159 -
4.3	Prijsbepaling	- 161 -
4.4	Vergelijking met traditionele beleggingen	- 163 -
4.5	Risico's	- 164 -
4.6	Evolutie doorheen de tijd	- 165 -
4.7	Advies voor een beginnend kunstbelegger	- 166 -
	Deel 2: Enquête	- 168 -
1	Beschrijving van de steekproef	- 168 -
1.1	Betrouwbaarheid van de steekproef	- 168 -

1.2	Profiel van de respondenten.....	- 168 -
2	Waarin belegt de particuliere investeerder?	- 174 -
2.1	Clustering	- 175 -
2.2	Profiel van de alternatieve belegger	- 182 -
3	Hoe belegt de investeerder bij verschillende marktomstandigheden?.....	- 185 -
3.1	Gemiddelde van alle beleggingsvormen bij diverse marktomstandigheden.....	- 185 -
3.2	Gewicht van de alternatieve beleggingsvormen in de portefeuille.....	- 187 -
4	Waarom opteert een particuliere investeerder voor alternatieve beleggingen?	- 189 -
5	Wat zijn de redenen waarom men niet wil investeren in alternatieve beleggingen?	- 192 -
6	Investerings in het verleden vergelijken met de toekomst.....	- 194 -
D	Besluiten.....	- 199 -
1	Conclusies grondstoffen	- 199 -
2	Conclusies vastgoed	- 201 -
3	Conclusies wijn.....	- 202 -
4	Conclusies kunst.....	- 203 -
5	Aanzet tot verder onderzoek	- 205 -
	Bibliografie.....	- 207 -
	Bijlagen	

Lijst met figuren

- Figuur 1: Stappenplan selectie van geïnterviewden
- Figuur 2: Het interviewmodel
- Figuur 3: Het enquêtemodel
- Figuur 4: Overzicht financiële producten
- Figuur 5: Overzicht alternatieve beleggingen
- Figuur 6: Componenten van het risico
- Figuur 7: Sectorindeling grondstoffenmarkt
- Figuur 8: Grondstoffenindices uitgedrukt in dollars
- Figuur 9: Voorstelling gerealiseerde return futurescontract
- Figuur 10: Backwardation en contango
- Figuur 11: Normal backwardation en normal contango
- Figuur 12: Diversificatie van een managed futures fonds
- Figuur 13: Managed futures in vergelijking met een traditionele portefeuille
- Figuur 14: Ergste dalingen van verschillende activaklassen
- Figuur 15: Kwartaal component futuresreturn 1970-2006
- Figuur 16: Vergelijking futures met aandelen en obligaties
- Figuur 17: Verdeling return grondstoffutures en aandelen
- Figuur 18: Evolutie grondstofprijzen gecorrigeerd voor inflatie
- Figuur 19: Commodity Metals Price Index
- Figuur 20: De Europese markt voor private en publieke vastgoedfondsen (1985 – 2005)
- Figuur 21: Aantal en omvang van fondsen naargelang managementstijl
- Figuur 22: Ontwikkelingen van de beleggingen in Nederlandse vastgoed-cv's
- Figuur 23: Het beleggingsproces
- Figuur 24: Vastgoedactiviteit notarissen
- Figuur 25: Evolutie prijzen vastgoed
- Figuur 26: Aankoop "*en primeur*"
- Figuur 27: Werkelijke en voorspelde wijnprijzen
- Figuur 28: Efficiënte grenslijnen
- Figuur 29: Efficiënte grens en kapitaalmarktlijn
- Figuur 30: Evolutie Liv-ex 100 Index
- Figuur 31: Mate van vertrouwen in de kunstmarkt
- Figuur 32: Risico-return trade off tussen de verschillende activaklassen
- Figuur 33: Log returns van kunst en aandelen

Figuur 34: Globale Kunst Index (EUR)

Figuur 35: Verdeling tussen mannen en vrouwen

Figuur 36: Leeftijdscategorieën

Figuur 37: Opleidingsniveau

Figuur 38: Gezinssituatie

Figuur 39: Kinderen ten laste

Figuur 40: Grootte van het onroerend vermogen

Figuur 41: Omvang van de beleggingsportefeuille

Figuur 42: Maandelijks netto-inkomen

Figuur 43: Frequentietabel vraag 10

Figuur 44: Frequentietabel vraag 11

Figuur 45: Grootte van het onroerend vermogen - alternatieve beleggingen

Figuur 46: Alternatieve beleggingen - grootte van het onroerend vermogen

Figuur 47: Spaar- en beleggingstegoeden – alternatieve beleggingen

Figuur 48: Alternatieve beleggingen – spaar- en beleggingstegoeden

Figuur 49: Netto-inkomen – alternatieve beleggingen

Figuur 50: Alternatieve beleggingen – netto inkomen

Figuur 51: Alternatieve beleggingen – gezinssituatie

Figuur 52: De beleggingsvormen onder de verschillende marktomstandigheden

Figuur 53: Alternatieve beleggingen bij verschillende marktomstandigheden

Figuur 54: Wel of niet geïnvesteerd in alternatieve beleggingen?

Figuur 55: Bewegredenen voor het investeren in alternatieve beleggingsvormen

Figuur 56: Bewegredenen in volgorde van belangrijkheid

Figuur 57: Procentuele verdeling vraag 17

Figuur 58: Redenen tegen alternatieve beleggingen

Figuur 59: Frequentiefiguur vraag 15 en vraag 17

Figuur 60: Frequentie vraag 11 en vraag 18

Lijst met tabellen

Tabel 1: Overzicht stappenplan interviews beleggen in wijn

Tabel 2: Diversifieerbaar risico

Tabel 3: Een analyse van de S&P GSCI return

Tabel 4: Grondstoffutures en exchanges

Tabel 5: Risicopremies van grondstoffutures, aandelen en obligaties

Tabel 6: Maandelijkse returns van grondstoffutures, aandelen en obligaties

Tabel 7: Samenvattende statistieken van de maandelijkse returns tussen juli 1996 en juni 2006

Tabel 8: Risico en return profiel voor hypothetische portefeuilles: 1983-2006

Tabel 9: Correlatiecoëfficiënten grondstoffutures

Tabel 10: Correlatie activaklassen met inflatie

Tabel 11: Reële grondstoffutures returns

Tabel 12: Return tijdens verschillende fases van een conjunctuurcyclus

Tabel 13: Portefeuillegewichten en het monetair beleid

Tabel 14: Indeling in managementstijlen en criteria

Tabel 15: Verdeling van Nederlandse vastgoedcv's per sector

Tabel 16: Rendementen, risico's en correlaties vastgoed

Tabel 17: Rendement en risico van de vastgoedmarkten (1980-2005)

Tabel 18: Rendementen en risico van vastgoed, vastgoedaandelen, aandelen en obligaties (1980-2005)

Tabel 19: Overzicht kerncijfers ArtPrice

Tabel 20: Overzicht statistieken traditionele beleggingen

Tabel 21: Overzicht statistieken kunstbeleggingen

Tabel 22: Correlatiematrix kunst en andere activaklassen

Tabel 23: Overzicht geïnterviewden beleggen in grondstoffen

Tabel 24: Frequentietabel investeringen in grondstoffen

Tabel 25: Percentage van het vermogen in grondstoffen

Tabel 26: Overzicht van de geïnterviewden beleggen in vastgoed

Tabel 27: Verschillende soorten vastgoedbeleggingen

Tabel 28: Overzicht geïnterviewden beleggen in wijn

Tabel 29: Frequentietabel soort wijninvesteringen

Tabel 30: Determinanten die de prijs van wijn bepalen

Tabel 31: Risico's beleggen in wijn

Tabel 32: Overzicht van de geïnterviewden beleggen in kunst

Tabel 33: Verschillende kunstinvesteringen

Tabel 34: Determinanten die de prijs van hedendaagse kunst bepalen

Tabel 35: Risico's beleggen in kunst

Tabel 36: Overzicht beroepen

Tabel 37: Kruistabel grootte van het onroerend vermogen – alternatieve beleggingen

Tabel 38: Statistische toetsen op basis van alle 9 categorieën

Tabel 39: Kruistabel leeftijd – grondstoffen en vastgoed

Tabel 40: Kruistabel geslacht – alternatieve beleggingen

Tabel 41: Antwoordmogelijkheden vraag 16

Tabel 42: Antwoordmogelijkheden vraag 19

Tabel 43: Combinaties vraag 15 en vraag 17

Tabel 44: Toekomstverwachting investeringsklimaat van de beleggingsvormen

Tabel 45: Gemiddelde vraag 20 per groep

Tabel 46: Clusteranalyse vraag 20

Tabel 47: F-waarden clusteranalyse

A Situering onderzoek en onderzoeksopzet

1 Inleiding

Door de financiële crisis van 2008-2009 hebben de aandelenbeurzen in deze periode zware klappen gekregen. Het vertrouwen van de belegger in de traditionele producten is hierdoor in grote mate aangetast. Daarom kiezen veel beleggers voor alternatieve beleggingsvormen zoals grondstoffen, vastgoed, kunst, wijn, private equity en andere afgeleide producten. Alternatieve beleggingsvormen hebben de afgelopen jaren telkens terrein gewonnen op de traditionele beleggingen zoals aandelen en obligaties (De Tijd, 2007).

Door het opnemen van verschillende beleggingsobjecten diversifieert een belegger zijn portefeuille. Volgens de moderne portefeuille theorie is hierdoor risicoreductie mogelijk. Je kan namelijk het niet-systematisch risico verminderen en zelfs uitschakelen door de portefeuille optimaal te diversifiëren. Op deze manier kan je bij een lager risico hetzelfde rendement behalen (Laveren et al., 2004). Om een portefeuille te diversifiëren worden vaak alternatieve beleggingen opgenomen. Deze verlagen het risico van een portefeuille omdat ze laag gecorreleerd zijn met de klassieke beleggingen in die portefeuille (Jöhri, 2004). Vele academische studies tonen aan dat aandelen en obligaties aangevuld moeten worden met hedge funds, grondstoffutures en andere alternatieve activa om te profiteren van de hoogste return gegeven een bepaald risico (Schneeweis, 2002).

Volgens J.P. Morgan (2008) zijn de voordelen van diversificatie, *de risk adjusted-return* en de hoge tevredenheidsratio's enkele pluspunten van alternatieve investeringen. Deze voordelen zorgen ervoor dat alternatieve investeringen meer en meer aan bod komen in de portefeuilles van investeerders. Volgens hun rapport bedraagt de gemiddelde opname van alternatieve investeringen in een institutionele portefeuille 18%. Dit percentage zou in 2010 kunnen aangroeien tot 22% (J.P. Morgan, 2008). Alternatieve beleggingen, die in Amerika in 2006 in totaal \$3 biljoen bedroegen, zijn enorm in populariteit gestegen. In de toekomst zullen deze alternatieve investeringen volgens Schweizer (2008) nog meer aan populariteit winnen.

2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

De alternatieve beleggingswereld is zeer omvangrijk. Er bestaan diverse alternatieve activa waarin een investeerder kan beleggen. Om het begrip alternatief beleggen af te bakenen, zal deze masterproef zich enkel focussen op grondstoffen, vastgoed, kunst en wijn.

We zullen een centrale onderzoeksvraag en meerdere deelvragen formuleren om zo de grenzen van ons onderzoek vast te leggen. Deze reeks van vragen heeft dus alleen betrekking op de vier alternatieve beleggingen hierboven vermeld.

De centrale onderzoeksvraag is:

In welke mate zullen alternatieve beleggingen in de toekomst opgenomen worden in de portefeuille van de particuliere investeerder?

Om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden, zullen we deze onderverdelen in verschillende deelvragen. Onze deelvragen luiden als volgt:

- 1) Op welke manier kan een belegger participeren in een alternatieve beleggingsmarkt?
- 2) Wat zijn de determinanten die de prijs van een alternatieve belegging bepalen?
- 3) Welk rendement kan je behalen en welk risico is hieraan verbonden?
- 4) Wat is de impact van de financiële crisis geweest op een alternatieve beleggingsmarkt?
- 5) Waar dient een particuliere belegger rekening mee te houden indien hij belegt in alternatieve beleggingsvormen?
- 6) Waarom kiest een particuliere investeerder al dan niet voor alternatieve beleggingen?
- 7) In welke marktomstandigheden grijp je naar alternatieve beleggingen?
- 8) Welke karakteristieken zijn kenmerkend voor een typische alternatieve belegger?

3 Onderzoeksopzet

Om onze onderzoeksvragen te beantwoorden, zullen we starten met een uitvoerige literatuurstudie. Om voldoende inzicht te krijgen in de materie van alternatief beleggen zal de literatuurstudie uiteraard een belangrijk onderdeel van onze masterproef vormen. De literatuurstudie zal voor elk van de vier alternatieve beleggingen in de mate van het mogelijke ongeveer dezelfde inhoud en structuur bevatten. De literatuurstudie refereert naar een aantal boeken, wetenschappelijke papers en andere elektronische bronnen.

Het praktijkonderzoek is tweeledig en bestaat zowel uit interviews met bevoorrechte getuigen als een online enquête. De onderzoeksopzet van de interviews en enquête zullen we in de volgende paragrafen nader toelichten.

3.1 Onderzoeksopzet interviews

3.1.1 Doelstellingen

Onze interviews hebben twee belangrijke doelstellingen. Ten eerste zorgen de interviews voor het beantwoorden van de vooropgestelde centrale onderzoeksvraag en deelvragen 1 tot en met 5. Ten tweede beogen we een vergelijking te maken tussen de literatuurstudie en hetgeen de geïnterviewden ons wisten te vertellen.

3.1.2 Selectie geïnterviewden

Voor elk van de vier alternatieve beleggingen hebben we minstens vijf interviews afgelegd met bevoorrechte getuigen. De selectie van de geïnterviewden is voor alle alternatieve beleggingen gebeurd op basis van een stappenplan.

Figuur 1: Stappenplan selectie van geïnterviewden



Bron: eigen verwerking

Om het voorgaande stappenplan te verduidelijken, zullen we de selectie van de geïnterviewden over beleggen in wijn als voorbeeld nemen. Tabel 1 geeft een overzicht van de stappen die we gevolgd hebben voor het vastleggen van de interviews wat betreft het beleggen in wijn. De bevoorrechte getuigen zijn in **stap 1** geselecteerd op basis van hun positionering binnen de wijnmarkt. Het is essentieel om bevoorrechte getuigen te selecteren die de markt vanuit een verschillend standpunt benaderen. Immers via deze weg bekomen we diverse visies aangezien de geselecteerde kandidaten elke vraag met een andere achtergrond en invalshoek beantwoorden. In de wijnmarkt kunnen we enkele subcategorieën onderscheiden waarvan de geselecteerde vertegenwoordigers ons iets meer kunnen vertellen over beleggen in wijn. In **stap 2** zijn we via het internet op zoek gegaan naar vertegenwoordigers van deze subcategorieën. Vervolgens hebben we in **stap 3** de personen gecontacteerd waarvan wij dachten dat zij binnen hun domein de meeste kennis en ervaring bezitten. In tabel 1 blijkt dat er eerst contact werd opgenomen met de "voorkeur 1" personen. Indien deze geen medewerking verleenden, contacteerden we de "voorkeur 2" personen, enzovoort totdat iemand bereid was om deel te nemen aan ons kwalitatief onderzoek.

Elke geselecteerde vertegenwoordiger van een subcategorie heeft via e-mail onze aanvraag voor een interview ontvangen. Bij zowel geen als een positieve reactie werd de persoon in kwestie telefonisch gecontacteerd om desgevallend een afspraak met ons vast te leggen. Deze procedure heeft ervoor gezorgd dat we in **stap 4** uiteindelijk konden overgaan tot het voeren van een gesprek met de geïnterviewden.

Tabel 1: Overzicht stappenplan interviews beleggen in wijn

Wijn			
Stap 1	Stap 2	Stap 3	Stap 4
Subcategorie	Vertegenwoordigers	Voorkeur	Kandidaat
wijnboer	Jaap Van Rennes van wijndomein Genoels-Elderen	1	
	Karel Henckens van wijndomein Aldeneck	2	x
	Familie Akkermans-Janssen van wijndomein Pietershof	3	
	...	4	
wijnjournalist	Alain Bloeykens	1	x
	Cees van Casteren	2	
	...	3	
wijnhandelaar	Ab Bibendum	1	
	Rob Geraerts eigenaar van Pasquallino	2	x

	Van Dinter	3	
	...	4	
wijnveiling	Christie's Belgium	1	
	Joris Scott eigenaar van wijnveiling Sylvies	2	x
	Jordaens	3	
	...	4	
Wijnmakelaar /trader	Chris Thiran eigenaar van Belgium Wine Watchers	1	x
	Bert van Praet eigenaar van Historic Wines	2	x
	...	3	

Bron: eigen verwerking

3.1.3 Interviewmodel

Voor elke alternatieve belegging hebben we een gemeenschappelijk model opgesteld. Het interviewmodel bevat verscheidene variabelen. Deze variabelen kunnen we opdelen in drie groepen die we elk op een andere wijze behandelen. Variabele 1 helpt ons om de kenmerken en de positie van de geïnterviewde binnen de besproken markt te achterhalen. Variabele 2, 3, 4 en 5 kunnen we vergelijken met de literatuurstudie en zijn bijgevolg nuttig voor het beantwoorden van deelvragen 1, 2 en 3. Verder zorgen variabele 6 en 7 voor de beantwoording van respectievelijk de centrale onderzoeksvraag en deelvraag 4. Voorts dient wel opgemerkt te worden dat variabele 3 niet wordt opgenomen in het interviewmodel van grondstoffen. Vermits een investeerder in grondstoffen vooral handelt via futures, spreken we in deze materie over (futures)prijzen op verschillende tijdstippen. Bijgevolg zou de opname van variabele 3 dan ook te complex worden en dus te onduidelijk zijn voor de lezer van de masterproef. Ter compensatie zullen we bij het interviewmodel van grondstoffen dieper ingaan op de macro-economische drijvers die van invloed zijn op de grondstofprijzen.

Figuur 2: Het interviewmodel



Bron: eigen verwerking

3.2 Onderzoekopzet enquête

3.2.1 Doelstellingen

Om onze masterproef een extra dimensie te geven, hebben we een enquête opgesteld met als titel "De opname van alternatieve beleggingen in de portefeuille van de particuliere investeerder". In tegenstelling tot de literatuurstudie en bestaande enquêtes, die zich vooral focussen op de institutionele beleggers, concentreert deze enquête zich op de beleggingswijze van de **particuliere** investeerder. Deze vragenlijst heeft twee doelstellingen. Ten eerste zal de vragenlijst een antwoord bieden op onze centrale onderzoeksvraag en deelvragen 6, 7 en 8. Ten tweede maken we regelmatig een vergelijking met bestaande surveys die zich nagenoeg richten op het gebruik van alternatieve beleggingen in het beleggingsbeleid van institutionele investeerders. Systematisch verwijzen we naar *alternative investment surveys* afkomstig van

ondermeer Morningstar en Barron's (2009), JPMorgan (2008) en Russell (2007). Tot op heden hebben we geen enkele enquête of gelijkaardig onderzoek gevonden dat zich eveneens toespitst op de particuliere investeerder.

3.2.2 Selectie respondenten

Voor de enquête zijn we op zoek gegaan naar mogelijke respondenten die op het vlak van beleggen heel wat ervaring hebben. Deze respondenten hebben we gezocht via diverse kanalen. Ten eerste hebben we de **VFB**¹ gecontacteerd met de vraag of zij ons in contact konden brengen met beleggingsclubs. De VFB heeft toen een E-flash naar haar leden gestuurd met de vraag om onze enquête in te vullen. Aangezien dit niet het gewenste resultaat opleverde, zijn we vervolgens rechtstreeks op zoek gegaan naar **beleggingsclubs**. Via hun voorzitters hebben we telkens getracht om onze enquête onder de leden van deze clubs te verspreiden. Als derde communicatiemiddel hebben we onze enquête gepromoot via diverse **beleggersfora en beleggingsgroepen op sociale netwerksites** zoals *facebook.com* en *linkedin.com*. De forums die ons het meeste respons opleverden zijn *beursduivel.be*, *knack.be* en *seniorennet.be*. Ten slotte heeft professor Goens van UHasselt onze enquête verspreid onder **alumnistudenten** die actief zijn in de financiële wereld. Bij ieder van deze vier kanalen hebben we een inleidende brief gebruikt die in het kort onze masterproef toelichtte en de vraag stelde om deel te nemen aan onze enquête.

3.2.3 Het ontwerp

Om een breder doelpubliek te bereiken en de verwerking van de enquête te vereenvoudigen, hebben we onze vragenlijst online gepubliceerd. Met behulp van het softwareprogramma SNAP², dat beschikbaar werd gesteld door de Universiteit Hasselt, is de online versie ontwikkeld. Vervolgens was de enquête via een UHasselt-webserver beschikbaar op het internet. De online versie van onze enquête is integraal terug te vinden in bijlage 4. Het gebruik van deze software heeft echter niet enkel voordelen maar ook nadelen. Zo konden bepaalde aspecten van enkele vragen inhoudelijk niet aan

¹ VFB staat voor Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers en is een overkoepelende organisatie waarvan alle beleggingsclubs en individuele beleggers lid kunnen worden. De VFB heeft als doel de individuele beleggers en beleggingsclubs te informeren over het beheer van een beleggingsportefeuille (VFB, 2010).

² SNAP is een veel gebruikt softwarepakket voor het opstellen, publiceren en het analyseren van enquêtes.

bod komen, juist omwille van beperkingen in de software. Nochtans zal dit geen noemenswaardig gevolg hebben voor de beantwoording van de onderzoeksvragen.

3.2.4 Het enquête-model

Ten einde een duidelijk overzicht te bekomen van de gestelde vragen hebben we een enquête-model opgesteld. Dit bestaat uit een reeks variabelen die elk op hun beurt een gedeelte van de onderzoeksvragen beantwoorden. Figuur 3 geeft een beeld van de verschillende variabelen met elk hun bijhorende vragen.

Figuur 3: Het enquête-model



Bron: eigen verwerking

B Literatuurstudie

Deel 1: Algemene beschouwingen

1 Wat is beleggen?

Volgens Longman (2005) betekent beleggen in financiële termen "de aankoop van een financieel product of een ander waardevol item met als doel het behalen van een voordelig toekomstig rendement". Dit is wat elke belegger beoogt te realiseren. Nochtans moet een belegger rekening houden met zijn of haar doelstellingen en risicopreferenties. Daarenboven zou iedere investeerder kritisch moeten nadenken over situaties die je zeker met een portefeuille zou willen vermijden. Vandaar dat de Europese overheidsinstanties geijverd hebben dat elke potentiële belegger geconfronteerd wordt met deze vragen.

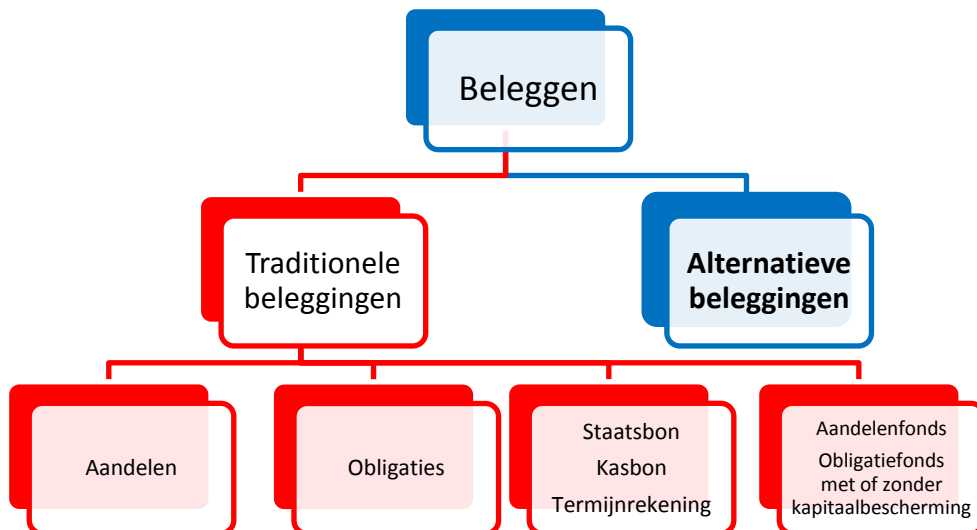
Sinds 1 november 2007 zijn er nieuwe maatregelen uitgevaardigd voor financiële beleggingen. Deze richtlijn is afkomstig van het MiFID³ en heeft als doel de belegger te beschermen en hem of haar te voorzien van transparante informatie. Ze beveelt de investeerder aan om een vragenlijst in te vullen van waaruit een beleggersprofiel wordt afgeleid. Alvorens een belegger een bepaalde financiële investering wil aangaan, is het aangewezen om na te gaan in hoever het producttype in overeenstemming is met zijn of haar beleggersprofiel. Elke financiële instelling is feitelijk verplicht wanneer zij advies geeft over bepaalde beleggingen, op de eerste plaats te controleren dat de gesuggereerde producten stroken met de persoon zijn kennis en ervaring aangaande beleggen, risicopreferentie en financieel vermogen. Zodoende is het aan te bevelen om uit diverse beleggingsproducten een portefeuille samen te stellen die overeenstemt met het beleggersprofiel (Grécourt, 2009).

³ MiFID staat voor Markets in Financial Instruments. Dit is een Europese richtlijn die betrekking heeft op de financiële markten. Ze geldt voor kasbons, staatsbons, obligaties, aandelen, afgeleide producten (warrants, opties, ...), instellingen voor collectieve beleggingen (ICB's) en beleggingen in vastgoed. Op spaarboekjes, termijnrekeningen en beleggingsproducten gekoppeld aan een verzekering is deze regelgeving echter niet van toepassing (Grécourt, 2009).

2 Hoe is de financiële markt ingedeeld?

Een investeerder heeft tegenwoordig de keuze uit verschillende soorten beleggingen. Iedere belegging kan zowel op korte als lange termijn afgesloten worden om een rendement te behalen. Niettemin dient iedere belegger rekening te houden met de eigenschappen die kenmerkend zijn voor een belegging. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen traditionele en alternatieve beleggingen. Doorgaans worden traditionele beleggingen in de financiële wereld het meest aangegaan. De bekendste traditionele beleggingen zijn aandelen en obligaties. Daarnaast bestaan er nog andere producten zoals staatsbons, kasbons, termijnrekeningen en beleggingsfondsen die al dan niet gebruik maken van kapitaalbescherming. Een particuliere investeerder kan bij vrijwel alle financiële instellingen terecht om één of meer van deze producten op te nemen in zijn portefeuille.

Figuur 4: Overzicht financiële producten

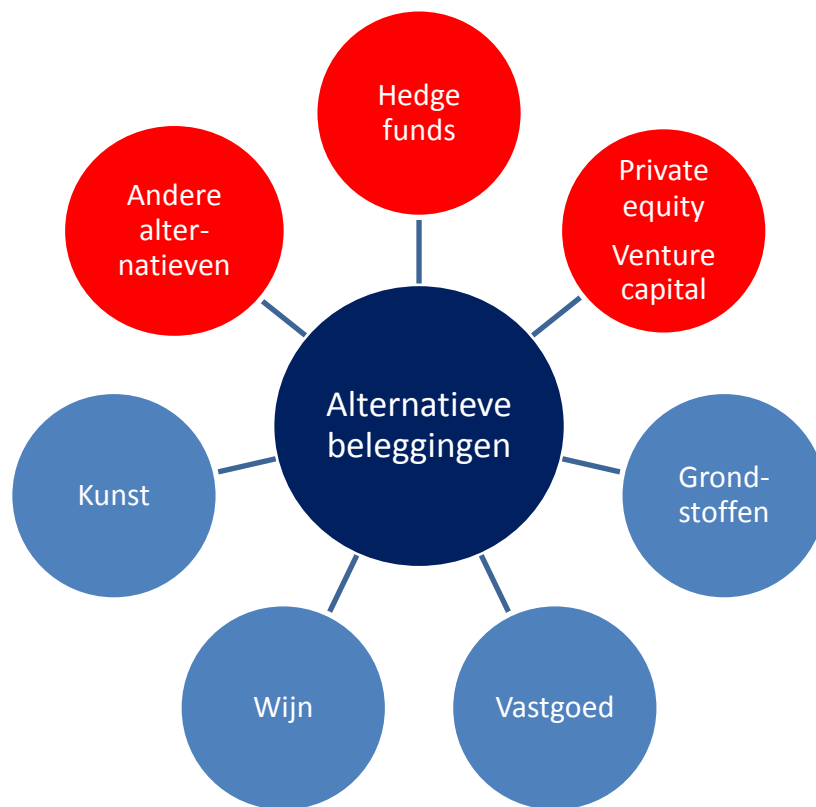


Bron: eigen verwerking

Zoals u in bovenstaande figuur kunt afleiden, focust deze masterproef zich op de wereld van de alternatieve beleggingen. Ter informatie zullen wij bewust zoals figuur 4 ons toont de rode kaders niet behandelen terwijl de blauwe kaders uitvoerig besproken worden. Desalniettemin zullen we in een aantal hoofdstukken regelmatig een vergelijking maken met de traditionele beleggingen wat betreft hun risico- en rendementsprofiel. Een particuliere belegger die zijn portefeuille bestaande uit traditionele beleggingen verder wil diversifiëren, zal vaak grijpen naar alternatieve beleggingen. Vooral omwille van hun

decorrelatie met traditionele producten is de opname van alternatieve beleggingen in een portefeuille zeer interessant. In het volgend hoofdstuk zullen we hier verder op ingaan. Onderstaande figuur biedt een overzicht van de alternatieve beleggingen die ter beschikking zijn van de individuele investeerder.

Figuur 5: Overzicht alternatieve beleggingen



Bron: eigen verwerking

Een investeerder heeft bijgevolg een ruime keuze uit allerlei alternatieve beleggingsproducten. In deze masterproef zullen we vier alternatieve beleggingen bespreken namelijk **grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst**. Behalve deze vier activa heb je als investeerder nog keuze uit andere alternatieven. Allereerst kan je als investeerder kiezen om te investeren in opstartende bedrijven in ruil voor aandelenkapitaal. De investeerder kan zich dan gedragen als een venture capitalist. Een venture capitalist zorgt niet enkel voor het kapitaal maar deelt bovendien ook zijn ervaring, advies en contacten met de onderneming waarin hij investeert, indien deze hem er om vraagt. Venture capital is in strikte zin een onderdeel van private equity en refereert naar een aandeleninvestering voor de opstart, vroege ontwikkeling en

uitbreiding van business activiteiten. Private equity bevat naast venture capital ook nog leveraged buyout⁴, mezzanine kapitaal⁵ en andere vormen van private aandeleninvesteringen (BVA, 2010).

Ook kan een investeerder hedge funds opnemen in zijn portefeuille. Een dergelijk fonds is in beheer van een vennootschap die gebruik maakt van diverse technieken en een brede waaier van financiële activa. De managers die dat fonds beheren, willen toch wel een consistente return behalen ongeacht de marktomstandigheden (Nicholas, 2004).

Verder zijn er ook nog mensen die investeren in tal van producten die in waarde stijgen door hun uniciteit en door de afname van hun aanbod in functie van de tijd. Meestal zijn dit verzamelobjecten zoals postzegels, doodsprentjes, atlanten, oldtimers en andere curiosia.

⁴ Leveraged buyouts: een investeerder neemt met eigen en geleend kapitaal een bedrijf over. Bij het financieren van een overname kunnen deze buyouts diverse structuren aannemen.

⁵ Mezzanine kapitaal is een financieel instrument dat kenmerken heeft van zowel schulden als aandelen. Het neemt de vorm aan van preferente aandelen. Bij een liquidatie zal de bank eerst langs de kassa passeren, maar bij overschot hebben preferente aandelen voorrang op de gewone aandeelhouders (Indigo Capital, 2010).

3 Diversificatie

Zowel voor grondstoffen, vastgoed, wijn als kunst is het diversificatie-effect een belangrijke reden om deze activa op te nemen in een beleggingsportefeuille. (Stockton, 2007; Mei en Moses, 2002; Hudson-Wilson et al., 2003; Masset et al., 2008).

Het begrip diversificatie zal meerdere malen vernoemd worden in deze masterproef. Vandaar dat in dit hoofdstuk beknopt het principe van diversificatie wordt uitgelegd.

Het eerste dat een belegger moet weten en waarschijnlijk ook weet, is het bekende gezegde: "*Leg niet alle eieren in dezelfde mand*". In vaktermen wordt dit diversificatie genoemd. Diversificatie biedt de belegger de mogelijkheid om het risico van de beleggingsportefeuille te spreiden en zo in te perken. Door beleggingsobjecten aan de portefeuille toe te voegen, kan de belegger immers zijn portefeuille minder volatiel maken. Hier hangt echter wel een voorwaarde aanvast. Beleggingsobjecten die perfect met elkaar gecorreleerd zijn, zijn echter niet in staat om het risico te reduceren. Het is dus van belang beleggingsobjecten te selecteren die een zo laag mogelijke correlatie met elkaar hebben (Laveren et al., 2002).

Een voorbeeld zal dit verduidelijken. *Aandeel X en Y hebben een verwacht rendement van 6% en een variantie van 12%. Stel de belegger heeft de volgende drie keuzes:*

1. *100% beleggen in aandeel X*
2. *100% beleggen in aandeel Y*
3. *Een portefeuille met 50% aandelen X en 50% aandelen Y*

Voor de eerste twee mogelijkheden is de oplossing evident. De belegger kan een return van 6% verwachten met een risico van 12%.

De return van een portefeuille kan men is eenvoudig te berekenen via de volgende formule: $E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i \cdot E(R_i)$

met: $E(R_p)$ = de verwachte return van de portefeuille

n = het aantal beleggingsobjecten

w_i = het relatieve gewicht van een beleggingsobject in de portefeuille

$E(R_i)$ = de verwachte return van beleggingsobject i

Bovenstaande formule ingevuld met de resultaten van het voorbeeld geeft: $0,50 \cdot 0,06 + 0,50 \cdot 0,06 = 0,06$. De portefeuille heeft dus een verwacht rendement van 6%.

De variantie van een portefeuille met twee objecten wordt via volgende formule berekend: $\sigma^2(R_p) = w_x^2 \cdot \sigma_x^2 + w_y^2 \cdot \sigma_y^2 + 2 \cdot w_x \cdot w_y \cdot \sigma_x \cdot \sigma_y \cdot \rho_{xy}$.

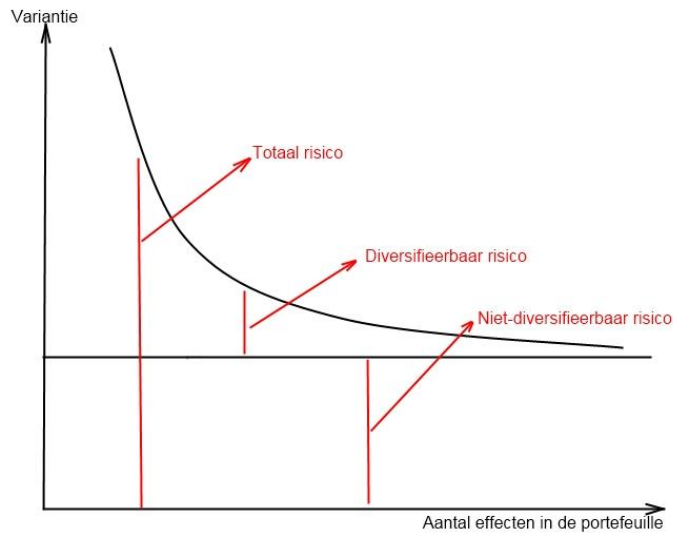
Als we de gegevens hierboven invullen, bekommen we: $0,50^2 \cdot 0,12 + 0,50^2 \cdot 0,12 + 2 \cdot 0,5 \cdot 0,5 \cdot \sqrt{0,12} \cdot \sqrt{0,12} \cdot \rho_{xy} = 0,06 + 0,06 \rho_{xy}$.

Uit deze uitkomst kunnen we afleiden dat het geen zin heeft om perfect gecorreleerde objecten te gebruiken om een portefeuille te diversifiëren. Indien aandeel X en Y perfect gecorreleerd zouden zijn, is het risico van de portefeuille 12% en heeft er dus geen risicoreductie plaatsgevonden. Wanneer de correlatie tussen aandeel X en Y minder dan 1 zou zijn, is de variantie van de portefeuille kleiner dan 12% terwijl het rendement eveneens 6% blijft.

Een object toevoegen aan een portefeuille met twee objecten heeft meer effect dan een object toevoegen aan een gediversifieerde portefeuille met 25 objecten. Volgens onderzoek van Vanthienen (1976) heeft het opnemen van supplementaire objecten nog weinig effect van zodra de portefeuille reeds uit vijftien of meer objecten bestaat.

Er blijft dus altijd een minimaal risico bestaan. Het risico dat je door diversificatie kan wegwerken, noem je het niet-systematisch of diversifieerbaar risico. Het andere gedeelte wordt ook wel het systematisch of niet-diversifieerbaar risico genoemd (Laveren et al., 2002). Beide risicocomponenten worden verduidelijkt met de grafische voorstelling in figuur 6.

Figuur 6: Componenten van het risico



Bron: Laveren et al. (2002)

Volgens Harrington (1983) bevat een portefeuille met slechts één beleggingsobject 10% risico dat je weg kan diversifiëren. Door het opnemen van meerdere objecten die niet perfect gecorreleerd zijn daalt dit risico. Een portefeuille met 100.000 objecten heeft nog maar zeer weinig diversifieerbaar risico. Onderstaande tabel geeft aan hoeveel risico een portefeuille heeft bovenop het niet-diversifieerbaar risico.

Tabel 2: Diversifieerbaar risico

Aantal objecten	Risico bovenop het niet-diversifieerbaar risico
1	10,00%
2	7,07%
3	5,77%
4	5,00%
5	4,47%
10	3,16%
20	2,24%
50	1,41%
100	1,00%

Bron: Harrington (1983)

Tabel 2 toont duidelijk aan dat het eenvoudiger is om het risico te reduceren bij een niet-gediversifieerde portefeuille. Door het opnemen van een tweede beleggingsobject in de portefeuille daalt het diversifieerbaar risico met net geen 3%. Wanneer je een vijfde object aan je portefeuille toevoegt, daalt ditzelfde risico slechts met 0,53%.

Deel 2: Grondstoffen

1 Inleiding

Met interestvoeten aan de lage kant en door weinig potentieel in de traditionele beleggingen van aandelen en obligaties hebben vele investeerders de neiging om zich te richten tot alternatieve investeringen met name grondstoffen. De optimistische groeiperspectieven van groeilanden zoals Brazilië, China en India zorgen ervoor dat de vraag naar olie en andere grondstoffen hoog blijft. Deze tendens doet investeerders inzien dat de prijzen van grondstoffen in de toekomst nog zullen stijgen. Bijgevolg zal een investering in grondstoffen steeds attractiever worden. Volgens een onderzoek gevoerd door Barclays Capital in 2006 beogen institutionele investeerders de komende jaren meer te investeren in grondstoffen. Zestig procent van de 150 respondenten, waarvan zeventig procent geen grondstofinvestering heeft lopen, planden om hun allocatie in grondstoffen tot 6% te verhogen (Kat and Oomen, 2006). Mede door de voortreffelijke prestaties van grondstoffen de afgelopen negen jaar is een investering in grondstoffen uitgegroeid van een niche strategie tot een volledig geaccepteerde investering. Beleggers moeten beseffen dat er een betere kennis nodig is van de "drivers", die van invloed zijn geweest op de historische returns van grondstoffen. Wanneer een investeerder voldoende kennis bezit van deze drivers zal hij vermoedelijk in staat zijn om een beter oordeel te vormen over de toekomstige prestaties van een investering in grondstoffen. Aldus zal dit deel dieper ingaan op de macro-economische aspecten en marktomstandigheden die aanleiding waren voor de historische returns van beleggingen in grondstoffen. Op deze manier krijgt een investeerder via het verleden een beter inzicht onder welke omstandigheden het gunstig tot ideaal zou zijn om te investeren in een bepaalde grondstof. Via een aantal verscheidene wetenschappelijke onderzoeken trachten we een overzicht te geven van alle aspecten die verbonden zijn met het investeren in grondstoffen.

2 Definitie en classificatie

Een grondstof is een fysiek goed dat geruild kan worden met een goed van hetzelfde type en dat investeerders kunnen kopen of verkopen. Dit geschiedt meestal via een futurescontract.

Grondstoffen behoren tot de consumeerbare en transfereerbare activa. In tegenstelling tot aandelen en obligaties genereren ze geen continue kasstroom maar bezitten ze een economische waarde. Vele grondstoffen dienen als basis voor tal van eindproducten.

Figuur 7 geeft een overzicht van de diverse sectoren en individuele grondstoffen waarin je kan beleggen. Een veel gebruikt criterium om deze grondstoffen te classificeren bestaat in het onderscheid tussen harde en zachte grondstoffen. Harde grondstoffen zijn producten van de energie- en metaalsector. Zachte grondstoffen zijn veelal weersafhankelijk en bederfbaar en behoren tot de landbouwsector.

Figuur 7: Sectorindeling grondstoffenmarkt

Sector componenten					
Harde grondstoffen			Zachte grondstoffen		
Energie			Vee		
Metalen			Landbouw		
			Softs		Granen & Zaden
Brent olie	Aluminium	Goud	Koeien	Koffie	Azuki bonen
Ruwe olie	Chroom	Iridium	Varkens	Cacao	Gerst
Gas olie	Koper	Palladium	Kippen	Katoen	Canola
Steenkool	Lood	Platinum		Sinaasappel	Mais
Gas	Kwik	Osmium		Rubber	Gierst
Benzine	Nikkel	Rodium		Suiker	Haver
	Selenium	Ruthenium		Zijde	Oliezaden
	Tin	Zilver		Hout	Tarwe
	Titanium			Wol	Rijst
	Zink				Rogge
					Soja

Bron: Fabozzi et al. (2008)

3 Participeren in de grondstoffenmarkt

Je kan via diverse financiële instrumenten beleggen in grondstoffen. De meest belangrijke methoden zijn (1) directe investering in een fysiek goed; (2) indirecte investering in aandelen van bedrijven die grondstoffen ontginnen; (3) indices en fondsen; (4) investeren in grondstoffutures.

3.1 Directe investering

Directe aankoop met een fysieke levering wordt niet vaak gebruikt als methode om te investeren in grondstoffen. Een onmiddellijke levering of desnoods in twee dagen is echter praktisch onmogelijk voor dit soort beleggingen. Goud, zilver of platinum zijn uitzonderingen omdat ze geen grote opslagcapaciteit vereisen.

3.2 Indirecte investering via aandelen

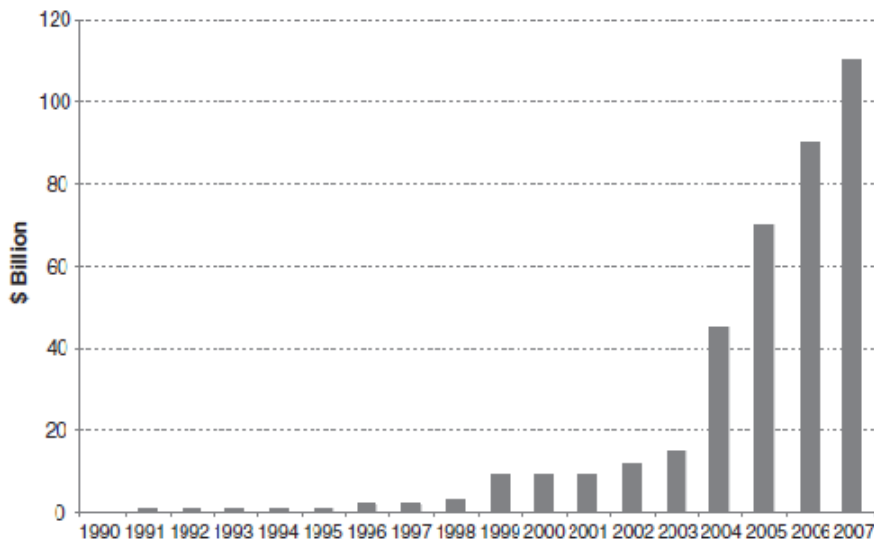
Een investering in grondstofaandelen kan ook opgevat worden als een alternatieve investeringsstrategie. Dit omdat het grootste deel van de winsten van deze bedrijven afkomstig is van het aan- en verkopen van fysieke grondstoffen. Door te investeren in aandelen zullen investeerders geen directe blootstelling van grondstoffen ondervinden. Daarentegen zijn ze wel onderworpen aan de persoonlijke eigenschappen en risico's van deze beursgenoteerde bedrijven. Een belegger is bijgevolg niet rechtstreeks blootgesteld aan grondstoffen omdat ondernemingen in dit marktsegment zich indekken tegen dergelijke blootstelling. Georgiev (2001) toont aan dat sectorspecifieke aandelen slechts minimaal gecorreleerd zijn met grondstofprijzen omdat de prijzen van grondstofaandelen niet volledig de prestatie van de markt weerspiegelen. Andere factoren zoals strategie, management, kapitaalstructuur en transparante informatie kunnen wel een grote rol spelen in de prijsbepaling van een aandeel. Tevens ben je ook onderworpen aan het operationeel risico van het bedrijf door onder andere een menselijke fout of technisch falen. Vermits deze vorm van investering behoort tot de traditionele beleggingen zullen we dit onderwerp in deze masterproef niet verder bespreken.

3.3 Indirecte investering via indices

Sommige investeerders wensen grondstoffen op te nemen in hun portefeuille maar willen geen futuresaccount openen. Deze investeerders kiezen de laatste jaren vaak voor een grondstoffenindex of een fonds dat zich baseert op een dergelijke index.

De populariteit van het investeren in grondstoffenindices is sinds de millenniumwisseling enorm toegenomen. Zoals we in figuur 8 kunnen zien is de hoeveelheid grondstoffenhandel in 5 jaar tijd van 15 miljard dollar in 2003 gestegen naar 115 miljard dollar in 2007.

Figuur 8: Grondstoffenindices uitgedrukt in dollars



Bron: Dunsby et al. (2008)

De populairste index onder de beleggers is de Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) opgericht door Goldman Sachs⁶ in 1991. De index werd in 2007 verkocht aan Standard and Poor's⁷ en is nu bekend als de S&P GSCI. Door deze enorme groei had elke gerenommeerde investeringsbank in 2007 haar eigen grondstoffenindex. Dit was het optimale tijdstip voor Goldman Sachs om zijn index te verkopen. Bijlage 1.1 bevat een overzicht van de meest befaamde grondstoffenindexen. Investeren in een grondstoffenindex kan ondermeer gebeuren via ETF's en certificaten. Deze twee afgeleide producten worden kort toegelicht in sectie 3.7 en 3.8.

Een belegger die investeert volgens de S&P GSCI, rekening houdend met de gewichten van deze index in elke grondstoffensector, behaalt hiermee een return vergelijkbaar met deze van de S&P 500 aandelenindex en een hogere return dan bij overheidsobligaties. Dit

⁶ Goldman Sachs is één van de meest toonaangevende investeringsbanken ter wereld.

⁷ Standard and Poor's beoordeelt de financiële markten en wordt vaak gebruikt als benchmark voor aandelen.

maakt de S&P GSCI index uitermate geschikt voor diversificatie. Tabel 3 geeft immers lage correlaties weer met de S&P 500 aandelenindex en U.S. obligaties (Dunsby et al. 2008). Bijlage 1.2 bevat een grafiek met de jaarlijkse returns van de S&P GSCI sinds 1970 tot en met 2006. Ondanks de diversificatievoordelen dient een investeerder in te calculeren dat prestaties uit het verleden geen garantie zijn voor toekomstige prestaties.

Tabel 3: Een analyse van de S&P GSCI return

Onderzoekperiode: Jan. 1970 -Dec. 2006	Totale return S&P GSCI	Totale return S&P 500	Totale return U.S. obligaties 10 jaar
Jaarlijkse return	11,51%	11,23%	8,25%
Gemiddelde maandelijkse return	1,06%	0,99%	0,69%
Standaardafwijking maandelijkse return	5,43%	4,39%	2,19%
Gemiddelde standaardafwijking	0,19	0,22	0,31
Beste maand	25,80%	16,80%	11,40%
Slechtste maand	-15,60%	-21,50%	-7,40%
Correlaties:			
<i>Totale return S&P GSCI</i>	1	-0,04	-0,07
<i>Totale return S&P 500</i>	-0,04	1	0,2
<i>Totale return U.S. obligaties 10 jaar</i>	-0,07	0,2	1

Bron: Dunsby et al. (2008)

3.4 Futures

Een investering in grondstoffen met behulp van futures is de meest toegepaste methode die professionele beleggers hanteren. Een futurescontract is een akkoord tussen twee partijen die overeenkomen een onderliggend actief in een bepaalde kwantiteit op een vaste datum aan een vooraf afgesproken prijs te leveren, te accepteren en te betalen. Het onderliggend actief van een futurescontract kan een bepaalde grondstof zijn zoals olie, graan, suiker, enz

Indien een investeerder wil speculeren op de prijs van een grondstof over 18 maanden zal hij gedurende deze periode verschillende futurescontracten moeten afsluiten. Het merendeel van de futurescontracten heeft een looptijd van één of drie maanden. Indien de investeerder deze 18 maanden wil overbruggen dient hij dus meerdere

futurescontracten af te sluiten. Deze manier van werken noemt met het doorrollen van futures (Hull, 2008).

Grondstoffutures worden geregistreerd op *exchange* markten over de hele wereld. De meest bekende *exchanges* zijn de Chicago Mercantile Exchange (CME), de New York Mercantile Exchange (NYMEX) en de London Metals Exchange (LME). Elk van deze *exchanges* zijn gekend om het soort grondstof dat zij aanbieden. De futures die verhandeld worden op deze *exchanges* zijn terug te vinden in tabel 4. Een aantal grondstoffen die in de tabel ontbreken worden niet meer verhandeld. Vroeger bestonden er zo ook futures voor eieren, aardappelen en kippen. Omwille van de onvoldoende vraag naar hun derivaten sloten investeerders voor deze grondstoffen geen futurescontracten meer af. Een negatieve return voor deze grondstoffen was volgens het onderzoek van Body en Rosansky (1980) zeker niet de reden voor hun verwijdering.

Tabel 4: Grondstoffutures en exchanges

Grondstof	Start datum	Exchange	Grondstof	Start datum	Exchange
Ruwe olie	5/31/83	NYMEX	Cacao	9/30/59	CSCE
Benzine	2/28/85	NYMEX	Koffie	5/31/75	CSCE
Mazout	2/29/80	NYMEX	Suiker	2/28/62	CSCE
Natural gas	5/31/90	NYMEX	Varkens	2/28/70	CME
Canola	4/30/90	WCE	Koeien	4/30/65	CME
Tarwe	8/31/59	CBOT	Koper	8/31/59	COMEX
Maïs	8/31/59	CBOT	Goud	1/31/75	COMEX
Sojabonen	8/31/59	CBOT	Zilver	2/28/67	COMEX
Sojameel	8/31/59	CBOT	Aluminium	2/29/80	LME
Soja-olie	8/31/59	CBOT	Zink	2/28/77	LME
Katoen	8/31/60	CSCE/NYBOT			

CBOT= Chicago Board of Trade

CSCE= Coffee, Sugar, Cocoa Exchange

Bron: Dunsby et al. (2008)

WCE=Winnipeg Commodity Exchange

COMEX= onderdeel van NYMEX

3.4.1 Futuresprijs en return

De afgesproken prijs in het contract wordt de futuresprijs genoemd. De futuresprijs wijkt af van de waarde van het contract. Deze bedraagt in het begin nul omdat bij afsluiting van het contract geen cash uitgewisseld wordt tussen beide partijen. Hoe wordt de futuresprijs dan wel bepaald? Omdat de futuresspotprijs van het onderliggend actief onbekend is, is het mogelijke om door een futurescontract de prijs van vandaag vast te

leggen. Bij het bepalen van een eerlijke futuresprijs zullen deelnemers in de markt de futuresprijs vergelijken met de spotprijs die verwacht kan worden bij maturiteit van het contract. Als de spotprijs hoger verwacht wordt bij maturiteit in vergelijking met vandaag, dan zal de huidige futuresprijs van het contract op een relatief hoger niveau geplaatst worden ten aanzien van de huidige spotprijs. Lager verwachte spotprijzen in de toekomst zullen resulteren in lagere huidige futuresprijzen. Een investeerder met een long positie⁸ in futures zal voordeel halen wanneer de spotprijs bij maturiteit hoger is dan verwacht en zal verliezen wanneer de spotprijs lager is dan verwacht. Een futurescontract is dus eigenlijk een soort van weddenschap op de spotprijs bij maturiteit. Door een futurescontract af te sluiten aanvaard je per definitie het risico op onverwachte bewegingen in de futuresspotprijs (Hull, 2008).

Welke return kan een investeerder dan behalen als hij zijn voordeel niet kan halen uit bewegingen van de spotprijs? Het antwoord is de risicopremie of de **verwachte** pay-off. Dit is het verschil tussen de verwachte futuresspotprijs en de futuresprijs van het contract. De **gerealiseerde** pay-off is de risicopremie plus een mogelijk onverwachte afwijking van de futuresspotprijs en de verwachte futuresspotprijs.

Of in formulevorm:

Gerealiseerde pay-off = (verwachte futuresspotprijs – futuresprijs van het contract) + (futuresspotprijs – verwachte futuresspotprijs)

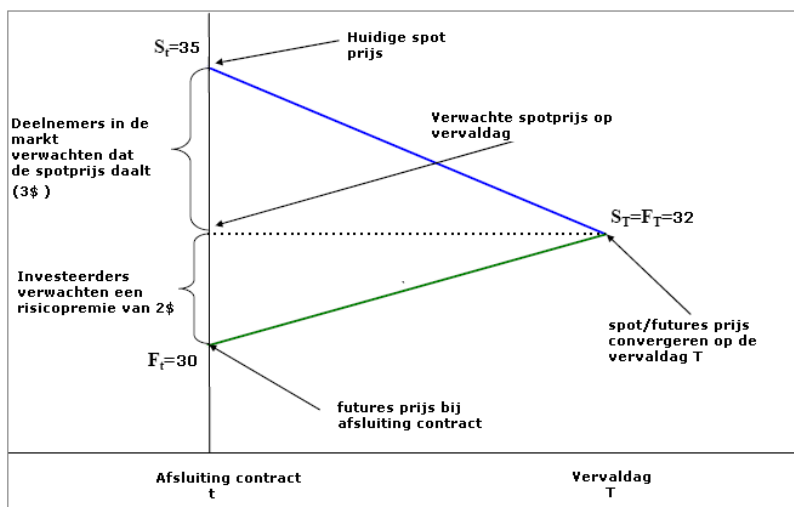
Het volgend voorbeeld zal de theorie verduidelijken. Stel de spotprijs van olie is vandaag \$35 per vat. Daarbij verwachten de deelnemers van de oliemarkt dat de prijs van olie na drie maanden \$32 zal zijn. Om investeerders aan te trekken zal de futuresprijs vastgelegd worden op \$30. Er is dus een korting gegeven ten opzichte van de verwachte futurespotprijs. Het verschil tussen de verwachte futurespotprijs en de futuresprijs van het contract zijnde \$2, is de risicopremie die de investeerder hoopt te verdienen omdat hij een prijsrisico op korte termijn aangaat.

Stel nu dat op de vervaldag (T) olie op de markt verhandeld wordt aan \$32 per vat. Een investeerder in fysieke grondstoffen, heeft op dat moment \$3 per vat verloren (\$35 - \$32). Een investeerder die een futurescontract (long positie) heeft aangegaan maakt per

⁸ Een long positie zal ervoor zorgen dat je het onderliggend goed in de toekomst tegen de vooraf afgesproken futuresprijs zal kopen. De achterliggende gedachte is het onderliggend actief tegen een lage prijs in de toekomst aan te kopen om het onmiddellijk aan een hogere futurespotprijs te verkopen.

vat echter op hetzelfde tijdstip een winst van \$2 (\$32 - 30\$) plus \$0 (\$32 - \$32). Dit zijn de behaalde resultaten als de verwachte futuresspotprijs van \$32 gerealiseerd wordt. Stel nu dat die verwachte prijs van \$32 niet gerealiseerd wordt maar dat de prijs van olie \$31 per vat is op tijdstip T. Dan zou de gerealiseerde return slechts \$1 bedragen. Immers wordt de gerealiseerde return berekend als de som van de risicopremie (\$32 - \$30) en het verschil tussen de echte spotprijs op tijdstip T en de verwachte futuresspotprijs (\$31 - \$32).

Figuur 9: Voorstelling gerealiseerde return futurescontract



Bron: eigen verwerking

3.4.2 Deelnemers futuresmarkt

Er zijn drie soorten deelnemers in de futuresmarkt. Voor eerst zijn er de speculanten die wedden op een toekomstige beweging van de prijs van een goed. Ten tweede heb je de hedgers die proberen het risico van prijsschommelingen van een onderliggend goed te elimineren door in te tekenen op futurescontracten. Ter illustratie kan een producent van tarwe, die zich wenst in te dekken tegen een prijsdaling, een hedger zijn. In dit geval neemt de hedger een *short positie*⁹ om zijn tarwe aan een vastgelegde prijs in de toekomst te verkopen. Deze prijs moet nochtans voldoende attractief en interessant zijn voor speculanten om het contract te accepteren of een *long positie* aan te gaan. Om speculanten te belonen voor het aangaan van zo'n risicovolle positie zal de futuresprijs, in het geval dat hedgers een short positie aangaan, kleiner moeten zijn dan de verwachte

⁹ Short positie is een toestand waarin een investeerder een onderliggend goed wenst te verkopen in de toekomst

futuresspotprijs. Ten slotte zullen investeerders, die uit zijn op arbitrage, een voordeel proberen te halen uit prijsverschillen die ontstaan op verschillende markten (Scrivivasan, 2008).

3.4.3 Contractgrootte en onderhoudsmarge

De contractgrootte van een futurescontract is gestandaardiseerd in vaste hoeveelheden door de *exchange trade*. Stel bijvoorbeeld dat twee investeerders afspreken om een grondstof in de toekomst te verhandelen tegen een afgesproken prijs. Eén van de investeerders krijgt bijvoorbeeld gedurende de looptijd spijt van deze overeenkomst en wil uitstappen. Deze situatie kan niet gebeuren omdat er een marge wordt voorzien die afhankelijk is van de prijs en de volatiliteit van het contract. Deze initiële marge ligt doorgaans tussen 2% en 10% en wordt de *margin account* genoemd. Na iedere dag wordt deze marge aangepast om de winst of verlies van de investeerder te reflecteren. Om ervoor te zorgen dat de *margin account* niet negatief wordt, voorziet men een onderhoudsmarge. Als de balans van de *margin account* onder de onderhoudsmarge valt door prijsvariaties, kan de broker een *margin call* uitroepen waardoor de investeerder de balans moet aanvullen tot aan de initiële marge (Hull, 2008).

3.4.4 Levering

Tijdens de looptijd van het contract kunnen er zich twee situaties voordoen. Ten eerste kan er een levering plaatsvinden op maturiteitsdatum. Dit komt slechts in 2% van de gevallen voor. Ten tweede kunnen investeerders hun positie voor einddatum afsluiten door een tegengestelde positie van hun contract in te nemen. Dit komt erop neer dat een long positie gesloten kan worden door een short positie in te nemen en omgekeerd. Personen die in futures beleggen, kunnen profiteren van prijsbewegingen van de onderliggende grondstof zonder dat ze moeten voldoen aan de logistieke eisen. Een investeerder kan het futurescontract kopen wanneer hij verwacht dat de prijs van het onderliggend goed in de toekomst zal stijgen en zal een futurescontract verkopen wanneer hij verwacht dat de prijs zal dalen. Verder worden de futuresmarkten gekenmerkt door een hoge graad van liquiditeit en lage transactiekosten. Een belegger kan via deze manier op elk ogenblik zijn of haar positie (long of short) bepalen zonder dat hij of zij rekening moet houden met bepaalde eisen. Door deze hoge mate aan flexibiliteit wordt deze manier van investeren in grondstoffen het meest toegepast. Daarom zullen de volgende hoofdstukken uitgewerkt worden vanuit het standpunt van

een investeerder die wenst te investeren in grondstoffen via futures (Fabozzi et. al, 2008).

3.4.5 Termijnstructuur

Grondstoffutures hebben een termijnstructuur die gelijkaardig is aan die van interestvoeten. De curve van de termijnstructuur kan zowel omlaag als omhoog lopen. Het verloop van deze curve wordt bepaald door de acties van hedgers en speculanten. Door middel van een voorbeeld wordt het verschil nader toegelicht.

Wanneer de huidige futuresprijs (F_0) lager is dan de huidige spotprijs (S_0) dan is de futuresmarkt in backwardation. Grondstoffenmarkten in backwardation hebben naar beneden lopende curven.

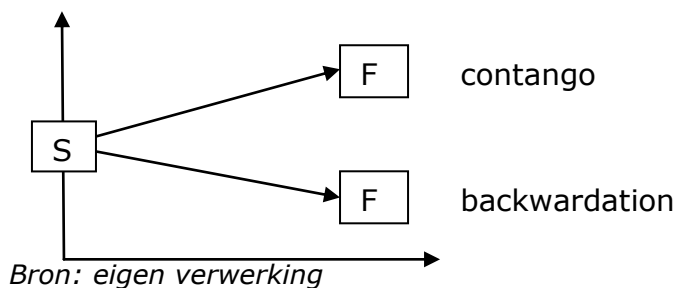
$$S_0 > F_0$$

De omgekeerde situatie van een grondstoffenmarkt in backwardation is een *contango* markt. De huidige futuresprijs F_0 is groter dan de huidige spotprijs S_0 .

$$S_0 < F_0$$

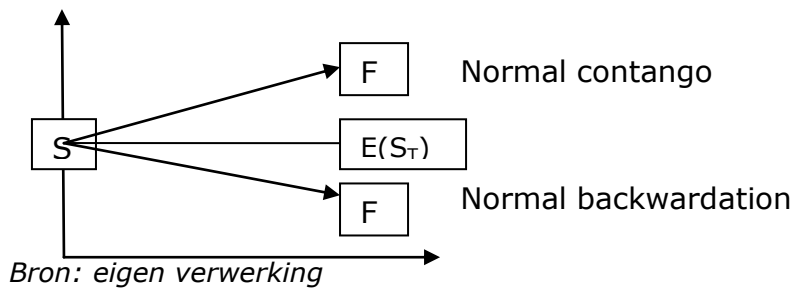
Contango futuresmarkten hebben een opwaarts lopende curve. Figuur 10 illustreert beide theoretische markten (Hull, 2008).

Figuur 10: Backwardation en contango



Buiten voorgaande termijnstructuren bestaan er nog twee andere termijnstructuren die voor moeilijkheden zorgen, namelijk normal contango en normal backwardation. Deze twee termijnstructuren zijn op dit moment niet te achterhalen. Deze twee termijnstructuren kunnen enkel op termijn bepaald worden en hebben betrekking op de relatie tussen de huidige futuresprijs (F_0) en de verwachte futuresspotprijs $E(S_T)$. De markt bereikt een consensus over wat de futuresspotprijs zal zijn.

Figuur 11: Normal backwardation en normal contango



We trachten beide termijnstructuren te verhelderen aan de hand van een voorbeeld. ExxonMobil is een bedrijf dat petroleum produceert. Het is daarom blootgesteld aan de prijsontwikkeling van ruwe olie aangezien ruwe olie de basis vormt van petroleum. Derhalve bestaat er dus een risico voor ExxonMobil van dalende prijzen inzake ruwe olie. Om dit risico te reduceren, zal het bedrijf futurescontracten van ruwe olie verkopen. Door futurescontracten te verkopen kan het haar prijsrisico onderscheiden van haar ondernemingsrisico (de bekwaamheid om ruwe aardolie te ontdekken, te raffineren en te verkopen). Door te hedgen kan ExxonMobil haar kapitaal beter voor haar ondernemingsrisico aanwenden in plaats van een kapitaalreserve aan te houden als bescherming tegen prijsfluctuaties. Aan de andere kant van een dergelijk contract is er de speculant die het prijsrisico geassocieerd met het aankopen van een futurescontract wil dragen. Als ExxonMobil haar risico door zo een transactie wil transfereren naar de speculant, dan zal de speculant gecompenseerd moeten worden voor het risico dat hij neemt. De speculant wordt gecompenseerd door het kopen van een contract aan een lagere prijs dan de verwachte futuresspotprijs. De speculant wordt op die manier vergoed met het verschil tussen de futuresprijs van het contract en de verwachte futuresspotprijs. Dit kan uitgedrukt worden als:

$$E(S_T) > F_0$$

Met $E(S_T)$ = verwachte futuresspotprijs van de onderliggende grondstof op tijdstip T

F_0 = overeengekomen prijs van het futurescontract dat betaald moet worden op tijdstip T

Als de ongelijkheid van de vergelijking op het moment van maturiteit van het futurescontract nog steeds bestaat dan zal de speculant een rendement behalen van $F_0 - E(S_T)$. Nochtans kan de speculant ook een bedrag van $F_0 - E(S_T)$ verliezen indien de prijs

van het contract de spotprijs op tijdstip T overschrijdt. Om te verzekeren dat de speculant op reguliere basis voor het risico gecompenseerd wordt, zal de futuresprijs F_0 voldoende lager moeten zijn dan de verwachte futuresspotprijs $E(S_T)$. Deze toestand in de futuresmarkt wordt *normal backwardation* genoemd. Hoe langer de termijn van het futurescontract des te groter de verlaging is van de contractprijs ten opzichte van de verwachte futuresspotprijs op tijdstip T omdat de speculant het risico gedurende een langere periode moet dragen.

De omgekeerde situatie van een grondstoffenmarkt in normal backwardation is een normal *contango* markt. De futuresprijs F_0 is groter dan de verwachte futuresspotprijs $E(S_T)$ (Fabozzi et al., 2008).

$$E(S_T) < F_0$$

3.5 Opties

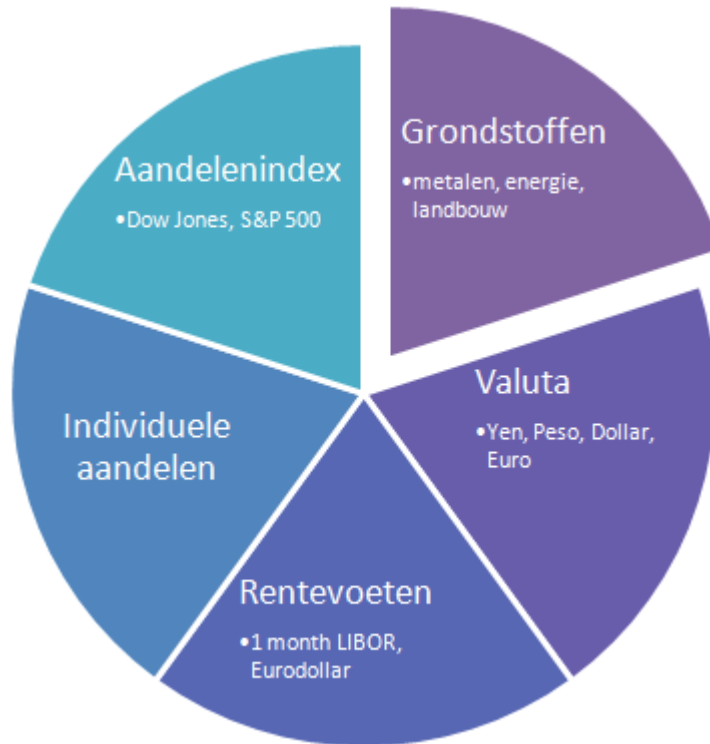
Een optie is ook een alternatief product dat men kan aanwenden om te investeren in grondstoffen. Er bestaan twee soorten opties: call opties en put opties. Een call (put) optie geeft de houder het recht om een activa te kopen (verkopen) op een bepaalde datum aan een bepaalde prijs. De houder van een optie hoeft dit recht niet uit te oefenen. Hierin verschilt een optie met een futurescontract. De houder van een futurescontract is verplicht om een onderliggend actief te (ver)kopen op een bepaalde dag in de toekomst aan een bepaalde prijs. Daarentegen kost het niets (behalve de onderhoudsmarge) om een futurescontract af te sluiten terwijl een investeerder, die handelt met opties, vooraf een premie moet betalen. Deze premie is verloren indien hij zijn recht op eindvervaldag niet uitoefent (Hull, 2008).

3.6 Managed futures

Beleggen in grondstoffen via futurescontracten is niet geschikt voor alle investeerders. Kennis is een vereiste voor het traden van futures omdat je meer geld kunt verliezen dan de hoeveelheid geld die je hebt ingelegd voor een bepaalde futurespositie. Door de hefboomwerking kan het verlies of de winst veel groter zijn dan wanneer je het geld direct zou beleggen in de onderliggende waarde. Een manier om dit te vermijden is het investeren in een managed futures fonds. Een managed futures fonds wordt beheerd door commodity trading advisors (CTA's). Deze gebruiken de globale futures- en optiemarkt als hun investeringsmedium. Dit fonds maakt voornamelijk gebruik van grondstoffutures. Verder diversifieert men dit fonds door futures van internationale

valuta, interestvoeten en aandelenindexen te gebruiken. Trading advisors kunnen bijgevolg gebruik maken van diverse producten en internationale markten om winst te maken en risico te reduceren (Jobman, 2002).

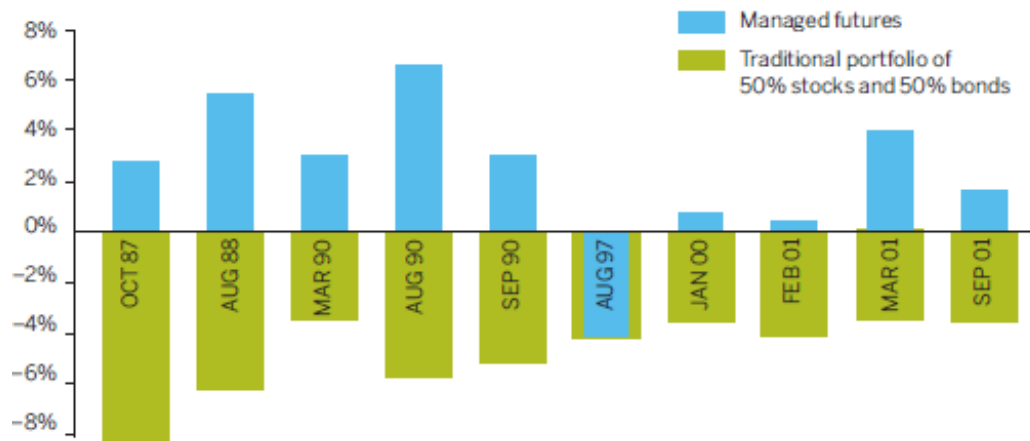
Figuur 12: Diversificatie van een managed futures fonds



Bron: CME Group (2008)

Een managed futures fonds kan enkele voordelen bieden voor een goed gediversifieerde portefeuille. Het heeft het potentieel om het totaal risico van een portefeuille te doen dalen. Tevens kan het de totale return van de portefeuille verhogen. De trading advisors kunnen winst genereren in stijgende en dalende markten omdat ze de mogelijkheid hebben om zowel long als short te gaan in respectievelijk een stijgende en een dalende markt. De mogelijkheid om zowel long als short te gaan en hun decorrelatie met aandelen en obligaties, maakt dat ze meestal goed presteren in perioden waar de traditionele beleggingen slecht renderen. Dit kan u tevens waarnemen in figuur 13. Hurst et al. (2010) tonen in hun rapport aan dat managed futures in 2008 het beter hebben gedaan in vergelijking met traditionele en andere alternatieve beleggingen. Als een "goede huisvader" belegger bent u tevreden geweest met een opname van managed futures in uw portefeuille tijdens deze periode.

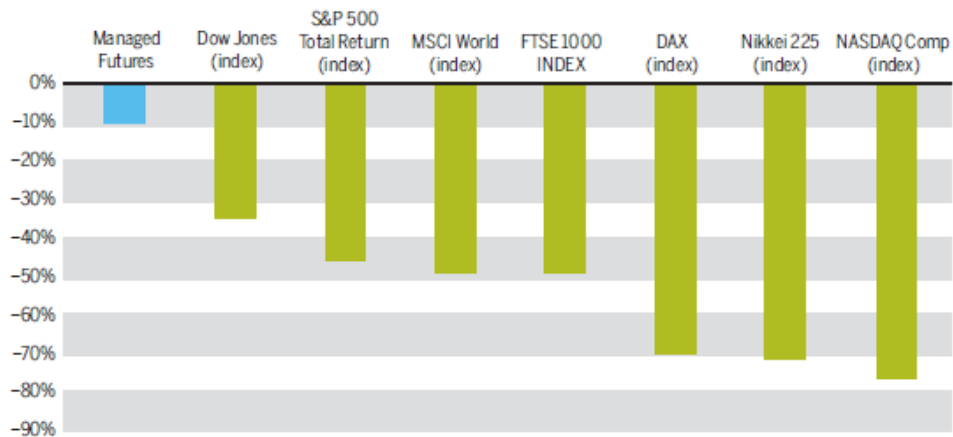
Figuur 13: Managed futures in vergelijking met een traditionele portefeuille



Bron: CME Group (2008)

Toch heeft ook een managed futures fonds te kampen met negatieve returns in bepaalde jaren. Maar omdat CTA's zowel long als short kunnen gaan en typisch gebruik maken van stop-loss limieten kunnen ze hun maximaal verlies beperken in vergelijking met andere investeringen.

Figuur 14: Ergste dalingen van verschillende activaklassen



Bron: CME Group (2008)

3.7 Exchange Traded Commodities

Naast een managed futures fonds bestaan er sinds 2001 in Europa ook Exchange Traded Commodities (ETC's). ETC's werken op dezelfde manier als Exchange Traded Funds¹⁰.

¹⁰ ETF's is een fonds van certificaten van verschillende aandelen, obligaties en andere activa verhandeld op de beurs (Yahoo Finance).

ETC's of trackers zijn handig voor investeerders die regelmatig aandelen verhandelen en geen future-account willen openen. ETC's tracken de prestatie van een onderliggende grondstoffenindex van een bepaalde grondstof of groep van grondstoffen. Dit is eigenlijk een alternatief voor een indexbeleggingsfonds, maar dan met minder kosten aan verbonden. In bijlage 1.3 vindt u een overzicht van recent geopende ETF's met bijhorende marktkapitalisatie. Deze figuur maakt duidelijk dat deze fondsen minder gehanteerd worden in vergelijking met andere methodes (Dunsby et al., 2008).

3.8 Certificaten

Certificaten die in grondstoffen investeren, worden meestal door een financiële instelling uitgegeven om te investeren in een grondstoffenindex. De beheerders van deze certificaten maken gebruik van de futuresmarkt om te participeren in de grondstoffenmarkt. Het voordeel van certificaten is dat de financiële instelling de futures automatisch doorrollen in de tijd in ruil voor inschrijfgeld dat de particuliere investeerder moet betalen. Op deze manier hoeft de particuliere investeerder geen tijd te spenderen aan het doorrollen van futurescontracten (Fabozzi et al., 2008).

3.9 Turbo's

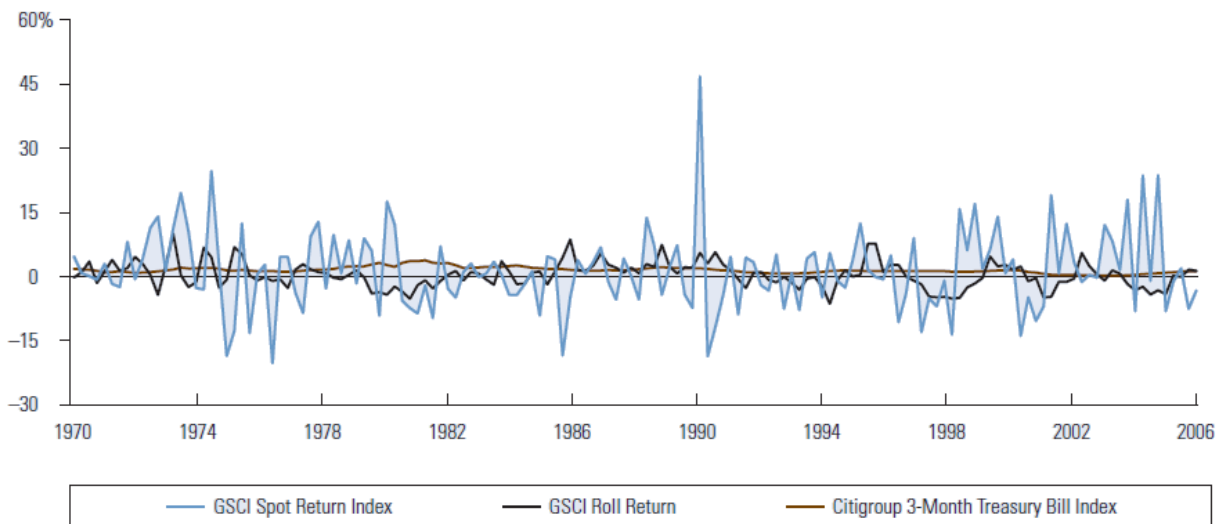
Een investeerder die wil beleggen in grondstoffen kan ook gebruik maken van turbo's. Met een relatief kleine inleg kan een investeerder grote winsten maar ook verliezen maken. Een gedeelte van de onderliggende waarde wordt gefinancierd door de bank waarop de belegger rente betaalt. Om het risico van de bank te beperken, wordt er meestal een stop-loss order ingebouwd. Zodra de koers van de onderliggende waarde onder een bepaald niveau daalt, wordt de turbo verkocht. Op deze manier kunnen grote verliezen beperkt worden. Turbo's worden ondermeer uitgegeven door ABN Amro bank. Turbo's van diverse activaklassen zijn beschikbaar via hun website (ABN Amro, 2010).

4 Return componenten van grondstoffutures

Om over verwachtingen te beschikken omtrent toekomstige futuresreturns dient een investeerder de verschillende componenten ervan te begrijpen. De totale return van een futures bestaat uit vier componenten: *spot return*, *roll return*, *collateral return* en *rebalancing return*. Figuur 15 stelt de evolutie van drie van deze returncomponenten voor in de periode 1970 tot en met 2006.

- De *spot return* reflecteert de prijsverandering van de onderliggende grondstof. Spotprijzen worden gedreven door vraag en aanbod en zijn vrij volatiel.
- Vaak proberen investeerders het risico van een futurescontract te beperken door *collateralization*. Dit kan een belegger realiseren door het aankopen van risicovrije investeringen.
- *Roll return* is de winst of het verlies geassocieerd met het vroegtijdig verkopen van een futurescontract om dit te vervangen door een ander futurescontract. Als de prijs van een verkocht contract kleiner is dan van een aangekocht contract ontstaat er een negatieve roll return.
- *Rebalancing return* is het gevolg van diversificatie van een portefeuille bestaande uit verschillende futurescontracten.

Figuur 15: Kwartaal component futuresreturn 1970-2006



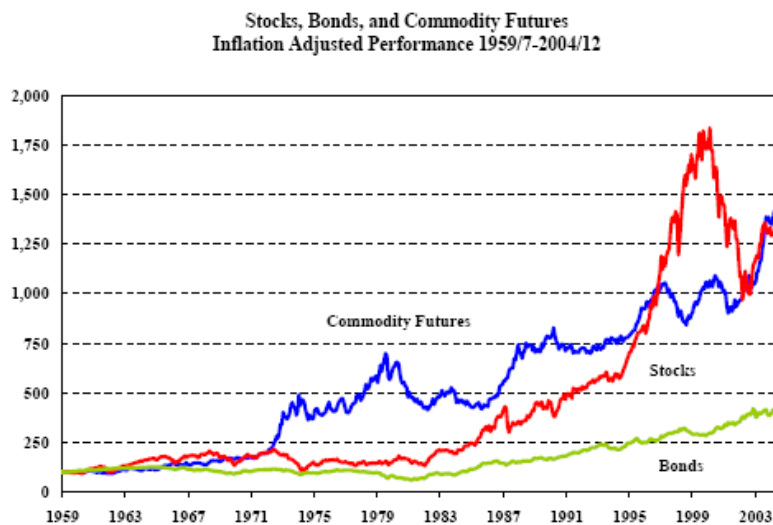
	GSCI Spot Return Index	GSCI Roll Return	Citigroup 3-Month Treasury Bill Index
Average quarterly volatility	9.32%	3.03%	0.72%
Average quarterly return	1.33	0.41	1.52

Bron: Stockton (2007)

4.1 Return en risico in vergelijking met andere financiële activa

Gorton en Rouwenhorst (2005) creëerden gedurende de periode 1959 tot 2004 maandelijks een over de sectoren gelijk verdeelde index van grondstoffutures. Ze kwamen in hun onderzoek tot het besluit dat tijdens hun studieperiode de grondstoffutures dezelfde jaarlijkse return en Sharpe ratio hadden als Amerikaanse aandelen. De Sharpe ratio wordt gedefinieerd als de extra return van een investering in vergelijking met een korte termijn risicoloze overheidsobligatie (T-bill), gedeeld door de standaarddeviatie van deze investering. Zowel aandelen als grondstoffutures presteerden in de bewuste periode beter dan obligaties. Bovendien beschikken aandelen en grondstoffutures over een hogere volatiliteit dan obligaties. Verder constateren we dat tijdens de jaren '70 en '80 grondstoffutures beter presteerden dan aandelen. Deze situatie keerde zich om tijdens de jaren '90 maar sinds de eeuwwisseling is er sprake van gelijklopende prestaties.

Figuur 16: Vergelijking futures met aandelen en obligaties



Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

In Tabel 5 krijg je een samenvattend overzicht van de risicopremies van de drie activaklassen. De t-statistiek is een indicatie dat de gemiddelde risicopremie al dan niet verschillend is van 0. In deze tabel kan je zien dat de gemiddelde historische risicopremie van grondstoffutures tussen 1959 en 2004 ongeveer 5% bedraagt met een t-statistiek (2,92 > 1,96) die duidt op een gemiddelde verschillend van 0.

Tabel 5: Risicopremies van grondstoffutures, aandelen en obligaties

Onderzoekperiode: maandelijkse returns (omgezet naar jaren) 1959/7 - 2004/12			
	Grondstoffutures	Aandelen	Obligaties
Gemiddelde	5,23%	5,65%	2,22%
Standaardafwijking	12,10%	14,85%	8,47%
T-statistiek	2,92	2,57	1,77
Sharpe ratio	0,43	0,38	0,26
% returns > 0	55%	57%	54%

Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

Tabel 6 is een overzicht betreffende de distributie van de maandelijkse returns van grondstoffutures, aandelen en obligaties. De tweede rij in deze tabel toont aan dat de historische totale return van grondstoffutures kleiner is dan de return van de S&P 500. Dit verklaart meteen ook de hogere Sharpe ratio in tabel 5. Verder kan je opmerken dat de financiële returns afwijken van een gewone normaalverdeling. De distributie van de returns wordt dus niet enkel beschreven door het gemiddelde en de standaardafwijking. Bijgevolg tonen tabel 6 maar ook figuur 17 aan dat de returns van grondstoffutures een positieve scheefheid vertonen terwijl aandelen een negatieve scheefheid in hun distributie bezitten. Dit betekent dat proportioneel gezien aandelen meer gewicht hebben in de linker staart van de returndistributie terwijl grondstoffutures meer gewicht hebben in de rechter staart van de verdeling. Grondstoffutures vertonen daarenboven ook een hogere kurtosis¹¹. Dit duidt op meer returns verkregen in de staarten in vergelijking met een returndistributie die normaal verdeeld is. Gebeuren ten opzichte van het risicobeheer deze gebeurtenissen voor beide activa in de staart simultaan of zijn ze onafhankelijk van elkaar? Een antwoord op deze vraag kan je terugvinden in sectie 5.2 die ondermeer de correlaties tussen de verschillende activa bestudeert.

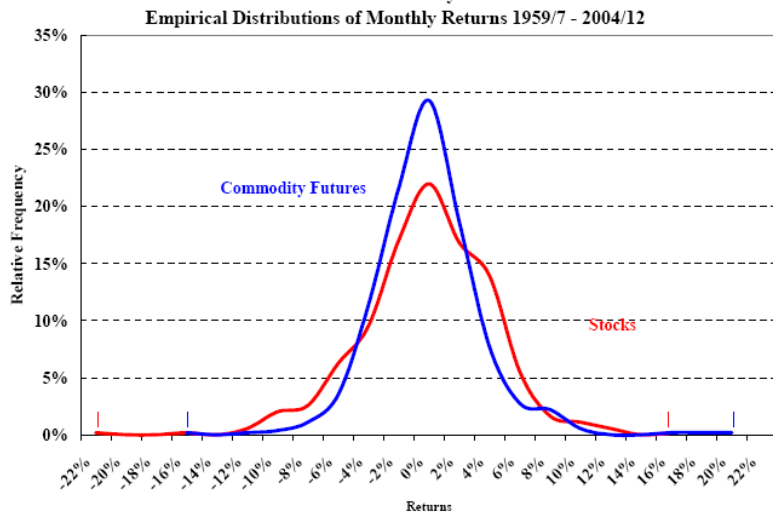
Tabel 6: Maandelijkse returns van grondstoffutures, aandelen en obligaties

Onderzoekperiode: distributie van de maandelijkse procentuele returns 1959/7 - 2004/12			
	Grondstoffutures	Aandelen	Obligaties
Gemiddelde return	0,89	0,93	0,64
Standaardafwijking	3,47	4,27	2,45
Skewness	0,71	-0,34	0,37
Kurtosis	4,53	1,81	3,56

Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

¹¹ Kurtosis is de mate van piekvormigheid in een verdeling.

Figuur 17: Verdeling return grondstoffutures en aandelen



Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

5 Strategische motivaties voor het investeren in grondstoffen

Er kunnen diverse motivaties gegeven worden voor het houden van grondstoffutures in een portefeuille van aandelen en obligaties. De mogelijkheid om risicopremies te verdienen, de lage correlatie van grondstoffen met traditionele financiële activa en de bescherming tegen inflatie en conjunctuurcyclus zijn enkele redenen die beleggers stimuleren om te investeren in grondstoffen.

Om succesvol te zijn, heeft een investeerder inzicht nodig in de determinanten die de prijs van grondstoffen bepalen. De prijzen van grondstoffen zijn onderhevig aan macro-economische factoren die gemeenschappelijk zijn voor alle grondstoffen. Macro-economische factoren zoals onder andere inflatie, interestvoeten en industriële productie hebben een effect op vraag en aanbod en dus ook op de huidige en verwachte prijzen. In de volgende sectie gaan we naast de strategische motivaties ook dieper in op de macro-economische omgeving die van invloed kan zijn op een beslissing tot het investeren in grondstoffen. Daarnaast beschrijven we ook de relatie van grondstoffen met de traditionele beleggingen.

5.1 Risicopremies

In de eerste plaats zullen investeerders beleggen in futures met het oog op het behalen van een risicopremie. Deze premie is het verschil tussen de verwachte futuresspotprijs bij maturiteit en de futuresprijs van het contract.

Fama and French (1987) tonen in hun onderzoek aan dat een investering in één grondstof geen consistente risicopremies verschaft terwijl een portefeuille van futures in verschillende grondstoffensectoren wel significante risicopremies opbrengt. Dit is te verklaren doordat diversificatie tussen grondstoffen het risico van de portefeuille doet dalen evenwel zonder dat de return daalt. Fabozzi et al. (2008) geven in hun boek een voorbeeld dat deze theorie ondersteunt. Zo tref je in tabel 7 verschillende individuele grondstoffen aan met elk hun gemiddelde return over de totale periode waarop telkens t-statistieken berekend zijn. De futurescontracten van de Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) zijn eveneens vermeld om de collectieve prestatie van grondstoffen te onderstrepen.

Tabel 7: Samenvattende statistieken van de maandelijkse returns tussen juli 1996 en juni 2006

	Gemiddelde	T-statistiek	Standaardafwijking	Skewness	Kurtosis
Aandelen	0,0064	1,5446	0,0451	-0,4814	0,3350
Obligaties	0,0057	5,3652	0,0117	-0,5527	0,9007
T-bills	0,0030	22,7571	0,0015	-0,3038	-1,4070
Maïs	-0,0112	-1,8798	0,0652	0,0536	-0,0535
Soyabonen	0,0070	1,0729	0,0711	-0,0364	0,8091
Tarwe	-0,0105	-1,7495	0,0660	0,2733	-0,3778
Ruwe olie	0,0225	2,5855	0,0951	0,1671	0,3605
Zilver	0,0091	1,3623	0,0731	-0,0932	0,6225
Goud	0,0050	1,3230	0,0417	0,7701	1,1927
Koper	0,0171	2,4418	0,0768	1,1049	2,5822
Varkens	-0,0008	-0,1066	0,0842	-0,1089	1,4314
Koeien	0,0085	2,1224	0,0440	-1,2621	6,5614
GSCI	0,0135	2,4465	0,0587	0,1462	-0,3506

Bron: Fabozzi et al. (2008)

Zeven van de negen grondstoffen hebben een positieve return terwijl maïs, tarwe en varkens een negatieve return bezitten. Ook levert de GSCI index een positieve return op. De resultaten van dit voorbeeld zijn consistent met de studies die beweren dat de returns van individuele grondstoffen variëren, terwijl de return van de GSCI index positief blijkt te zijn. Het bevestigt zonder meer voorgaande theorie, die zegt dat het beleggen in verschillende grondstoffutures leidt tot het behalen van een positieve risicopremie.

5.2 Diversificatievoordeel

Verscheidene studies tonen de voordelen van het opnemen van grondstoffutures in een gediversifieerde portefeuille. De algemene risico- en returnkenmerken van een goed gediversifieerde portefeuille zullen voornamelijk bepaald worden door de relatie die de verschillende activaklassen onderling met elkaar hebben. Wanneer je wil investeren in een nieuwe activaklasse is het noodzakelijk dat je de relatie van het nieuwe activa met de huidige activaklassen in de portefeuille onderzoekt (Kat and Oomen, 2006). Niet het aantal investeringen in een portefeuille is belangrijk maar wel de relatie tussen de verschillende investeringen. De aankoop van bijvoorbeeld vijftien technologieaandelen is niet bepaald diversifiërend te noemen. Want als de technologiesector een klap te verwerken krijgt, zal de waarde van de portefeuille dalen ongeacht het aantal verschillende technologieaandelen. Je moet daarom proberen een portefeuille op te

bouwen die bestand is tegen diverse marktveranderingen door te beleggen in verschillende activaklassen en sectoren. Een portefeuille bestaande uit aandelen, obligaties en futurescontracten is dus een goed uitgangspunt. Bodie en Rosanky (1980) concludeerden in hun studie dat een allocatie van 40% grondstoffutures het risico van de portefeuille significant doet dalen en tegelijkertijd de verwachte return relatief doet stijgen in vergelijking met een portefeuille van alleen maar aandelen. Kaplan en Lummer (1998) toonden van hun kant aan dat een opname van GSCI in een gediversifieerde portefeuille van aandelen en obligaties resulteerde in een stijging van de verwachte return en een daling van het risico. Stockton (2007) heeft op zijn beurt drie fictieve portefeuilles gecreëerd om het diversificatievoordeel te onderzoeken. Portefeuille 1 bestaat uit 60% aandelen en 40% obligaties. Portefeuille 2 bevat 70% aandelen en 30% obligaties en portefeuille 3 omvat 62.5% aandelen, 27.5% obligaties en 10% grondstoffutures. Tabel 8 is een weergave van de return en volatiliteit van de drie portefeuilles.

Tabel 8: Risico en return profiel voor hypothetische portefeuilles: 1983-2006

Naam portefeuille:	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3
Bestaande uit:	60% aandelen	70% aandelen	62,5% aandelen
	40% obligaties	30% obligaties	27,5% obligaties
			10% gs futures
Gemiddelde return	11.3%	11.7%	11.8%
Gem. return slechtste jaar	-8.4%	-11.5%	-7.7%
Volatiliteit	10.5%	11.8%	10.5%

Bron: Stockton (2007)

Uit de analyseresultaten blijkt dat portefeuille 1 vanaf 1983 tot 2006 een gemiddelde jaarlijkse return heeft opgebracht van 11,3% met een volatiliteit van 10,5%. Daarentegen heeft portefeuille 3 die minder obligaties opneemt een return opgebracht van 11,8% met ook een volatiliteit van 10,5%. Daarenboven is de gemiddelde return van het slechtste jaar van portefeuille 3 (-7,7%) minder negatief in vergelijking met portefeuille 1 (-8,4%). Doordat een investeerder grondstoffen in zijn portefeuille opneemt, zal hij gemiddeld 0,5% meer return realiseren zonder dat hij daarbij een stijging in volatiliteit veroorzaakt. Ten slotte levert de vergelijking tussen portefeuille 2 en 3 overeenkomstige conclusies (Stockton, 2007).

Diverse onderzoeken tonen aan dat grondstoffutures laag en negatief gecorreleerd zijn met aandelen en obligaties waardoor een hogere return kan behaald worden bij een lager

risico. Kat and Oomen (2006) bevestigen in hun onderzoek dat er twee redenen bestaan waarom grondstoffen negatief gecorreleerd zijn met aandelen en obligaties. In plaats van lange termijn economische voorspellingen, die belangrijk zijn voor de aandelenmarkt, worden prijzen van grondstoffen vooral bepaald door de huidige economische activiteit. Dit impliceert dat grondstoffen het best presteren gedurende een expansie en het slechts tijdens een recessie. Daarnaast worden grondstoffen in tegenstelling tot aandelen en obligaties beïnvloed door drastische maatregelen of gebeurtenissen. Het volgend voorbeeld zal dit verduidelijken. Stel bijvoorbeeld dat de OPEC het aanbod van olie onverwacht inkrimpt. Door deze maatregel zal de prijs van olie plots stijgen hetgeen een positieve return kan opleveren voor een investeerder die een long positie van een oliefuture heeft afgesloten.

Gorton en Rouwenhorst (2005) onderzochten de correlatie van grondstoffutures met aandelen en obligaties over diverse tijdshorizonnen. Tabel 9 is een illustratie van de verschillende correlaties per maand, per kwartaal, jaarlijks en over een interval van 5 jaar.

Tabel 9: Correlatiecoëfficiënten grondstoffutures

Correlatie tussen returns van grondstoffutures met aandelen, obligaties en inflatie			
Onderzoeksperiode: 1959/7 - 2004/12			
	Aandelen	Obligaties	Inflatie
Maandelijks	0,05	-0,14	0,01
Kwartaal	-0,06	-0,27	0,14
1 jaar	-0,10	-0,30	0,29
5 jaar	-0,42	-0,25	0,45

Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

Uit tabel 9 blijkt dat over alle periodes, behalve maandelijks tegenover aandelen, de totale return van grondstoffutures negatief gecorreleerd is met de return van de aandelen en obligaties. Deze cijfers tonen dus aan dat grondstoffutures een effectief diversificatiemiddel zijn voor een portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties. Verder kan je vaststellen dat de negatieve correlatie tussen futures en hetzij aandelen hetzij obligaties stijgt naarmate de tijdshorizon toeneemt. Dit impliceert dat het diversificatievoordeel omvangrijker zal zijn wanneer je over een extensievere periode in zowel futures als traditionele beleggingen zou investeren.

Teruggekoppeld naar figuur 17 op bladzijde 34 zien we dat aandelen meer neerwaarts risico vertonen in vergelijking met grondstoffutures. Een belangrijke vraag die we ons als investeerder moeten stellen is: blijft de negatieve correlatie tussen aandelen en grondstoffutures bestaan als het rendement van aandelen laag of zelfs negatief is?

Tijdens de financiële crisis van 2008/2009 hebben we ervaren dat de beurzen slecht gepresteerd hebben. De vraag is of het tijdens een dergelijke crisisperiode zinvol zou zijn om te investeren in grondstoffen aangezien immers in zulke periode diversificatie juist dan het meest waardevol is. Gorton en Rouwenhorst (2005) bewijzen dat tijdens de maanden waarin aandelenmarkten slecht presteerden en gemiddeld 8,98% daalden, de grondstoffutures gemiddeld een positieve return opbrachten van 1,03%. Dit is zelfs lichtjes beter dan de totale gemiddelde return van 0,89% per maand.

Als besluit mogen we stellen dat de diversificatievoordelen van grondstoffutures het grootst zijn tijdens periodes van slecht presterende aandelenbeurzen. Bijgevolg zullen grondstoffutures boven de gemiddelde return presteren wanneer aandelen lager dan de gemiddelde return presteren over een bepaalde tijdshorizon. Het is dus aangewezen om tijdens een financiële malaise van slecht presterende aandelenbeurzen een gedeelte van je vermogen te beleggen in grondstoffutures.

5.3 Hedge tegen inflatie

Greer (1978) heeft in één van zijn onderzoeken gepeild naar de impact van de verandering in inflatie op aandelen, obligaties en grondstoffen tijdens de periode 1950 tot 1976. Hij concludeerde dat de jaarlijkse returns van grondstoffen positief gecorreleerd waren met een verandering in inflatie terwijl aandelen en obligaties hiermee een negatieve correlatie vertoonden. Bijgevolg is een investering in grondstoffen een effectieve manier om je in te dekken tegen inflatie omdat grondstoffen goed presteren in periodes met hoge inflatie. Aandelen en obligaties daarentegen presteerden zwak gedurende hoge inflatoire periodes. Onderzoekers Kat en Oomen (2006) kwamen tot dezelfde conclusie maar nu voor de periode 1965 tot 2005. Aanvullend zijn ze van mening dat betere prestaties gedurende periodes met hoge inflatie significant varieerden tussen de individuele grondstoffen. Energie, metaal, koeien en suiker boden namelijk het beste hedging potentieel tegen inflatie terwijl granen, oliezaden, varkens en palladium vaak niet of nauwelijks gecorreleerd waren met inflatie. In het algemeen kunnen we uit voorgaande studies besluiten dat grondstoffutures gemiddeld gezien positief gecorreleerd zijn met inflatie en dus een acceptabele hedge zijn voor traditionele activa, alhoewel dit

afhankelijk is van het type van grondstof waarin men investeert. Er zijn enkele verklaringen waarom we dit kunnen verwachten. Aandelen en obligaties representeren een claim op toekomstige cashflows. In tijden van sterke economische groei zal er een opwaartse druk zijn op de prijzen van grondstoffen en interestvoeten. Hogere grondstofprijzen en hogere interestvoeten zullen de groei van bedrijven vertragen en tegelijkertijd de huidige waarde van toekomstige cashflows verlagen. Met als resultaat dat een periode met hoge inflatie een negatieve invloed heeft op aandelen en obligaties terwijl het een positieve impact heeft op grondstoffen omdat inflatie nu eenmaal een onderdeel vormt van gelijk welke grondstofprijs (Kat and Oomen, 2006). Gorton en Rouwenhorst (2005) bevestigen in hun research dezelfde redenering. Uit hun onderzoeksresultaten in tabel 10 is bovendien af te leiden dat de grootte van de correlaties toeneemt naarmate de investeringsperiode groter is.

Tabel 10: Correlatie activaklassen met inflatie

Correlaties tussen de verschillende activa en inflatie			
Onderzoeksperiode: 1959/7 - 2004/12			
	Aandelen	Obligaties	Grondstoffutures
Maandelijks	0,05	-0,14	0,01
Kwartaal	-0,06	-0,27	0,14
1 jaar	-0,1	-0,3	0,29
5 jaar	-0,42	-0,25	0,45

Bron: Gorton en Rouwenhorst (2005)

Volgens Dunsby et al. (2008), die de returns van grondstoffutures analyseerden sinds de verhandeling van oliecontracten op NYMEX, zijn de returns hoger dan de gemiddelde inflatie over de drie onderzoeksperiodes. Zowel maandelijks als jaarlijks is een belegger in staat om een positieve reële return te realiseren.

Tabel 11: Reële grondstoffutures returns

Paneel A: Maandelijkse returns			
Onderzoeksperiode	Nominale return	CPI	Reële Return
8/31/59-3/31/07	0,57%	0,34%	0,22%
8/31/59-4/30/83	0,69%	0,43%	0,26%
5/31/83-3/31/07	0,44%	0,26%	0,18%

Paneel B: Jaarlijkse returns			
8/31/59-3/31/07	6,04%	4,18%	1,87%
8/31/59-4/30/83	7,31%	5,27%	2,04%
5/31/83-3/31/07	4,80%	3,09%	1,71%

Bron: Dunsby et al. (2008)

5.4 Hedge tegen de conjunctuurcyclus

Bjornson en Carter (2002) stellen in hun studie dat grondstoffen als een hedge kunnen gebruikt worden tijdens een bepaalde periode van de conjunctuurcyclus omdat grondstoffen en activa zoals aandelen en obligaties onder invloed zijn van verschillende macro-economische factoren. Deze opvatting is te staven aangezien aandelen en obligaties beïnvloed worden door lange termijn verwachtingen van toekomstige cashflows terwijl grondstoffen hoofdzakelijk beïnvloed worden door korte termijn schommelingen. Daardoor kunnen we verwachten dat grondstoffen en traditionele beleggingen verschillend presteren tijdens de diverse stadia in een conjunctuurcyclus. Additioneel kunnen we vermoeden dat grondstoffen positieve vraageffecten ondervinden als antwoord op de economische groei.

De effecten van macro-economische factoren worden in de literatuur evenwel nog niet perfect begrepen. In het bijzonder kunnen grondstoffen individueel verschillend reageren op economische groei. Bjornson en Carter (2002) voorspelden een inverse relatie tussen landbouwgrondstoffen en een conjunctuurcyclus terwijl Fama en French (1987) aantoonde dat metalen significant meer blootgesteld zijn aan een conjunctuurcyclus. Gorton en Rouwenhorst (2005) kwamen tot de conclusie dat aandelen en grondstoffen gemiddeld beter presteren gedurende een expansie terwijl obligaties beter presteren tijdens recessies. Aansluitend stelden zij vast dat grondstoffen slecht presteerden tijdens het einde van een recessie wanneer de vraag het laagst is. Daarentegen beschreven Bjornson en Carter (2002) in hun studie dat returns afkomstig van investeringen in grondstoffen hoger zijn in tijden van lage economische groei en lage inflatie. Deze tegenstrijdigheid is mogelijk omdat men geen onderscheid maakt tussen vertraagde en/of versnelde groeiperiodes. Kat en Oomen (2006) beweerden dat energie een goed diversificatiemiddel was tijdens een recessie terwijl metalen, vee en biggen beter presteerden tijdens het einde van een expansie.

Fabozzi et al. (2008) deelt een conjunctuurcyclus op in vier periodes: sterke expansie, zwakke expansie, sterke recessie en zwakke recessie. Tabel 12 toont de gemiddelde

return van de verschillende grondstoffenindexen, aandelen en obligaties en dit telkens tijdens de vier fasen van de conjunctuurcyclus. De opvallendste conclusie af te leiden uit deze tabel is dat de energie-index het meest onderhevig is aan een verandering in de industriële productie. Een algemene tendens kan je niet waarnemen. Een positieve of negatieve return tijdens een bepaalde fase in een conjunctuurcyclus is meer dan ooit grondstofgebonden.

Tabel 12: Return tijdens verschillende fasen van een conjunctuurcyclus

Index	Sterke expansie	Zwakke expansie	Sterke recessie	Zwakke recessie
Samengesteld	7,09	2,62	-3,52	-9,99
Landbouw	-5,81	-6,43	-1,76	-12,76
Energie	37,37	10,03	-7,45	-4,89
Metalen	4,12	-4,39	-5,73	-6,3
Vee	-4,03	5,79	-1,06	-9,76
Edelmetalen	-1,79	1,21	-13,87	-13,77
Obligaties	7,77	7,58	-4,74	5,04
MSCI World	15,86	6,17	6,37	2,69

Bron: Fabozzi et al. (2008)

6 Tactische opportuniteiten

Zoals reeds eerder vermeld blijkt dat er geen consistente positieve risicopremies waargenomen zijn voor alle grondstoffen. Een mogelijke verklaring voor dit fenomeen is dat de risicopremies schommelen in functie van de tijd. Om hieraan het hoofd te bieden dien je een dynamische trading strategie te hanteren. Deze strategie kan je toepassen door gebruik te maken van tactische tradingschema's die gebaseerd zijn op de monetaire omgeving, de termijnstructuur, de seizoenscriteria en wisselkoersen.

6.1 Monetair beleid

De rol die interestvoeten spelen in een financiële investering is nog niet volledig te begrijpen. Toch zijn er al enkele studies aan gewijd. Frankel (2006) argumenteert dat reële interestvoeten invers gerelateerd zijn aan reële grondstofprijzen omdat interestvoeten een negatieve relatie hebben met het verlangen om een voorraad grondstoffen aan te houden. Interestvoeten spelen een belangrijke rol bij consumptie en hebben dus een effect op de prijs. Een expansief monetair beleid zal de LM-curve¹² verschuiven naar rechts waardoor de interestvoet zal dalen. Vervolgens zal een daling van de interestvoet leiden tot een stijging van de reële grondstofprijzen. Een restrictief monetair beleid volgt de omgekeerde redenering. De resultaten van Bjornson en Carter (2002), die suggereerden dat returns van futures hoger zijn gedurende periodes van lage interestvoeten, steunen de mening van Frankel. Daarentegen besloten Jensen et al. (2000) in hun studie dat investeringen in grondstoffen beter presteerden gedurende periodes van restrictief monetair beleid. Ze maakten gebruik van een ex ante maatstaf van het Fed beleid, namelijk het gegeven dat de laatste verandering in de wisselkoers positief (restrictief) of negatief (expansief) is. Gedurende expansieve periodes zouden futures geen voordelen bieden. Met hun onderzoek toonden ze ook aan dat metaal, energie en graan beter presteerden tijdens restrictieve periodes terwijl een investering in vee meer aangewezen is gedurende expansieve periodes.

Tabel 13 is een overzicht dat de resultaten presenteert van het effect dat het monetair beleid heeft op de prestaties van grondstoffutures. Zoals we kunnen vaststellen, presteren grondstoffen beter tijdens expansieve monetaire periodes. Bij zowel expansies als restricties verbeteren hoe dan ook de algemene prestaties van de portefeuille.

¹² De LM-curve representeert alle combinaties van inkomen en interestvoeten bij evenwicht in de geldmarkt.

Verwijzend naar portefeuille 2 kunnen we stellen dat er een hogere allocatie GSCI is in expansieve periodes in vergelijking met restrictieve periodes. In alle situaties hebben de restrictieve portefeuilles een hogere return en een lager risico dan de expansieve portefeuilles. Dit is te wijten aan de sterke prestaties van obligaties tijdens periodes met een hoge interestvoet. De resultaten van deze tabel komen nochtans niet exact overeen met die van Jensen et al. (2000). Een mogelijke verklaring voor deze afwijking zou kunnen zijn dat hun studie zich uitstrekt over een langere tijdsperiode van 27 jaar. Bovendien beschikken de interestvoeten in hun studieperiode over een grotere volatiliteit, terwijl in de periode van 1996 tot 2006 bij Fabozzi et al. (2008) deze relatief laag waren en niet met grote sprongen veranderden. Door tegenstrijdigheden in de verscheidene onderzoeken dient er verder onderzoek verricht te worden zodat standvastige conclusies daaromtrent geformuleerd kunnen worden.

Tabel 13: Portefeuillegewichten en het monetair beleid

Onderzoekperiode: juli 1996 - juni 2006						
Monetair beleid:	<u>Expansief beleid</u>			<u>Restrictief beleid</u>		
	I	II	III	I	II	III
Aandelen	0,0999	0,0840	0,0434	0,0573	0,0556	0,0000
Obligaties	0,9001	0,7882	0,6055	0,9427	0,8472	0,8649
GSCI	-	0,1278	0,0000	-	0,0972	0,0000
Maïs	-	-	0,0000	-	-	0,0000
Sojabonen	-	-	0,0773	-	-	0,0000
Tarwe	-	-	0,0000	-	-	0,0000
Ruwe olie	-	-	0,0618	-	-	0,0252
Zilver	-	-	0,0353	-	-	0,0105
Goud	-	-	0,0000	-	-	0,0000
Koper	-	-	0,0000	-	-	0,0997
Biggen	-	-	0,0000	-	-	0,0000
Koeien	-	-	0,1768	-	-	0,0000
Sharpe ratio	0,2005	0,2394	0,4326	0,3016	0,3614	0,5063
Gemiddelde return	0,0047	0,0054	0,0081	0,0068	0,0077	0,0089
Standaardafwijking	0,0121	0,0133	0,0136	0,0100	0,0107	0,0101
T-bill gemiddelde	0,0022	0,0022	0,0022	0,0038	0,0038	0,0038

Bron: Fabozzi et al. (2008)

6.2 Seizoenseffecten

Gorton en Rouwenhorst (2005) beweren in hun studie dat het effect van seizoenen op de spotprijzen van grondstoffen vrij weinig invloed zal hebben op de returns van futures omdat men er seizoensvariatie bestaat. Het volgend voorbeeld zal deze stelling staven. Olie als energiebron voor verwarming zal gemiddeld een hogere prijs bezitten tijdens de wintermaanden terwijl brandstofprijzen daarentegen in de zomermaanden gemiddeld duurder zullen zijn wegens meer verkeer. Seizoensgebonden verandering in spotprijzen zal de returns gerealiseerd door futures niet beïnvloeden omdat het voorspelbare fluctuaties zijn waarmee de deelnemers rekening houden bij het vastleggen van de futuresprijs (Gorton en Rouwenhorst, 2005). Fama en French (1987) onderzochten deze seizoensgevoelige hypothese voor landbouwgrondstoffen, vee en metalen. Ze vonden daarbij geen bewijs van seizoenseffecten bij metalenfutures. Nochtans troffen ze wel sterke seizoenseffecten aan bij vele landbouwgrondstoffen en veeproducten. De resultaten in velerlei onderzoeken doen besluiten dat optimale allocaties van activa in een portefeuille sterk verschillen tijdens het jaar. Gorton en Rouwenhorst (2005) zouden volgens Fabozzi et al. (2008) niet correct zijn in hun redenering dat seizoensvariatie geen effect heeft op de risicopremies van de futures. Gorton en Rouwenhorst (2005) stellen dat hoewel de markt de seizoensverandering verwacht, de grootte en de richting van het hedgen voor alle grondstoffen seizoensgebonden zullen variëren.

6.3 Wisselkoersen

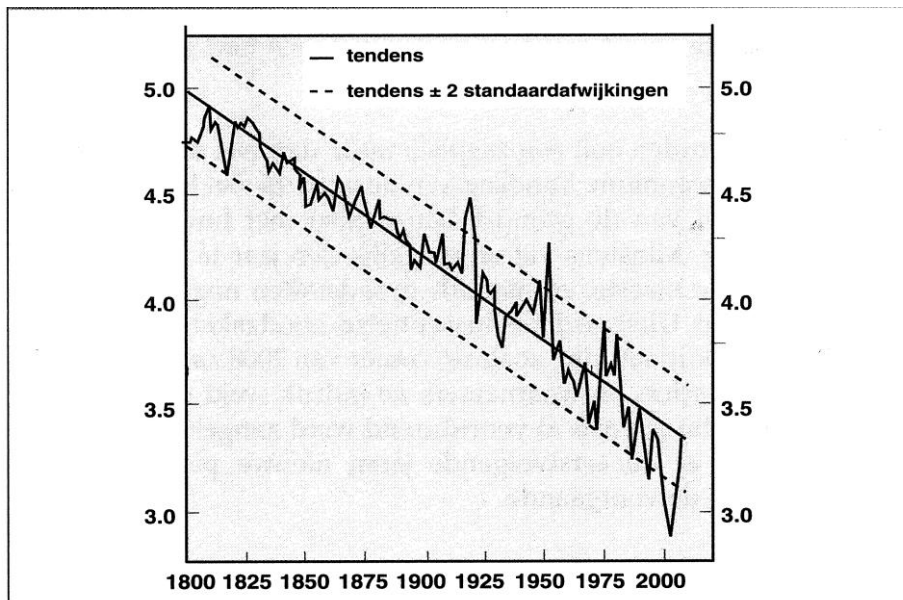
Handel in grondstoffen vertegenwoordigt een kwart van het wereldwijd bruto binnenlands product (BBP). Omdat vele ontwikkelingslanden afhankelijk zijn van de export van hun grondstoffen, is het belangrijk om het effect te kennen van wisselkoersen op de prijzen van die grondstoffen. Vele grondstoffen worden geprijsd in U.S. dollars zodat veranderingen in wisselkoersen van invloed zijn op de prijs die exporteurs en importeurs voor hun grondstoffen betalen. Naast het marktrisico moeten investeerders dus ook risico op veranderende wisselkoersen ondergaan.

7 Beleggen in grondstoffen en de financiële crisis

Ook de financiële crisis heeft invloed gehad op de koersen van grondstoffen. Maar vele investeerders vragen zich af of de huidige stierenmarkt¹³, waar grondstoffen zich in bevinden, afgelopen is.

Figuur 18 geeft de evolutie van de grondstofprijzen vanaf 1800 weer, gecorrigeerd voor inflatie. De vette lijn geeft duidelijk een dalende trend aan gedurende deze periode. Nochtans liggen de prijzen in deze historiek een aantal keer boven of onder de stippellijn, zijnde de trendlijn plus en min tweemaal de standaardafwijking.

Figuur 18: Evolutie grondstofprijzen gecorrigeerd voor inflatie



Bron: Deneef en Reweghs (2008)

De laatste keer dat de prijzen zich boven de stippellijn bevonden was in 1982. De meest recente stierenmarkt van grondstoffen vond dus plaats tussen 1968 en 1982. Nadien kwamen we in een berenmarkt terecht die uiteindelijk bijna twee decennia zou duren. Rond de laatste eeuwwisseling bevonden de prijzen zich op een absoluut dieptepunt. Tijdens deze berenmarkt stonden de producenten van grondstoffen niet echt te springen om hun productie op te drijven. Bovendien waren grondstoffen niet bepaald aantrekkelijk in de jaren van de "dot-com-hype". Een te beperkt aanbod gecombineerd met een sterke

¹³ Een stierenmarkt wordt gekenmerkt door optimisme en aanhoudende stijgende koersen. Daarentegen spreekt men van een berenmarkt bij een aanhoudende dalende trend.

groei van de wereldeconomie ten gevolge van de BRIC-landen, gaven aanleiding tot het begin van een nieuwe stierenmarkt. Sinds 2001 merken we dat de prijzen van grondstoffen stijgen, maar het einde is nog niet meteen in zicht. Als we de grafiek nauwlettend bestuderen zien we dat de top van elke stierenmarkt zich bevindt op tweemaal de standaardafwijking van de stippellijn (Amro, 2008; Deneef en Reweghs, 2008).

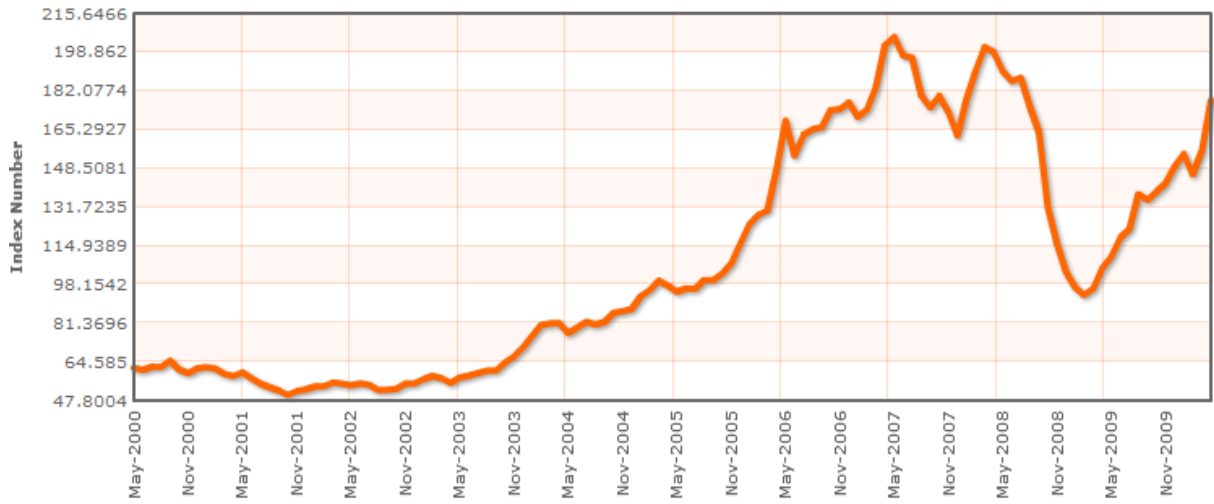
Vanwege de financiële crisis zijn de prijzen van grondstoffen echter gedaald. Als gevolg van de kredietcrisis hebben veel speculanten ook neerwaartse druk ervaren. Om bijvoorbeeld tegemoet te komen aan de onderhoudsmarge van futurescontracten werden beleggingen in grondstoffen afgebouwd. Dupuis en D'Anjou (2008) geven risicoaversie en gebrek aan liquiditeit als belangrijkste oorzaken voor de daling van de grondstofprijzen. Specialisten die het einde van de stierenmarkt aankondigden aan het einde van 2008 hadden het mis. Niet alleen omdat we sinds 2001 nog niet op recordniveaus zijn aanbeland, maar ook omdat er nog fundamentele argumenten zijn voor prijsstijgingen. De huidige stijgende tendens valt samen met de industrialisering van groeilanden zoals China en India. Alleen al de industrialisering van China slurpt een steeds groter gedeelte van de grondstoffen op. De geplande infrastructuurwerken zoals autowegen, luchthavens en gebouwen zullen de vraag naar verscheidene grondstoffen stimuleren.

Daarenboven houden deze specialisten geen of onvoldoende rekening met het beperkt aanbod. De productie van grondstoffen geleidelijk opdrijven, blijkt moeilijker dan vooraf gepland. De tijd tussen het vinden van grondstoffen en de werkelijke productie wordt zwaar onderschat. Immers de gebieden met nieuwe voorraden liggen nu op grotere afstand van de bewoonbare gebieden en van hun goed uitgebouwde infrastructuur. Verder is het vooral tijdrovend om de nodige vergunningen te bemachtigen die nodig zijn om aan mijnbouw te kunnen doen. Ten slotte is zelfs de opstart van een mijn vaak problematisch. Vaak duiken operationele problemen op waardoor de exploitatie vaak jaren vertraging oploopt (Amro, 2008; Deneef en Reweghs, 2008).

Figuur 19 geeft de evolutie weer van de metaalprijzen tussen mei 2000 en april 2010. Hieruit kunnen we besluiten dat de huidige stierenmarkt, waarin metalen zich bevinden, nog lang niet op zijn einde loopt. Ondanks de financiële crisis zijn de prijzen van metalen alsook andere grondstoffen sinds maart 2009 terug aan een opmars bezig. Dit geeft aan dat de huidige stierenmarkt nog niet voorbij is en hoogstwaarschijnlijk nog enkele jaren zal voortduren. Deneef en Reweghs (2008) waarschuwen dat tussentijdse correcties nog

steeds mogelijk zijn maar ze zijn tevens vastberaden van oordeels dat het in elkaar storten van de grondstoffenprijzen de volgende jaren weinig kans op slagen zal hebben.

Figuur 19: Commodity Metals Price Index



Bron: Internationaal Monetair Fonds (2009)

Deel 3: Vastgoed

1 Inleiding

Naast aandelen en obligaties is ook vastgoed een populaire beleggingscategorie die sinds de eeuwwisseling sterk gegroeid is. Beleggen in vastgoed kan je op meerdere manieren doen. Zo kan je op een directe of een indirecte wijze in vastgoed investeren. Beide methodes hebben hun voor- en nadelen die hierna verder besproken zullen worden. Wanneer de belegger rechtstreeks eigenaar is van vastgoed, spreek je van een directe investering. Indirect beleggen in vastgoed doe je door te beleggen in vastgoedaandelen. De belegger is dan niet rechtstreeks eigenaar van het vastgoed. Hij is wel eigenaar van financiële vermogenstitels die hem recht geven op de inkomsten van het vastgoed waarbij de belegger een minderheidsparticipatie heeft en geen invloed kan uitoefenen op het management.

Van Gool et al. (2007) definieert beleggen in onroerend goed als: *"het direct dan wel indirect vastleggen van vermogen in onroerend goed, met het doel om uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren."*

Indien je onroerend goed aankoopt met als primair doel het te gebruiken als woning of werkomgeving spreek je niet van beleggen in onroerend goed. In dat geval zijn de diensten zoals huisvesting belangrijker dan de beleggingsaspecten van het onroerend goed. Auteurs spreken dan ook van woningvastgoed en beleggingsvastgoed (Joye, 2009).

Er zijn zeer meerdere soorten direct vastgoed waarin je kan beleggen. Ten eerste zijn er de traditionele vormen zoals woningen, appartementen, winkels, kantoren, Ten tweede zijn er categorieën waarin minder frequent belegd wordt, zoals scholen, hotels, restaurants, bioscopen,... . Als derde soort wordt er vooral in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk belegd in elektriciteitcentrales, ziekenhuizen, molens, bejaardenhuizen, Ten slotte zijn er nog fabrieken, werven, slachterijen, kloosters, In deze laatste groep wordt echter zelden belegd.

Beleggen in indirect vastgoed kan net zoals bij direct vastgoed op verschillende manieren gebeuren. Je kan naar de beurs stappen en een aantal vastgoedfondsen uitkiezen waarin je zal beleggen. Ook kan je beleggen in een maatschap. Een maatschap brengt

vermogen samen om gezamenlijk in vastgoedmarkten te beleggen (Van Gool et al., 2007).

Er dient een onderscheid gemaakt te worden tussen institutionele en particuliere beleggers. Bij de institutionele belegger ligt de nadruk vooral op het genereren van vaste inkomsten om alzo aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen. Particuliere beleggers echter mikken vooral op een waardestijging. Al deze aspecten van vastgoed als beleggingsproduct zullen natuurlijk dieper worden onderzocht in de volgende hoofdstukken.

2 Participeren in de vastgoedmarkt

2.1 Direct vastgoed

Vastgoed is een nogal afwijkende beleggingsvorm in vergelijking met aandelen en obligaties. Hieronder volgt een opsomming van de voornaamste kenmerken van direct vastgoed:

1. Direct vastgoed is niet verplaatsbaar. Dit maakt dat het kwetsbaar kan zijn voor veranderingen in de directe omgeving. De waarde van een winkelpand zal zo sterk dalen indien er in de directe omgeving een tweede winkelpand wordt gebouwd. Het omgekeerde kan natuurlijk ook gebeuren. Een winkelpand zal in waarde kunnen stijgen als men in de buurt nieuwe wegen bouwt waardoor de toegankelijkheid vergroot.
2. Direct onroerend goed is heterogeen. Elk gebouw heeft zijn eigen unieke eigenschappen zoals locatie, staat, onderhoud en huurders. De hoge mate van heterogeniteit zorgt ervoor dat er bij het verkopen van vastgoed meer komt kijken dan bij het verhandelen van aandelen of obligaties.
3. De directe vastgoedmarkt wordt gekenmerkt door één-op-één-transacties terwijl bij aandelen en obligaties sprake is van vele kopers en verkopers (Van Gool et al., 2007).
4. Direct vastgoed kent hoge eenheidsprijzen. Dit leidt er toe dat er forse investeringen dienen gedaan te worden als je een vastgoedobject wil opnemen in je beleggingsportefeuille.
5. Naast de hoge eenheidsprijzen zijn ook de transactiekosten van direct onroerend goed aan de hoge kant. Onder transactiekosten verstaat men notariskosten, kosten voor het opstellen van contracten, informatiekosten, Vooral de informatiekost is van substantieel belang. Door de hoge mate van heterogeniteit in de vastgoedmarkt en de onvolledige informatiestroom is de kost om informatie te vergaren groter dan bij aandelen of obligaties.
6. In tegenstelling tot aandelen en obligaties zijn de opbrengsten van een belegging in direct vastgoed wel te beïnvloeden door de belegger. Investeren in vastgoed is een managementintensieve beleggingsvorm.
7. De vastgoedmarkt is een illiquide markt. Het verkopen van vastgoed neemt veel meer tijd in beslag dan het verkopen van aandelen. Dit is vooral te wijten aan de hoge mate van heterogeniteit en ondoorzichtigheid van de markt (Tiemstra, 2006).

8. De levensduur van grond en gebouwen is zeer lang. Vastgoed kan dus gedurende een lange termijn opbrengsten genereren. Mede door de hoge transactiekosten moet een belegging in vastgoed gezien worden als een langetermijnbelegging (Van Gool et al., 2007).

2.2 Indirect vastgoed

Keeris (2001) omschrijft beleggen in indirect vastgoed als: *"het nemen van een belang in een vastgoedobject of vastgoedportefeuille, wat geschiedt op basis van het verwerven van één of meer aandelen of bewijzen van participatie via een beleggingsinstelling, met daarbij een beperkte invloed op het beleid en zonder enige operationele bemoeienis met de exploitatie ervan"*.

Vastgoedondernemingen zijn ondernemingen die op grote schaal beleggen in direct of indirect vastgoed. Het nodige kapitaal hiervoor wordt bekomen door uitgifte van aandelen of door het aantrekken van vreemd vermogen.

Hierna volgen de voor- en nadelen van een belegging in indirect vastgoed.

2.2.1 Voordelen

1. De indirecte belegger heeft geen expertise in vastgoed nodig. De werkelijke belegging wordt in feite uitbesteed aan het management van het vastgoedfonds.
2. Investeren in direct vastgoed vergt een veel hoger startkapitaal dan een investering in indirect vastgoed. Vooral bij beursgenoteerde vastgoedfondsen kan al voor een relatief klein bedrag worden belegd in onroerend goed. Dit is vooral belangrijk voor de spreiding van de beleggingsportefeuille. Door de lage eenheidsprijzen kan ook de particuliere belegger vastgoed opnemen in zijn beleggingsportefeuille en tegelijkertijd een verantwoorde spreiding van deze portefeuille aanhouden.
3. Een derde voordeel is de liquiditeit van indirecte beleggingen in vastgoed. Bij een beursgenoteerd vastgoedfonds, is er sprake van een actieve handel. De belegger kan dan op korte termijn grote investeringen doen of wijzigingen in de portefeuille aanbrengen. Bij direct vastgoed is dit in mindere mate mogelijk vermits er soms maanden voorbij gaan vooraleer een huis verkocht wordt. De liquiditeit van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen daarentegen is wel aanzienlijk geringer.

4. Er is minder emotionele betrokkenheid bij een belegging in indirect vastgoed. Omdat je minder gehecht zal zijn aan een aandeel dan aan direct vastgoed zal je bijgevolg rationeler zijn bij een investering in indirect vastgoed (Van Gool et al., 2007).

2.2.2 Nadelen

Er zijn ook nadelen verbonden aan een indirecte belegging in vastgoed. Onderstaande nadelen worden als de belangrijkste beschouwd:

1. De belegger heeft weinig tot geen invloed op het beleid van het vastgoedfonds. Zo kan hij bijvoorbeeld niet kiezen in welk onroerend goed hij belegt. De belegger kan natuurlijk wel de verschillende vastgoedfondsen met elkaar vergelijken en zo bepalen welk fonds het beste bij hem past.
2. Omdat vastgoedfondsen met vreemd vermogen werken, is het risico van een belegging in indirect onroerend goed vaak hoger dan een belegging in direct onroerend goed (Victorho, 2009).
3. Het rendement van beursgenoteerd indirect vastgoed is volatieler. De waarde van de aandelen fluctueert in het algemeen meer dan de waarde van het onderliggend vastgoed (Vis, 2006).

2.2.3 Soorten indirect onroerend goed

Na de opsomming van de voor- en nadelen van een indirecte investering in vastgoed volgt nu een overzicht van de mogelijkheden waarover een belegger beschikt wanneer hij wil beleggen in indirect onroerend goed.

Een eerste mogelijkheid is dat hij kan kiezen voor **beursgenoteerd indirect vastgoed**. Beleggen in deze categorie betekent dat hij aandeelhouder wordt van een vastgoedfonds. De rol van aandeelhouder is er één van vermogensverschaffer en risicodragers (Van Gool et al., 2007).

Beursgenoteerd indirect vastgoed heeft de afgelopen 30 jaar een enorme boom gekend. Terwijl de totale beurswaarde in 1980 rond de €30 miljard schommelde, bedroeg deze waarde eind 2005 ruim €800 miljard (EPRA, 2005). Deze groei is volgens Van Gool et al. (2007) te danken aan de goede rendementen en de hoge dividenduitkeringen waardoor vele particuliere beleggers interesse hebben gekregen voor deze sector. In tegenstelling tot de totale beurswaarde is het aantal beursgenoteerde vastgoedondernemingen veel

minder snel gestegen. Dit impliceert dat de gemiddelde waarde per onderneming gestegen moet zijn. Deze stijging is op twee manieren te verklaren. Enerzijds is er een stijging in waarde per aandeel en anderzijds zijn er nieuwe aandelen uitgegeven.

Als investeerder heb je de keuze tussen drie verschillende soorten beursgenoteerde vastgoedfondsen die elk een eigen strategie hebben. Deze drie fondsen zijn:

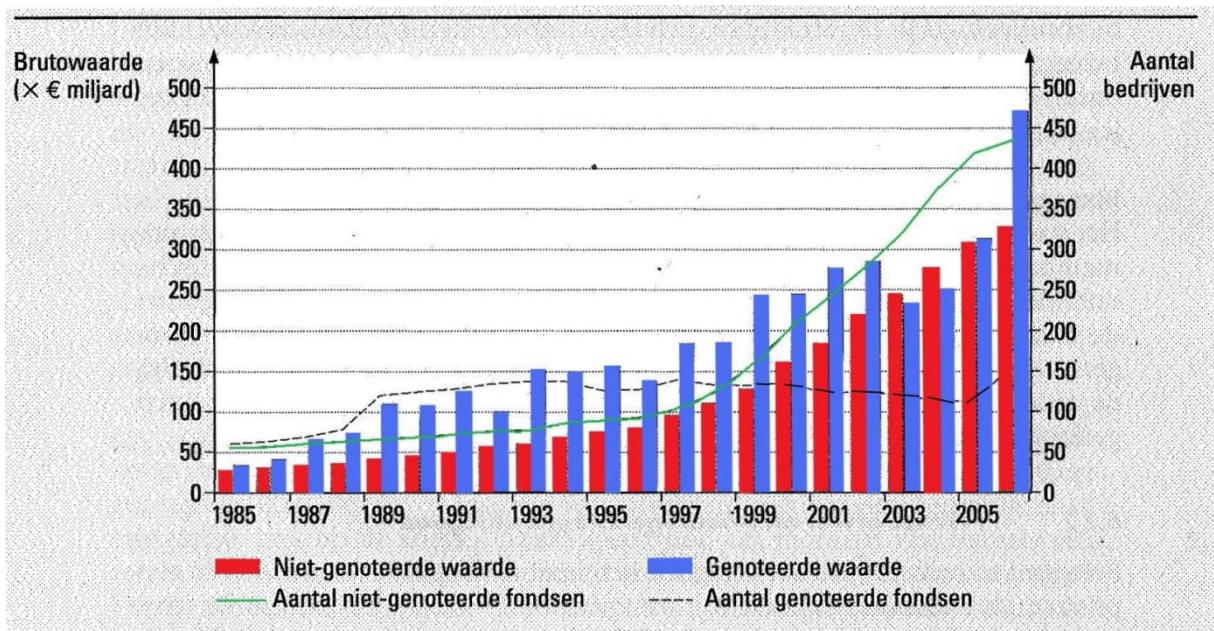
1. Internationals. Dit zijn vastgoedfondsen die op internationaal vlak beleggen en dit in verschillende sectoren.
2. Multinationale sectorfondsen. Deze vastgoedfondsen beleggen internationaal binnen één bepaalde sector, meestal de winkelsector.
3. Nationale multi-sectorfondsen. Deze vastgoedfondsen beleggen dan weer in verschillende sectoren binnen een bepaald land.

Naast beursgenoteerd indirect vastgoed kan de belegger als tweede optie ook overwegen voor **niet-beursgenoteerd of privaat indirect vastgoed**. De minimale inbreng ligt evenwel veel hoger dan bij de beursgenoteerde vastgoedfondsen aangezien sommige private fondsen beperkingen opleggen wat betreft het aantal deelnemers. Ook zijn private vastgoedfondsen sterker gespecialiseerd dan beursgenoteerde vastgoedfondsen. Een belegger die wil toetreden tot een privaat vastgoedfonds zal naast zijn eigen inbreng (in vastgoed of in liquiditeiten) eveneens de goedkeuring moeten krijgen van de andere aandeelhouders (Van Gool et al., 2007).

Zowel het aantal private vastgoedfondsen als de totale marktwaarde zijn sinds de jaren 90 sterk gegroeid. In 1995 bedroeg de marktwaarde van private vastgoedfondsen €61 miljard. In 2005 was deze waarde gestegen tot €307 miljard. Uit deze cijfers blijkt dat er veel belangstelling is voor de markt van private vastgoedfondsen. Uit een onderzoek dat INREV¹⁴ heeft gevoerd onder 47 institutionele beleggers blijkt dat 95% van hen zijn allocatie naar vastgoed gaat verhogen (van Aert, 2006).

¹⁴ INREV is de afkorting voor Investors in Non-listed Real Estate Vehicles

Figuur 20: De Europese markt voor private en publieke vastgoedfondsen (1985 – 2005)



Bron: INREV (2005)

Bovenstaande figuur geeft een beeld van hoe de indirecte vastgoedsector zich de afgelopen jaren ontwikkeld heeft. Zo is duidelijk te zien dat de totale waarde van zowel de beursgenoteerde als de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen gestegen is. Verder zijn in de periode 1985 – 2005 het aantal beursgenoteerde vastgoedfondsen ongeveer verdubbeld terwijl de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bijna vertienvoudig zijn.

Private vastgoedfondsen kan men naarmate de gehanteerde managementstijl opdelen in drie vormen. Deze drie vormen verschillen van elkaar naargelang het risico dat genomen wordt, het rendement dat men vooropstelt en de hoeveelheid vreemd vermogen dat men gebruikt. De drie te onderscheiden vormen zijn:

1. *Core*. Deze managementstijl is de minst risicovolle van de drie. Er wordt weinig risico genomen wat dus resulteert in een laag rendement.
2. *Value-added*. Dit is een tussenvorm waarbij een gemiddeld risico wordt genomen.
3. *Opportunistic*. Dit is de meest risicovolle managementstijl. In deze vastgoedfondsen is het risico het grootst en het vooropgestelde rendement dan ook het hoogst.

Onderstaande tabel is een samenvatting van deze drie verschillende managementstijlen en de specifieke kenmerken.

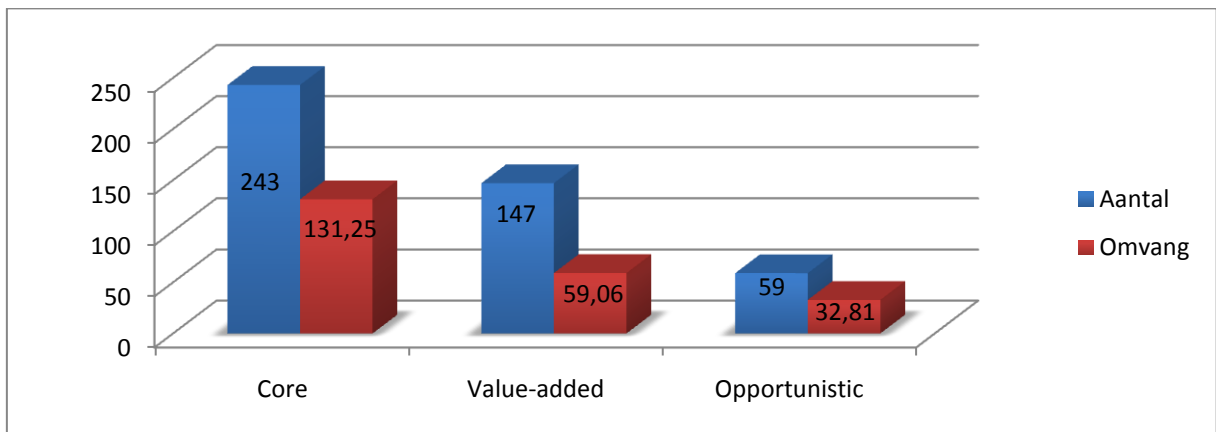
Tabel 14: Indeling in managementstijlen en criteria

Risico/rendement-omschrijving			
	Core	Value-added	Opportunistic
	Laag risico & rendement	Gemiddeld risico & rendement	Hoog risico & rendement
IRR-target	≤ 11,5%	> 11,5% - 17%	≥ 17%
Vreemd vermogen	≤ 60%	> 30% - 70%	≥ 60%

Bron: INREV (2004)

De core- managementstijl is zowel in omvang als in aantal fondsen het grootst. Op de tweede plaats komt de value-added- managementstijl en als laatste de opportunistic- managementstijl. De juiste cijfers worden voor zowel de omvang (in € miljard) als het aantal fondsen van elke stijl weergegeven in de volgende figuur (Van Gool et al., 2007).

Figuur 21: Aantal en omvang van fondsen naargelang managementstijl



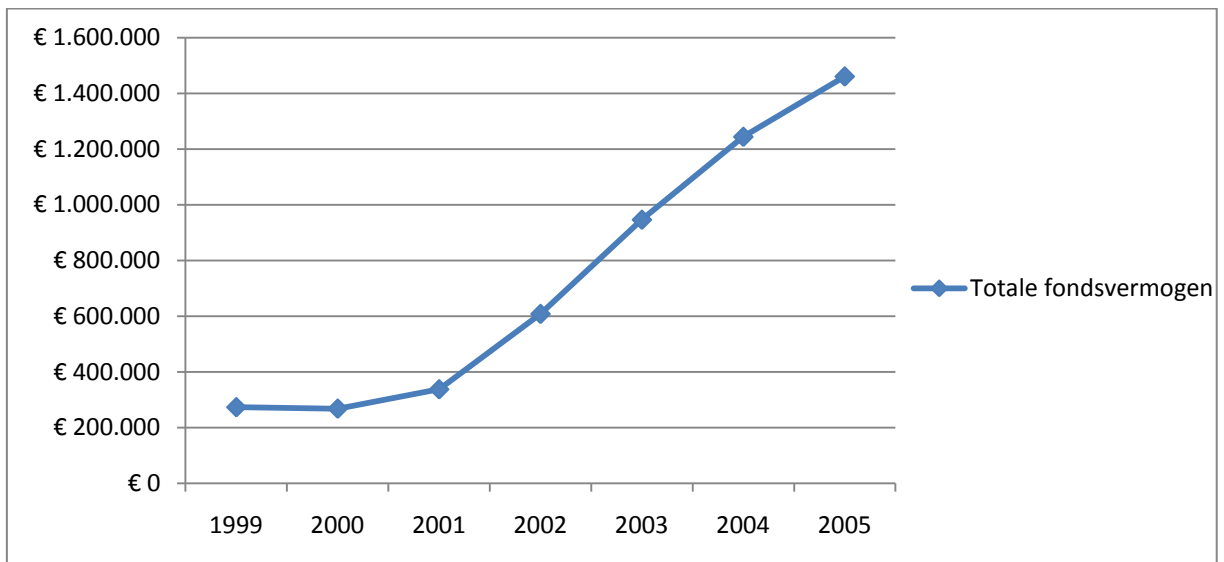
Bron: INREV (2006)

Een derde categorie van indirect vastgoed zijn de **vastgoed-cv's**. Een vastgoed-cv is een commanditaire vennootschap waarin je als belegger een aandeel kan verwerven. De beleggers zijn bovendien aansprakelijk voor hun ingebracht kapitaal. In een vastgoed-cv zijn er twee soorten vennoten. Zo is er de beherende vennoot die verantwoordelijk is voor het beleid van het fonds en het beheer van de gebouwen. Daarnaast zijn de andere

vennoten de participanten of commanditaire vennoten. Een vastgoed-cv wordt meestal aangegaan voor een termijn van minimaal zeven jaar en bestaat voor 60% tot 80% uit vreemd vermogen. Het restant van het vermogen wordt het commanditair kapitaal genoemd. Als de termijn verstreken is wordt gezamenlijk besloten om over te gaan tot de verkoop. De gerealiseerde winst is belastingvrij (AFM, 2005).

Onderstaande figuur toont de ontwikkelingen op de markt van vastgoed-cv's in Nederland. In 1999 bedroeg het totale fondsvermogen €273.307. Deze waarde kende een forse groei door onder andere door de toetreding van de drie grootbanken: ING Bank (ING Real Estate), ABN AMRO Bank (Bouwfonds) en Rabobank (Lage Landen/FGH Bank). Dit resulteerde in 2005 tot het totale fondsvermogen van €1.460.956 (Van Gool et al., 2007).

Figuur 22: Ontwikkelingen van de beleggingen in Nederlandse vastgoed-cv's



Bron: PropertyNL¹⁵

¹⁵ PropertyNL is in 2000 opgericht in Nederland en heeft zich sindsdien daar ontwikkeld tot de onderzoeksorganisatie en uitgeverij op het gebied van commercieel vastgoed en woningmarkt.

Voor de verdeling van deze vastgoed-cv's per sector kan je tabel 15 raadplegen.

Tabel 15: Verdeling van Nederlandse vastgoed-cv's per sector

Sector	Percentage
Kantoren	27%
Woningen	25%
Bedrijfsgebouwen	10%
Winkels	9%
Overige	<u>29%</u>
Totaal	100%

Bron: PropertyNL

Een laatste aspect van de vastgoed-cv's zijn de niet geringe risico's van deze vorm van indirect onroerend goed. Naast de algemene risico's die met beleggen gepaard gaan zijn er een immers aantal specifieke risico's.

Zo is er het lock-in risico. Een vastgoed-cv heeft een gemiddelde levensduur van 7 à 10 jaar en gedurende deze periode is het niet of nauwelijks mogelijk om uit de cv te stappen.

Ook is er een spreidingsrisico. Een vastgoed-cv kent in het algemeen een slechte spreiding omdat er vaak in één of enkele gebouwen met één of enkele huurders geïnvesteerd wordt.

Bovendien is er een kennisasymmetrie tussen de particuliere beleggers en de fondsaanbieder.

Ten slotte is er een 'tropenrisico'. Dit risico ontstaat bij het investeren in onduidelijke, zeg maar "louche" buitenlandse projecten zoals vakantiehuisjes.

Een vierde mogelijkheid zijn de **vastgoedcertificaten**. Op de website van KBC kan men een aantal vastgoedcertificaten vinden waarvan KBC de uitgifte georganiseerd heeft. Het gaat om op Euronext Brussel genoteerde vastgoedcertificaten zoals Antares, Genk Logistics, Diegem Kennedy, enz. (Kbc, 2009).

Vastgoedcertificaten worden uitgegeven voor de financiering van grote projecten zoals kantoorgebouwen en winkelcentra. De certificaathouder wordt geen eigenaar van het

vastgoed maar heeft wel recht op zijn deel van de huuropbrengsten en op een deel van de restwaarde bij verkoop. Als certificaathouder heeft men enkel recht op inkomsten die gegenereerd worden maar men heeft geen zeggenschap over het beleid.

Vastgoedcertificaten hebben voor de belegger als voordeel dat een deel van de inkomsten als terugbetaling van het kapitaal wordt gezien. Hierdoor valt die buiten de roerende voorheffing. Een ander voordeel is dat de huuropbrengsten stijgen met de inflatie en dus stijgen de inkomsten van de certificaathouder ook mee. Er zijn ook nadelen verbonden aan vastgoedcertificaten. Ten eerste zijn de huuropbrengsten niet verzekerd. Ten tweede zit al het geld in één of meerdere gebouwen waardoor er van diversificatie weinig sprake is. Daarnaast zijn sommige certificaten ook maar beperkt verhandelbaar (Kbc, 2009).

Vastgoedbevaks zijn een vijfde mogelijkheid om in vastgoed te investeren. Enkele bekende vastgoedbevaks zijn: Aedifica, Befimmo, Cofinimmo, enz. Vastgoedbevaks zijn beursgenoteerde vennootschappen met een vast kapitaal die hun activiteit beperken tot beleggingen in zowel direct als indirect vastgoed (Aedifica, 2009). Een vastgoedbevak wordt gekenmerkt door fiscale regels die op bevaks van toepassing zijn. Zo hoeft een bevak geen vennootschapsbelasting te betalen en ook geen belastingen op de meerwaarde bij verkoop van vastgoed. Om de risico's te beperken mag een bevak maximaal 20% van hun portefeuille investeren in één gebouw. Daarnaast zijn bevaks verplicht om minstens 80% van hun winst als dividend uit te keren (Trends, 2009). Dit dividend is wel onderhevig aan een roerende voorheffing.

Ten slotte kunnen beleggers ook nog kiezen voor **dakfondsen**. Dakfondsen worden ook wel eens *funds of funds* genoemd. Als je kiest om te beleggen in dakfondsen kies je eigenlijk voor een dubbele indirecte belegging. Dakfondsen beleggen namelijk niet in direct maar in indirect vastgoed. Er bestaan zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde dakfondsen.

De beursgenoteerde dakfondsen richten zich vooral op de particuliere belegger terwijl de niet-beursgenoteerde dakfondsen zich eerder op de (kleine) institutionele belegger richten.

3 Strategische motivaties en tactische opportuniteiten

3.1 Diversificatie

Het gezegde "leg niet alle eieren in één mand" is bij beleggers zeer bekend. Het is voor een belegger interessanter om beleggingen te spreiden over verschillende beleggingsproducten daar dit zorgt voor een gunstigere risico-rendementsverhouding. Een groot voordeel van directe vastgoedbeleggingen is het diversificatie-effect en de mogelijkheid om het risico van de portefeuille te verlagen. Door direct vastgoed aan de beleggingsportefeuille toe te voegen kan de belegger een hoger rendement halen met hetzelfde risico of een lager risico bekomen bij hetzelfde rendement.

In onderstaande tabel kan men zien dat vastgoed inderdaad een interessante beleggingscategorie is omdat vastgoed zowel met aandelen als met obligaties een lage correlatie vertoont. Wel dient te worden toegevoegd dat dit cijfermateriaal slechts een voorbeeld is en dat de resultaten van andere onderzoeken verschillend kunnen zijn. Hetgeen onder andere te maken heeft met de gekozen onderzoeksperiode en duur van de onderzoeksperiode (Hudson-Wilson et al., 2003).

Tabel 16: Rendementen, risico's en correlaties vastgoed

	Rendement	Risico	Vastgoed	Obligaties	Aandelen	Cash
in %						
			Correlaties:			
Vastgoed	7,6	3,7	1			
Obligaties	8,2	5,2	0,342	1		
Aandelen	13,6	17,1	0,065	0,079	1	
Cash	5,4	1,5	0,259	0,22	0,233	1

Bron: Hudson-Wilson et al. (2003)

3.2 Return

Zoals voorgaande tabel ook aangeeft, biedt vastgoed zeker niet het hoogste rendement in absolute cijfers. Echter in verhouding met het risico heeft vastgoed wel een hoger rendement dan aandelen en obligaties. Daar zijn een aantal redenen voor.

Op de eerste plaats kunnen insiders hogere winsten halen omdat de vastgoedmarkt een imperfect karakter heeft. Daarenboven is vastgoed een illiquide belegging, hetgeen als extra risico gezien wordt. Beleggers nemen alleen extra risico als ze hiervoor beloond

worden. Omdat de transactie- en informatiekosten hoger liggen dan bij aandelen en obligaties wordt dit gecompenseerd met een hoger rendement (Miles & Hartzell, 1988).

Beleggingen in direct vastgoed genereren redelijk stabiele en goed voorspelbare inkomsten. Door langdurige huurovereenkomsten liggen zo de inkomsten voor een lange periode vast. Dit is een groot voordeel ten opzichte van aandelen. Zoals bij de kenmerken van vastgoed besproken is, kan de belegger de inkomsten van de belegging beïnvloeden. De waarde van het onroerend goed kan namelijk verhoogd worden door renovatie en onderhoud (Tiemstra, 2006).

Bij de aanvang van een investering in onroerend goed streven de beleggers twee hoofddoelen na: inkomen en groei. Een belegger verwacht periodieke inkomsten en een hoge verkoopopbrengst. De opbrengsten zijn dus op te splitsen in twee categorieën; een direct en een indirect deel. De huurinkomsten of vergoedingen voor gebruik vormen de directe component van de opbrengsten. De indirecte opbrengst is pas ter beschikking van de beleggers na de verkoop van het vastgoed. Indien het vastgoed in waarde stijgt, realiseert de belegger een positieve opbrengst bij verkoop (Sandberg, 2007).

Het direct en indirect deel vormen samen het totaal rendement van de afgehandelde investering. Het totaal rendement wordt uitgedrukt in een percentage. Dit percentage is de verhouding van de totale inkomsten ten opzichte van het geïnvesteerde kapitaal (Sandberg, 2007).

Bij het berekenen van het totaal rendement van de belegging moet rekening gehouden worden met de periodieke inkomsten en uitgaven in de tijd. Huurinkomsten uit de eerste maand mogen zeker niet als dezelfde beschouwd worden als huurinkomsten van de laatste maand van de investeringsperiode. Ze mogen dus niet zomaar bij elkaar opgeteld worden. Er dient wel degelijk rekening gehouden te worden met het effect dat tijd heeft op het resultaat. Of zoals in de volksmond ook wel eens gezegd wordt dat duizend euro vandaag niet dezelfde waarde heeft als duizend euro morgen.

Een uitgewerkt voorbeeld zal bovenstaande theorie verduidelijken.

Stel je koopt een huis als pand voor €100.000 in jaar 0. De volgende 5 jaren verhuur je dit pand voor €40.000 per jaar en op het einde van jaar 5 verkoop je het pand voor €100.000. De verdisconteringsvoet is 4%. Als je in jaar 0 het verwachte rendement van deze investering wil berekenen, is het fout om gewoon de som van de cashflows te maken en te delen door de initiële investering. Dan zou je op die manier het volgende

rendement bekomen: $(-100.000 + 5 \cdot 40.000 + 100.000) / 100.000 = 2\%$. Met deze berekening wordt namelijk geen rekening met de factor tijd. Het juiste rendement verkrijgt je echter door volgende berekening: $-100.000 + \frac{40.000}{1,04^1} + \frac{40.000}{1,04^2} + \frac{40.000}{1,04^3} + \frac{40.000}{1,04^4} + \frac{40.000}{1,04^5} + \frac{100.000}{1,04^5}$. Zo krijg als uitkomst de waarde van de cashflows; zijnde €160.266. Dit geeft dus een verwacht rendement van 1,60%. Indien je geen rekening houdt met de verdisconteringsvoet ga je in sommige gevallen investeringen doen die een negatief rendement hebben, hetgeen uiteraard zeker niet de bedoeling is (Sandberg, 2007).

3.3 Hedge tegen inflatie

In de meeste huurovereenkomsten zit een indexatieclausule verwerkt. Dit wil zeggen dat de verhuurder de verhuurprijs éénmaal per jaar mag aanpassen aan de inflatie. Ook indien de indexatieclausule niet verwerkt is in het huurcontract kan de verhuurder de huurprijs indexeren. Enige voorwaarde is de het contract na 1991 opgemaakt dient te zijn en er geen clausule voorzien is die de indexatie verbiedt. De verhuurder zal dus niet aan koopkracht hoeven in te boeten. Zijn inkomsten stijgen immers als de inflatie positief is. Vroeger was dit van veel meer belang dan nu omdat de inflatie de laatste 20 jaar nogal vrij stabiel is geweest (Chun et al., 2004).

3.4 Nadelen

Beleggingen in onroerend goed worden ook gekenmerkt door enkele nadelen die ervoor zorgen dat niet alle beleggers vastgoed willen/kunnen opnemen in hun portefeuille.

Het managementintensieve karakter van vastgoedbeleggingen kan zowel voordelig als nadelig zijn. Het voordeel is al eerder omschreven en komt neer op het feit dat de belegger in staat is het rendement te beïnvloeden. Als nadeel kan je stellen dat een vastgoedbelegging meer kennis vergt dan een belegging in bijvoorbeeld de BEL20.

Een ander nadeel zijn de hoge eenheidsprijzen. Als kleine belegger is het zeer moeilijk om vastgoed in je portefeuille op te nemen rekening houdend met een verantwoorde risicospreiding (Troostwijk, 2005). Een derde nadeel zijn de hoge transactie- en informatiekosten. Deze zijn wezenlijk hoger dan bij aandelen en obligaties.

Ten slotte stelt Van Gool (2007) dat het ondoorzichtige karakter van vastgoed, beleggers kan aantrekken die minder eerzame of zelfs criminele doeleinden beogen.

De meeste nadelen van beleggen in direct vastgoed kan men omzeilen door te beleggen in indirect vastgoed.

4 Risico

Vastgoed is een illiquide beleggingsvorm. Indien je vastgoed aankoopt met als doel het op korte termijn te verkopen met winst kan je bedrogen uitkomen. Het verkopen van een gebouw kan al snel enkele maanden in beslag nemen. Bij aandelen en obligaties heb je dat probleem helemaal niet.

Ook met het verhuren van gebouwen zijn er risico's verbonden. De overheid heeft in 2007 een aantal nieuwe regels opgelegd die de huurder beter moeten beschermen. De verhuurder loopt steeds maar weer het risico dat de huurder zijn maandelijkse huur niet of op onregelmatige basis betaalt. Het feit dat de huurder door de wet beschermd wordt vormt een extra probleem voor de verhuurder. Als de verhuurder een woning verhuurt aan een gezin dat de maandelijkse huur niet kan betalen, kan hij het huis niet zomaar aan iemand anders verhuren. De verhuurder zal de regels van het wetboek moeten volgen. Het risico bestaat met andere woorden dat de verhuurder zijn woning een aantal maanden verhuurt zonder dat hij daarvoor een vergoeding krijgt.

De verhuurder loopt ook het risico dat de huurder zijn huurwoning niet of slecht onderhoudt. De verhuurder heeft dan extra kosten om het gebouw te herstellen. De verhuurder heeft in dat geval wel het recht om de huurwaarborg niet terug te betalen maar zelfs dat is soms onvoldoende om alle kosten hiermee te dekken.

In Nederland is men in 1995 gestart met het verzamelen van prestatiegegevens van direct onroerend goed. Deze gegevens zijn gecentraliseerd in de ROZ/IPD-index¹⁶. In tabel 17 zijn de rendementen en risico's van drie verschillende vastgoedmarkten (kantoren, winkels en woningen) in drie verschillende geografische gebieden opgenomen. De standaarddeviatie is hierbij de maatstaf voor het risico. Binnen Nederland zien we dat de markt van kantoren het meest risicovol is. Ook in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten blijkt de kantorenmarkt de meeste schommelingen gekend te hebben.

¹⁶ De ROZ/IPD-index rapporteert ieder kwartaal over het risico en rendement van Nederlands direct onroerend goed.

Tabel 17: Rendement en risico van de vastgoedmarkten (1980-2005)

Vastgoedmarkten	Gemiddeld jaarrendement				Standaard-deviatie	Sharpe ratio
	'80-'05	'80-'89	'90-'99	'00-'05		
Nederland (ROZ/IPD)	8,4%	5,5%	11,0%	8,7%	4,5%	1,2
<i>Kantoren</i>	7,0%	4,7%	8,9%	7,5%	6,0%	0,7
<i>Winkels</i>	8,5%	6,0%	10,4%	9,5%	4,9%	1,1
<i>Woningen</i>	8,6%	5,2%	11,8%	8,8%	5,4%	1,0
Verenigd Koninkrijk (IPD)	10,9%	11,6%	9,2%	11,3%	8,4%	0,9
<i>Kantoren</i>	9,6%	11,6%	7,4%	7,2%	10,3%	0,6
<i>Winkels</i>	12,0%	12,2%	10,6%	13,8%	7,1%	1,3
Verenigde Staten (NCREIF)	8,6%	10,0%	6,7%	9,3%	5,7%	1,0
<i>Kantoren</i>	7,3%	8,2%	6,0%	6,6%	8,0%	0,5
<i>Winkels</i>	9,8%	12,1%	5,3%	15,0%	5,9%	1,2
<i>Woningen</i>	10,3%	11,1%	9,5%	10,0%	4,3%	1,7

Bron: ROZ/IPD, IPD en NCREIF

Tabel 18 vergelijkt het rendement en risico van vastgoed met dat van vastgoedaandelen, aandelen en obligaties. Zowel in Nederland als in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten heeft vastgoed de laagste standaarddeviatie telkens gevolgd door obligaties. Voor deze drie landen heeft vastgoed ook de hoogste Sharpe-ratio¹⁷.

Toch mag je niet denken dat beleggen in onroerend substantieel minder risico inhoudt dan beleggen in andere markten. Het lage risico van vastgoed vloeit voort uit een vertekening van de cijfers. Deze cijfers van rendement en risico spruiten namelijk voort uit taxaties. Daar waar bij aandelen en obligaties de prijs meerdere malen per dag gevormd wordt, moet je bij de vastgoedmarkt vaak vertrouwen op inschattingen van een taxateur. Taxeren blijft mensenwerk waarbij vaak vergeleken wordt met het verleden. Dit is de reden waarom cijfergegevens van vastgoed vaak in relatie staan tot dat verleden (Van Gool et al., 2007).

¹⁷ De Sharpe-ratio is de verhouding tussen het gemiddeld verdiende rendement bovenop het risicovrije rendement en het risico

Tabel 18: Rendementen en risico van vastgoed, vastgoedaandelen, aandelen en obligaties (1980-2005)

	Nederland	Verenigd Koninkrijk	Verenigde Staten
Vastgoed			
<i>Gemiddeld jaarrendement</i>	8,40%	10,90%	8,60%
<i>Standaarddeviatie</i>	4,50%	8,40%	5,70%
<i>Sharpe ratio</i>	1,20	0,94	0,98
Vastgoedaandelen (GPR)			
<i>Gemiddeld jaarrendement</i>	8,70%	14,40%	14,70%
<i>Standaarddeviatie</i>	11,30%	18,80%	14,70%
<i>Sharpe ratio</i>	0,50	0,61	0,80
Aandelen (MSCI)			
<i>Gemiddeld jaarrendement</i>	16,5%	14,5%	14,3%
<i>Standaarddeviatie</i>	22,5%	16,8%	19,2%
<i>Sharpe ratio</i>	0,60	0,68	0,59
Obligaties (staatsobligaties)			
<i>Gemiddeld jaarrendement</i>	8,4%	11,1%	9,6%
<i>Standaarddeviatie</i>	6,8%	9,4%	7,2%
<i>Sharpe ratio</i>	0,79	0,86	0,92

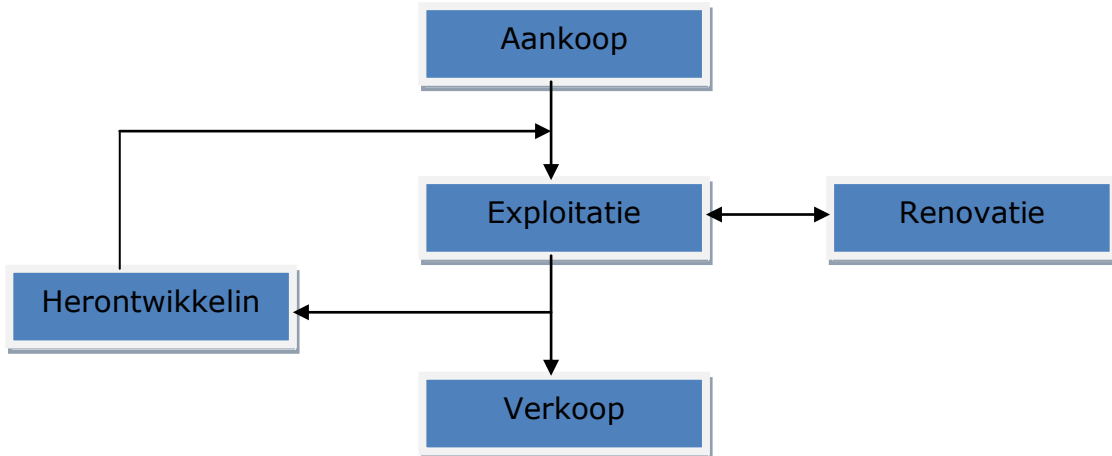
Bron: ROZ/IPD, IPD, NCREIF, Datastream, GPR

Uit onderzoek van Geltner (1993) en McAllister en Baum (2003) blijkt dat de standaarddeviatie die gebaseerd is op een taxatieproces een te laag risicoprofiel bevat. Hordijk en Theebe (2004) en Bounen en Eichholtz (2003) hebben op hun beurt hiervoor een filtertechniek ontwikkeld. Nadat de standaarddeviatie gefilterd is, zou je een juist beeld en een exactere waarde verkrijgen. Het resultaat is dat de standaarddeviaties gemiddeld met 25% in waarde stijgen.

5 Het beleggingsproces

In dit hoofdstuk wordt de levensloop van een belegging in vastgoed in beeld gebracht. We starten met de aankoop van het object. Vervolgens komen de exploitatie, eventuele renovatie en herontwikkeling aan bod. Om uiteindelijk af te sluiten met de verkoop. Onderstaande figuur brengt het beleggingsproces in beeld.

Figuur 23: Het beleggingsproces



Bron: Van Gool et al. (2007)

5.1 Aankoop

De aankoop van onroerend goed vormt uiteraard de basis. Zonder aankoop is er immers geen beleggingsportefeuille. De belegger zal anders dan bij aandelen en obligaties intensief op zoek moeten gaan naar investeringsmogelijkheden. De aankoop is van groot belang voor het behalen van de vooropgestelde doelen. De aankoopprijs bepaalt het aanvangsrendement. Het is dus cruciaal om niet te duur en onder goede voorwaarden aan te kopen. Op efficiënte markten is dit laatste echter vaak niet mogelijk. Maar zoals eerder al aangehaald werd, is de vastgoedmarkt niet efficiënt. Er is namelijk onvolledige informatie. Het is dus aan de belegger om op zoek te gaan naar beleggingsmogelijkheden die aan een lagere prijs dan de evenwichtsprijs te koop worden aangeboden. Een verkeerde aankoop van vastgoed is nadeliger en leidt tot meer schade dan een verkeerde aankoop van aandelen. Zo zijn er bij een miskoop in vastgoed hoge kosten aan verbonden en bovendien zal een eventuele verkoop ervan moeilijker tot stand komen dan een verkoop van aandelen.

In de aankoopfase spreek je niet enkel over aankopen van bestaande gebouwen. Voorgaande bemerkingen gelden evenzeer voor de aankoop van gronden en gebouwen op papier.

Alvorens je tot de aankoop overgaat, zal je een aantal methodes moeten toepassen om te bepalen dat de investering financieel gezien interessant is. Drie veel gebruikte methodes zijn:

1. De bruto-aanvangsrendementmethode (BAR-methode)
2. De discounted-cashflowmethode (DCF-methode)
3. De vervangingskostenmethode

De **BAR-methode** wordt dikwijls door particuliere beleggers toegepast. Door deze methode vormen de beleggers een eerste oordeel over het rendement van de investering. De BAR is de verhouding tussen de bruto-aanvangsjaarhuur en de investering, uitgedrukt in procent. In formulevorm krijgen we dan: $Y_{BAR} = \left(\frac{BH_1}{I}\right) \times 100\%$.

Een cijfervoorbeeld: Je kan een pand kopen voor €2 miljoen. De huurprijs bedraagt €12.500 per maand. Ingevuld in de formule bekom je: $Y_{BAR} = \left(\frac{€150.000}{€2.000.000}\right) \times 100\%$.

Het bruto-aanvangsrendement bedraagt dus 7,50%.

Deze methode biedt als voordeel dat ze vrij gemakkelijk te berekenen is en je snel een eerste oordeel kan vellen. Het nadeel van de BAR-methode is dat er enkel rekening gehouden wordt met het aanvangsrendement. Je kan er dus geen rendement mee berekenen voor de hele exploitatieperiode. Hiervoor zijn andere methodes zoals de DCF-methode beter geschikt.

De **DCF-methode** houdt wel rekening met de hele exploitatieperiode. De DCF-methode wordt dan ook wel de netto-contantewaardemethode genoemd waarbij je alle cashflows gedurende de exploitatieperiode en de eventuele verkoopprijs contant gaat maken. Dit wil zeggen dat je de cashflows en verkoopprijs die in de toekomst zullen geïnd worden een huidige waarde zal geven en dit volgens de formule:

$$NCW = [CF_1/(1 + R)^1] + [CF_2/(1 + R)^2] + \dots + [CF_n/(1 + R)^n]$$

Met:

NCW = netto-contantewaarde

CF = cashflow

R = disconteringsvoet

Bijvoorbeeld: Je koopt een pand voor €2 miljoen en je verwacht jaarlijks gedurende 20 jaar €150.000 huur te ontvangen. Op het einde van die 20 jaar verkoop je het gebouw voor €800.000. De disconteringsvoet bedraagt 5%. Cijfermatig geeft dit:

$$NCW = [\text{€}150.000/(1,05)^1] + [\text{€}150.000/(1,05)^2] + \dots + [\text{€}150.000/(1,05)^{20}] + [\text{€}800.000/(1,05)^{20}] \\ = \text{€}2.170.843$$

Dit zou betekenen dat je gedurende de exploitatieperiode van 20 jaar €170.843 winst maakt. Dit is een rendement van 8,54%.

De **vervangingskostenmethode** is een derde methode met een totaal andere invalshoek. Met de BAR- en DCF-methode bereken je het rendement dat vastgoed na aankoop zou opleveren. De vervangingskostenmethode vergelijkt de prijs van aankoop met de prijs waarmee je het gebouw zelf zou kunnen bouwen. Indien de bouwprijs hoger is dan de aankoopprijs kan je spreken van een interessante investering. Deze methode wordt vooral in die gebieden gebruikt waar er voldoende ruimte voor nieuwbouw beschikbaar is. De Verenigde Staten is een goed voorbeeld van zo een gebied.

5.2 Exploitatie

Na de aankoop van onroerend goed zal je gedurende de exploitatieperiode aan goed beheer moeten doen. Het is dus niet zo dat je een huis kan aankopen en verhuren zonder dat je er verder nog naar omkijkt. Als belegger zal je door middel van een goed beheer de volgende doelstellingen kunnen bereiken:

1. Het vergroten van de netto-inkomsten
2. Het reduceren van het risico

5.2.1 Het vergroten van de netto-inkomsten

De verhuurder kan zijn netto-inkomsten op diverse manieren verhogen. Een eerste manier bestaat erin te zorgen voor zo weinig mogelijk leegstand. Indien een huis drie maanden leeg staat, zijn dat drie verloren maanden. Waarvan de opbrengst niet nul is maar negatief want er zijn immers ook een aantal kosten die gedragen moeten worden. We denken dan bijvoorbeeld aan een brandverzekering. De verhuurder kan nochtans een

aantal inspanningen doen om deze leegstand te beperken. Zo kan hij tijdens de opzegperiode van zijn huurders pro-actief op zoek gaan naar nieuwe huurders door met name reclame te maken voor zijn pand in een aantal dagbladen.

Ten tweede zijn de netto-inkomsten te verhogen door het indexeren van de huurprijs. Een verhuurder heeft het recht eenmaal per jaar de huurprijs te verhogen met de index. Indien de verhuurder dit niet schriftelijk meldt aan de huurder, zal hij deze extra inkomsten mislopen. Ten slotte is een derde optie voor de verhuurder om de netto-inkomsten te verhogen het reduceren van exploitatiekosten. Tot deze kosten behoren onder andere verzekerings- en onderhoudskosten. De onderhoudskosten kunnen verminderd worden als hij het verhuurde pand op regelmatige wijze onderhoudt. Op die manier kunnen grote kosten vermeden worden.

5.2.2 Het reduceren van het risico

De verhuurder dient zijn huurders te beschouwen als zijn klanten. En tevreden klanten keren altijd terug naar dezelfde winkel. Ook huurders moeten tevreden gehouden worden. Een goed contact tussen huurder en verhuurder zorgt ervoor dat de huurder waarschijnlijk langer zal blijven huren. Ook kan de verhuurder zijn risico verminderen door kandidaat-huurders door te lichten. De verhuurder kan allerlei gegevens van de mogelijke huurder opvragen om zo een beter beeld van hem te creëren. De verhuurder mag bijvoorbeeld vragen een loonfiche opvragen opdat zou blijken dat de kandidaat-huurder solvabel is. Zo verlaagt hij het risico op wanbetaling aanzienlijk.

Tot het verminderen van het risico behoort ook het tijdelijk van de hand doen van het gekochte gebouw. Indien je merkt dat het steeds moeilijker wordt om een pand te verhuren en je regelmatig met leegstand hebt, kan het soms beter zijn om het pand te verkopen.

5.3 Renovatie en dispositie

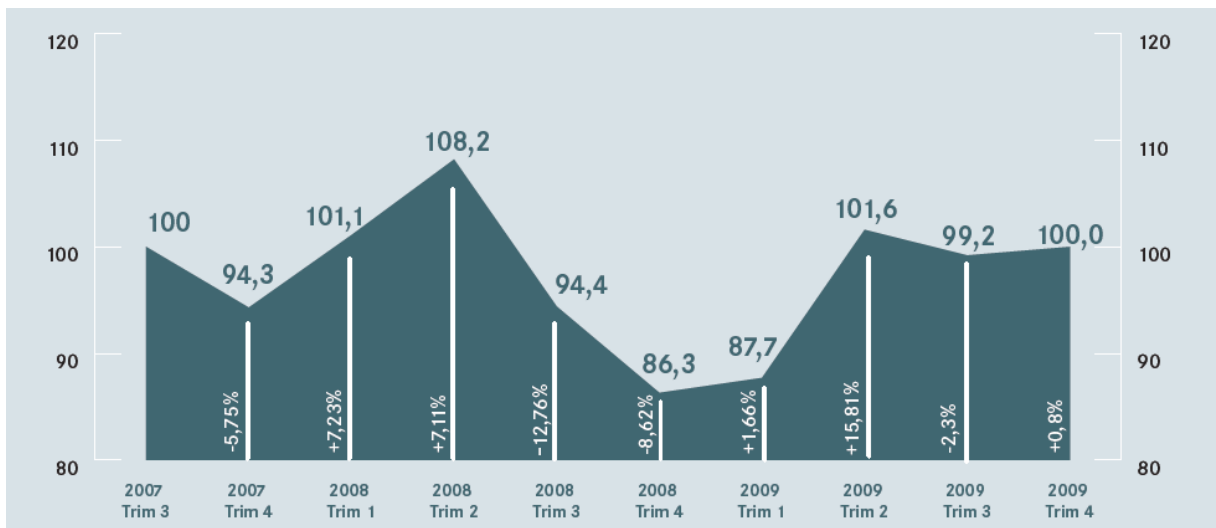
Naarmate een gebouw ouder wordt, daalt de intrinsieke waarde. Indien de inkomsten dalen aangezien het gebouw niet meer voldoet aan de technologische eisen van de huurders heeft de verhuurder drie keuzes. Hij kan niets doen, hij kan renoveren of hij kan verkopen. Om de juiste keuze te maken kan de belegger de contante waarde van deze drie alternatieven berekenen. Het alternatief met de hoogste netto-contantewaarde geniet uiteraard de voorkeur.

6 Beleggen in vastgoed en de financiële crisis

Om sneller een beeld te krijgen van de evolutie van de vastgoedmarkt is er door het notariaat¹⁸ in oktober 2009 de notarisbarometer ingevoerd (Van Opstal, 2010). De notarisbarometer meet de activiteitsgraad van de bevolking betreffende familiale zaken, vastgoed en vennootschappen. Het verschijnt vier maal per jaar en geeft telkens de evolutie van bovenvermelde activiteiten weer.

Voor de vastgoedmarkt wordt telkens de index van de vastgoedactiviteit en de evolutie van de prijzen besproken. De index van de vastgoedactiviteit weerspiegelt de evolutie van het aantal dossiers dat door de notarissen behandeld werden.

Figuur 24: Vastgoedactiviteit notarissen



Bron: Van Opstal (2009)

De index van de vastgoedactiviteit is gestart in het derde trimester van 2007. Men heeft vastgesteld dat de index een structurele daling kent in trimester drie en vier. Dit heeft te maken met het feit dat zowel de zomer- als de wintervakantie binnen deze periode valt. Tijdens deze twee trimesters zijn er dus minder werkdagen en dit zou leiden tot minder activiteit (Van Opstal, 2009). De eerste helft van 2008 is er een sterke stijging van de vastgoedactiviteit te bespeuren. De opeenvolgende stijgingen van respectievelijk 7,23% en 7,11% waren te danken aan een vraagoverschot (Van Opstal, 2009).

¹⁸ www.notaris.be is de site van de Nederlandstalige notarissen.

De index van de vastgoedactiviteit had op dat moment een waarde van 108,2. Maar vanaf de tweede helft van 2008 sloeg de financiële crisis toe. Twee trimesters later noteerde de index een waarde van 86,3. Gemiddeld komt dit neer op een daling van 10,1% per trimester. Tijdens de crisis is het aantal transacties dus aanzienlijk gedaald.

Uit een enquête die iVox¹⁹ in opdracht van Het Nieuwsblad en De Gentenaar hield bij duizend Vlamingen, van 18 tot 47 jaar, blijkt dat één op de twee Vlamingen een aankoop van vastgoed uitstelt. Begin 2009 waren er nog 29,5% van de ondervraagden van plan een woning aan te kopen op korte of middellange termijn. In 2010 is dit gedaald tot 13,5%. Het uitstellen van de aankoop heeft verschillende oorzaken. 23,8% van de ondervraagden schort de aankoop op omdat men de **crisis als bedreiging** ziet. Men wil geen langlopende lening aangaan in tijden van crisis. Een andere groep (25,9%) ziet de **crisis als een opportuniteit**. Deze personen verwachten dat de vastgoedprijzen zullen dalen en stellen daarom de aankoop uit (Van Opstal, Iedere belg moet een huis kunnen verwerven, 2010).

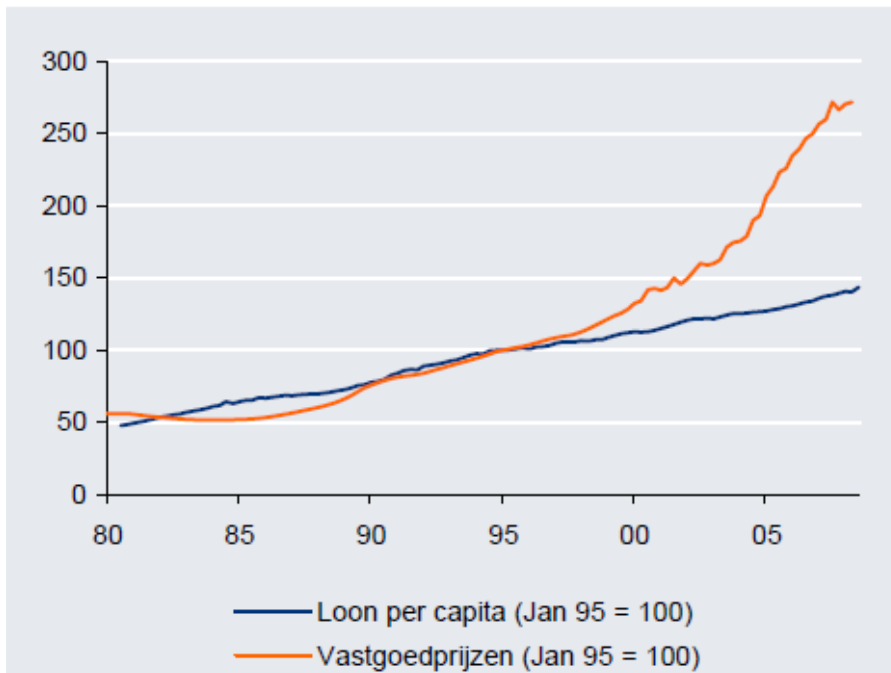
Na het dieptepunt eind 2008 is er een heropleving merkbaar op de vastgoedmarkt. Na een lichte stijging in het eerste trimester kende het tweede trimester een forse stijging van 15,8%. De daling die hierop volgde heeft te maken met het seizoenseffect dat eerder besproken werd. Eind 2009 stond de index op 100 hetgeen hetzelfde niveau is als het derde trimester van 2007 (Simoens, 2010). Het eerste trimester van 2010 is alvast goed begonnen. In januari 2010 zijn er 20,8% meer transacties dan in januari 2009 (Van Opstal, 2010).

Ook het commercieel vastgoed lijdt onder de crisis. Er staan met name meer winkels leeg dan vorig jaar. De leegstand is op één jaar tijd toegenomen van 5,42% tot 6,18%. Dit is een forse toename van 14%. Vooral steden met grote winkelcentra ondervinden grote problemen. Zo heeft het Waasland Shopping Center zeer negatieve gevolgen voor de leegstand in de stad Sint-Niklaas. De leegstand is er maar liefst zeven keer hoger dan in Gent (Trends, 2010).

De prijzen van vastgoed zijn de laatste decennia enorm gestegen. Zoals je in figuur 25 kan zien, zijn de prijzen op tien jaar tijd meer dan verdubbeld.

¹⁹ iVox is in 2004 opgericht en is gespecialiseerd in het voeren van online marktonderzoek.

Figuur 25: Evolutie prijzen vastgoed



Bron: Manceaux (2009)

De financiële crisis heeft niet in alle vastgoedsectoren een daling van de prijs teweeggebracht. Woningen zijn het laatste kwartaal van 2009 in prijs gedaald. Vergeleken met 2008 kende de woningprijzen een daling van 8%. De daling was het grootst in Brussel (9,3%) gevolgd door Wallonië (8,8%). De daling was het kleinst in Vlaanderen (5,8%).

Appartementen hebben minder last van de crisis. De prijzen zijn zelfs gestegen in Brussel (2,6%) en in Vlaanderen (1,1%). In Wallonië daalden de prijzen echter wel met 1,2% (Van Opstal, 2009).

Vandaag de dag staat vastgoed langer te koop dan twee jaar geleden. Tegenwoordig staat een huis gemiddeld vijf maanden en een appartement zeven maanden op de markt. Dit is dubbel zo lang als twee jaar geleden (Van Opstal, 2010).

De hierboven besproken gevolgen van de financiële crisis hebben ervoor gezorgd dat de vastgoedmarkt een kopersmarkt is geworden. Dit wil zeggen dat de kopers meer macht hebben dan de verkopers en in staat zijn om een neerwaartse druk op de prijs uit te oefenen. Volgens John Romain van Immothekeer kunnen de kopers gemakkelijk 10% en meer van de vraagprijs afdingen (Van Opstal, 2010).

Deel 4: Wijn

1 Inleiding

De wijnmarkt is verschoven van een opkomende groeimarkt in de jaren '80 naar een volledig operationele investeringsmarkt vanaf de jaren '90 tot nu. Dit betekent dat de wijnmarkt door een aantal structurele veranderingen toegankelijker is geworden voor investeerders. Traditioneel werd de wijnmarkt gezien als niet-commercieel waarbij de aankoop van wijn gedreven werd door bepaalde emoties. De meeste personen kochten wijn aan met als doel het te laten rijpen voor toekomstige consumptie. Weinig personen zagen het echter als een financiële investering. De traditionele aanpak was "twee kopen, drink één gratis". In het verleden was het effectief mogelijk om een gedeelte van je investering gratis op te drinken. Dit kon gerealiseerd worden door de wijn op de primaire of secundaire markt aan te kopen in het begin van zijn levensduur om erna een gedeelte van de investering te verkopen zodat de aankoopkost gereduceerd kon worden tot nul. Recent heeft de wijnmarkt te maken met de opkomst van nieuwe consumenten die de aandacht trekken van internationale investeerders. Ze ondervinden dat een investering in wijn mogelijkheden biedt bij het realiseren van bovengemiddelde financiële returns. Goede wijn zoals Bordeaux wordt bij deze nieuwe consumenten gezien als gezond en een identiteit van status en rijkdom. Het drinken van goede wijn wordt aanzien als het bezitten van een bepaalde snobwaarde. Hierdoor zal een "goede" wijn continu een stijgende vraag ondervinden wat een positief effect zal hebben op de prijs. Terwijl de "twee kopen, drink één gratis"-strategie blijft voortbestaan, zal in de toekomst een investering in wijn meer en meer gezien worden als een puur investeringsmedium waarbij zowel de professionele als de private investeerder niet de intentie zal hebben om zijn investering te consumeren (Kumar, 2005).

Masset en Henderson (2008) geven in hun studie aan dat beleggen in wijn als een alternatieve investering gezien kan worden. De prijzen van wijn zijn de laatste jaren onderhevig aan hoge inflatie. Dit geldt vooral voor de kwaliteitswijnen uit Bordeaux en Bourgogne. De vraag naar deze wijnen is gestegen door de huidige financiële crisis en de opkomst van nieuwe consumenten uit Rusland en Azië. Stacey Golding van het investeringsbedrijf Premier Cru voegt hieraan toe dat wijn een populaire investering is ondanks de financiële crisis. Een fles wijn kan gezien worden als een tastbaar product. Bovendien is het een flexibele investering. Indien je cash nodig hebt, kan je op elk moment een kist wijn verkopen (Wall, 2009).

Beleggen in wijn heeft in de voorbije jaren een sterke groei gekend. Bewijs daarvan is de oprichting van *the American Association of Wine Economists* en het bijhorende *Journal of Wine Economics*. Bovendien hebben de maandelijkse wijnveilingen die georganiseerd worden door de top zes veilinghuizen een bedrag van meer dan \$15 miljoen gegenereerd (Sanning, 2006).

2 Kwaliteitswijn

Veel onderzoekers gebruiken wijn uit de regio van Bordeaux in hun studie. Deze regio staat internationaal bekend voor zijn historische en consistente productie van goede wijn van uitzonderlijke kwaliteit. In veel van onze voorbeelden zal dan ook terug verwezen worden naar wijn uit Bordeaux.

2.1 Bordeaux als kwaliteitswijn

De beste wijnen uit Bordeaux worden gemaakt van druiven van het type cabernet, sauvignon en merlot. Ze groeien op een stuk land dat genoemd is naar het wijndomein of château. Als er 10 wijnoogsten zijn en 6 wijndomeinen dan zijn er in principe 60 wijnen met een verschillende kwaliteit. De informatie die beschikbaar is over een wijndomein en de wijnoogst bepalen voor een groot gedeelte de kwaliteit van de wijn. De weersomstandigheden zijn ook bepalend voor een goede wijnoogst. In het algemeen worden wijnoogsten met een hoge kwaliteit geassocieerd met de droge maanden augustus en september, warme groeimaanden en vochtige wintermaanden. Verder bestaat er een negatieve relatie tussen de prijs en het jaar van de wijnoogst. Dus hoe ouder de wijn, hoe groter de waarde van een bepaalde wijn. Op basis van het jaar van de wijnoogst en de variabelen die het weer bepalen, heeft Ashenfelter (2007) een model opgesteld dat de uitgifteprijs voorspelt van een nieuwe wijn zodra de groeiperiode voorbij is. Aanvullend op deze determinanten geeft Schamel (2000) in zijn studie aan dat onze zintuigen ook een grote rol spelen bij het bepalen van de kwaliteit. De kleur, intensiteit, aroma en zuurheid zijn een voorbeeld van deze subjectieve indicatoren. Omdat consumenten en investeerders vaak onvoldoende informatie kunnen verschaffen over deze subjectieve indicatoren is hun aankoop meermaals gebaseerd op reputatie.

2.2 Marketing en distributie van Bordeaux-wijnen

Wijndomeinen uit de streek van Bordeaux houden een voorraad aan van alle afgelopen wijnoogsten. Dit betekent dat als een oogst zou falen en men geen wijn op de markt kan aanbieden men beroep kan doen op de voorraad die aanwezig is. In maart zakken wijnkeurders af naar Bordeaux om de geproduceerde wijn van de oogst van september te proeven. Hun bevindingen worden gepubliceerd en deze opinies bepalen ook de initiële vraag en openingsprijzen van de nieuwe wijnen. In de loop van april beginnen de wijndomeinen met de verkoop van hun productie van vorig jaar. Ze sturen de Courtiers aan om de marktplaats te testen door te praten met onderhandelaars die zullen

aangeven welke prijs ze voor een bepaalde wijn willen betalen. Courtiers zijn onafhankelijke agenten die een bepaalde voorraad van een wijndomein mogen aanbieden in ruil voor een commissie van ongeveer 2%. De onderhandelaars maken telkens een akkoord met de *World's Wine Trade* waardoor ze regelmatig winstmarges ontvangen. De initiële aankoop van nieuwe wijn gebeurt "en primeur". Dit betekent het kopen van wijn die zich nog in het vat bevindt. Met andere woorden een wijn geproduceerd in september 2008 kan enkel geleverd worden in het voorjaar van 2010. Wanneer ze eenmaal door deze onderhandelaars als futures worden verkocht, komen deze futures terecht op de secundaire markt waar ze vaak een aantal keren worden verhandeld alvorens ze verscheept worden (Kumar, 2005).

3 Participeren in de wijnmarkt

3.1 Directe investering

Er bestaan verschillende methoden die men als belegger kan hanteren om op een directe wijze te investeren in wijn. Op de secundaire markt kan men wijn aankopen via veilingen, het internet of via wijnhandelaren en supermarkten. Vervolgens kan men ervoor opteren om zelf wijnboer te worden. Voor het behalen van een return kan men ook grond verhuren aan wijnboeren of leasen van wijnstokken. Deze handelwijzen worden in onderstaande paragrafen nader toegelicht.

3.1.1 Aankoop "en primeur"

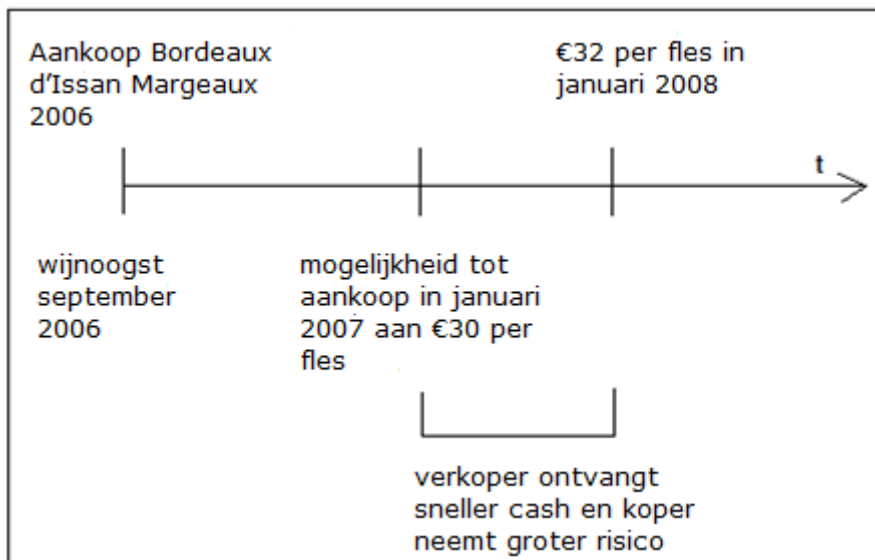
De meest attractieve methode om wijn aan te schaffen is het kopen "*en primeur*". Deze methode kan men als investeerder hanteren wanneer men een bepaalde wijn wil aanschaffen alvorens de wijn gebotteld wordt. Bijgevolg zal een investeerder futures van een bepaalde wijn moeten aankopen. Op het moment van aankoop van futures is de wijn nog steeds in het vat aanwezig. In theorie biedt deze methode het grootste potentieel voor het behalen van hoge returns. De prijs die men moet betalen is vaak lager dan de prijs bij uitgifte voor het grote publiek. Beleggers worden door deze lage prijs aangetrokken om wijn aan te kopen wanneer hij nog niet in de fles zit. Dit is een vorm van beloning voor investeerders omdat wijnboeren hun cash vroeger ontvangen (Winedoctor, 2003). Een andere reden waarom investeerders geneigd zijn om "*en primeur*" aan te kopen is omdat ze een wijn van een goed jaar willen bemachtigen.

Daarentegen zijn er ook nadelen verbonden bij het aankopen "*en primeur*". Het grootste nadeel verbonden aan het kopen "*en primeur*" is het risico op het kopen van een onafgewerkt product. Het terug verkopen van futures tijdens de periode vooraf aan uitgifte kan problematisch zijn omdat er geen manier is om de marktprijs te bepalen van een wijn die zich nog in een vat bevindt. Het vinden van kopers voor de futures wordt hierdoor bemoeilijkt waardoor het lastig zal zijn om je futures van de hand te doen. Een ander nadeel is dat in de toekomst onvoldoende personen in de aanbodketen zouden kunnen zitten die de vaten wijn niet willen commercialiseren. Omdat er onzekerheid bestaat over de verkoop van wijn worden de vooruitzichten op het behalen van winsten niet altijd ingelost voor een bepaalde "en primeur" investering.

Een voorbeeld zal deze methode verduidelijken. Stel een belegger wil vroegtijdig investeren in een Bordeaux d'Issan Margeaux 2006. In januari 2007 heeft hij de

mogelijkheid om één fles wijn, die zich nog in het vat bevindt, aan te kopen tegen €30. Hij sluit een futurescontract af met de wijnboer. Dit contract legt een prijs vast van €30 en voorziet een levering van deze wijn in januari 2008. Indien de prijs bij uitgifte voor het grote publiek in januari 2008 €32 bedraagt zal de belegger een return van €2 per fles realiseren. Normaliter zal de prijs voor het grote publiek groter zijn dan een "en primeur" prijs maar zekerheid hieromtrent bestaat niet.

Figuur 26: Aankoop "en primeur"



Bron: eigen verwerking

3.1.2 Veilingen

De wijn verkocht via veilingen vertegenwoordigt ongeveer 12,5% van de omzet gerealiseerd in de globale secundaire markt. Vroeger bestond de functie van wijnveilingen uit het verkopen van wijn in vaten terwijl vandaag veilingen zorgen voor de commerciële handel van flessen in alle stadia van maturiteit. Een groot voordeel van het aankopen van wijn via een wijnveiling is dat men kan gebruik maken van de deskundigheid van verschillende specialisten. Deze beoordelen en taxeren de wijnen en geven advies. Veilingen ondernemen tegenwoordig ook stappen om de afkomst en achtergrond van de wijn te garanderen om zowel de koper als haar eigen reputatie te beschermen. Christie's en Sotheby's zijn de grootste internationale spelers ter wereld in de veilingmarkt. Beide zijn opgericht in de 18^e eeuw en zijn 's werelds oudste en meest prestigieuze veilinghuizen. Traditioneel was het verkopen van wijn in veilingen een relatief langdurig proces waarbij de verkoop slechts één tot twee maal per jaar plaats

vond. Meer recent, met de snelle expansie van de wijnmarkt en met het groot aantal verzamelaars en investeerders die kwaliteitsvolle wijn begeren, zijn de prijzen niet alleen gestegen maar gaat de afhandeling ook veel sneller. Toch bekritiseert de wereldhandel veilingen als een relatief dure plaats om kwaliteitswijn te kopen. Vaak zijn veilingprijzen hoger dan hun werkelijke waarde wanneer er veel vraag is naar een bepaalde wijn of wanneer enkele investeerders vastberaden zijn om te bieden voor een bepaald lot. Verder maken wijnveilingen via het internet ook deel uit van de secundaire markt. Deze online veilingen wekken de interesse op van een groot aantal investeerders om te beleggen in wijn. Daarentegen is advies van experts niet voorhanden en kan men de authenticiteit niet altijd garanderen (Kumar, 2005).

Hoe verloopt het veilingproces?

Aan de hand van de vastgestelde staat en de laatst geldende veilingprijzen stelt het veilinghuis een richtprijs vast. Verder bepaalt de veiling ook een limiet waaronder de wijn niet verkocht wordt. Vervolgens wordt er een catalogus voor het grote publiek beschikbaar gesteld. In deze catalogus staan alle wijnen die te koop worden aangeboden. Bij elke wijn wordt het aantal beschikbare *lots* weergegeven. Eén lot bestaat meestal uit een kist van zes of twaalf flessen. De veiling begint meestal met een voorproeverij. Als investeerder heb je dan de mogelijkheid om een selectie van de te veilen wijnen te proeven. Wijnexperts voorzien investeerders van deskundig advies. Het bieden gaat van start zodra de laatste bezoekers de voorproeverij hebben verlaten. De vraag die een belegger moet stellen is: tot hoever is iemand bereid te bieden? Omdat het niet gaat om het veilen van kunst zullen hoge transactiepreizen achterwege blijven. In het algemeen worden de meeste *lots* verhandeld binnen de vooraf bepaalde schattingen. De veilingmeester hamert onder toezicht van een gerechtsdeurwaarder alle te koop aangeboden *lots* af. Indien je niet aanwezig kan zijn kan men altijd schriftelijk of telefonisch bieden (Veld, 2009).

3.1.3 Alternatieve aanbodschakels

Ten slotte zijn er een aantal wijnmakelaars en retailers die het grootste gedeelte van hun omzet op de secundaire markt realiseren. Grote supermarkten zoals Delhaize en Carrefour trekken steeds meer investeerders aan. Deze supermarkten kopen immers wijn in grote hoeveelheden aan waardoor ze een lagere prijs kunnen aanbieden. Door het aanbod van wijn op de secundaire markt hebben investeerders de kans om wijnen later in hun cyclus aan te kopen wanneer ze hun maturiteit dichter benaderen en een bepaalde

reputatie hebben opgebouwd. Investeerders zullen dan een hogere prijs moeten betalen in vergelijking met de primaire markt maar zullen tegelijkertijd voordeel halen uit een snellere terugbetaling in vergelijking met een aankoop in primeur.

3.1.4 Wijnboer

Als alternatief voor het verhandelen van wijnflessen kan je als investeerder ook beslissen om wijnboer te worden. Wijn verbouwen vereist wel een grotere kapitaalleg. Je moet investeren in gronden, machines, mensen om je eigen wijn te produceren. De grootte van een wijngaard bepaalt de omvang van de investering. Hoe groter de wijngaard des te groter de mate van automatisering die nodig is om je wijn te produceren. Een opstartende onderneming zal in de eerste jaren enkel kosten realiseren en zal dus bijgevolg geen winst maken. Het verbouwen van wijn kan dus als een lange termijn investering worden gezien. Als wijnboer ben je voor een groot gedeelte afhankelijk van de consumptie in een bepaald land. Indien je een onderneming in België zou opstarten, zijn de consumptie vooruitzichten in België volgens Megavino²⁰ gunstig. Ondanks de financiële crisis hebben de Belgen vorig jaar tot eind september 2009 1,2% meer wijn geconsumeerd dan in dezelfde periode voordien.

3.1.5 Leasing

Een andere methode om te beleggen in wijn is door wijnstokken te huren van wijnboeren. Het voordeel van deze aanpak is dat de kosten voor exploitatie niet betaald moeten worden. Vitilease is zo een Nederlands Limburgs bedrijf dat 6 hectaren grond ter beschikking stelt met ongeveer 25000 wijnstokken. Wijnliefhebbers of investeerders kunnen in veelvoud van vier wijnstokken leasen. De investeerder kan kiezen uit een rode, witte of rosé wijn. Bovendien kan hij het type fles en etiket zelf bepalen (Vitilease, 2009). Indien een belegger daarentegen gronden ter beschikking heeft, kan hij deze verhuren aan een wijnboer. Hij kan zich eventueel ook door de wijnboer laten uitbetalen in flessen wijn. Wederom zal hij geen exploitatiekosten moeten betalen.

3.2 Indirecte investering

De ontwikkeling van indices zoals de Liv-ex 100 Index in Groot-Brittanië en iDealwine²¹ in Frankrijk hebben de transparantie en liquiditeit van de wijnmarkt enorm verbeterd. De

²⁰ Megavino is een wijnbeurs die jaarlijks in Brussel wordt georganiseerd.

²¹ Een Franse wijndindex die ook online verkoop van wijnen organiseert.

wijnmarkt heeft hierdoor nieuwe investeerders aangetrokken die regelmatig via indices investeren (Masset en Weisskopf, 2009).

De Liv-ex 100 Index wordt door vele investeerders als benchmark voor de wijnmarkt gebruikt. Zij vertegenwoordigt de prijsveranderingen van de 100 meest getransfereerde kwaliteitswijnen ter wereld. Deze index bestaat hoofdzakelijk uit Bordeauxwijnen maar ook wijnen uit Bourgogne en Italië maken er deel van uit. Naast een benchmark wordt Liv-ex eveneens gebruikt als een online platform waar professionele investeerders en wijnhandelaren kunnen traden. Liv-ex stelt additioneel historische data en maandelijkse rapporten ter beschikking voor haar leden. De kost om lid te worden is £500 per jaar. Daarnaast wordt er een kost aangerekend van 2,75% per transactie (Liv-ex, 2009).

Sinds de eeuwwisseling zijn er ook een aantal wijnfondsen opgericht die beleggen in wijn in een negatief daglicht hebben geplaatst. Het Bordeaux Wijnfonds 2001 en Bordeaux Advisory zijn hier voorbeelden van. Veel beleggers haptten toe maar bleken achteraf bedrogen. De wijnfondsbeheerders pleegden fraude en zijn in de rechtbank veroordeeld wegens oplichting. Afgezien van voorgaande praktijken zijn er een aantal wijnfondsen opgericht zoals bijvoorbeeld de Grand Cru beleggingsmaatschappij die beleggen in wijn willen stimuleren zonder frauduleuze praktijken. Deze onderneming is een Nederlands beleggingsfonds dat gespecialiseerd is in het verhandelen van wijn uit Bordeaux. Het fonds is opgericht door experts die uitstekende kennis hebben op het gebied van beleggen in en het inkopen van kwaliteitswijn. Beleggers kunnen intekenen voor een minimum bedrag van € 25000. Het vooropgestelde rendement is 15% per jaar. Tijdens de opbouwfase van het fonds werd beslist om welbepaalde wijnen aan te kopen. Gedurende de tweede periode of consolidatiefase wordt dan elk jaar bepaald welke wijnen men moet aan- en verkopen. De laatste 5 jaar is er een liquidatiefase waarbij de portefeuille zal afgebouwd worden door de verkoop van wijnen. Over de verkoop van wijnen welke tot 2018 mogelijk is, maakt het management zich weinig zorgen. De vraag naar kwaliteitswijn uit Bordeaux blijft immers hoog en wordt mede gestimuleerd door de opkomst van nieuwe miljonairs uit groeilanden zoals China. Mocht Grand Cru ooit failliet gaan dan biedt dit fonds nog altijd een tastbare collectie grand cru's aan voor zijn aandeelhouders. In bijlage 5 treft u een volledig overzicht van alle selectiecriteria en kerngegevens van Grand Cru (Grand Cru, 2009).

4 Strategieën

Wijn is volgens Kumar (2005) onderhevig aan de wet van afnemende returns welke verklaart dat het aantal mensen die in wijn investeren sneller stijgt dan het aantal nieuw ontdekte wijnen. De praktische problemen verbonden aan het investeren in wijn hebben veel gemeen met deze van het beleggen in aandelen. Zo is zowel de keuze uit verschillende aandelen als wijnen vergelijkbaar groot en fluctueert hun waarde voor beide voortdurend. De kunst in het aankopen van wijn, zoals bij het kopen van aandelen, is ondergewaardeerde activa kopen om deze vervolgens te verkopen wanneer deze activa een "billijke waarde" hebben bereikt.

Het primair doel van een investering in wijn is winst te realiseren op basis van het aanbod op de markt. De beschikbaarheid bepaalt immers de waarde van de wijn. De winst die men vooropstelt, dient groter te zijn dan die van een equivalente investering met hetzelfde risico. Het begrijpen van een investering in wijn is zo simpel als het kennen van de principes van vraag en aanbod. Wijn van goede kwaliteit wordt geproduceerd volgens strikte hoeveelheden. Bijgevolg verhoogt de stijgende globale vraag de waarde van de wijn die beschikbaar is op de markt. Dit betekent een uitstekend klimaat om te investeren in wijn omdat het de basis creëert voor een stabiele markt en gestaag stijgende prijzen.

Een investering in wijn kan een levensduur tot 50 jaar omvatten. De levenscyclus van wijn ondergaat meestal de volgende procedure. De eerste 6 tot 18 maanden na het op de markt brengen van de wijn, kan gepaard gaan met een forse stijging van de prijs. De daaropvolgende jaren kunnen de prijzen fluctueren. Nadien stabiliseert de waarde van de wijn totdat de wijn klaar is voor consumptie; voor wijnen uit Bordeaux gewoonlijk na 15 tot 20 jaar. Na deze periode beginnen de voorraden te slinken en zullen de prijzen opnieuw gestaag stijgen. De wijn zal verder rijpen en prijzen zullen stijgen tot het einde van zijn levenstijd.

Afhankelijk van de investeringshorizon bestaan er twee optimale momenten om kwaliteitsvolle wijn te verkopen. Ten eerste kan men wijn vroeg in primeur kopen om het na 18 maanden opnieuw te verkopen. Ten tweede kan men wijn in primeur kopen en bijhouden tot maturiteit om hem dan te verkopen aan optimale prijsniveaus. Afhankelijk van de oogst en de kwaliteit van de geproduceerde wijn zullen de diverse wijnen hun maturiteit op een verschillend tijdstip bereiken. Sommige wijnen moeten na 5 jaar

geconsumeerd worden terwijl andere wijnen consumeerbaar zijn na 50 jaar (Kumar, 2005).

5 De relatie tussen prijs en kwaliteit

Consumenten en investeerders hebben de keuze uit een groot aanbod van wijnen uit verschillende landen met elk hun eigen prijs. Gezien de hoge variabiliteit aan wijnen is het handig om de relatie tussen prijs en eigenschappen van wijn te begrijpen. Wat is het effect op de prijs etiket-aanduidingen zoals het jaartal, naam en afkomst op de prijs? Welke rol spelen weercondities tijdens het groeiseizoen bij de vorming van de prijs? Is de prijs in overeenstemming met de kwaliteit van een bepaalde wijn? Dit zijn allemaal vragen die investeerders zich moeten stellen bij overweging tot aankoop van wijn.

De meningen omtrent de relatie tussen prijs en kwaliteit zijn in de vakliteratuur verdeeld. Aan de ene zijde staan onderzoekers die beweren dat prijsverschillen het gevolg zijn van een variatie in kwaliteit. Ze argumenteren dat consumenten of investeerders niet altijd belogen worden en dat prijzen automatisch door de markt aangepast worden in functie van het kwaliteitsniveau. Terwijl dit argument klopt voor een aantal kwaliteitswijnen die jaarlijks via veilingen verkocht worden, geldt dit echter niet voor de meerderheid van de minder bekende wijnen. Er is relatief minder informatie beschikbaar over de onbekende wijnen waardoor hun prijzen minder sterk gerelateerd zijn aan hun kwaliteit. Anderzijds zijn er ook enkele studies die aangeven dat er geen relatie bestaat tussen prijs en kwaliteit. Zo vertelde Ernest Gallo, één van de grootste wijnproducenten ter wereld, het volgende verhaal met betrekking tot de verkoop van zijn wijn. Hij liet hierbij een persoon twee glazen rode wijn proeven die identiek dezelfde waren. Toen Gallo echter de prijs meedeelde, verkoos de koper om de wijn te nemen met de hoogste prijs. De prijs werkt volgens dit verhaal dus eerder als een stimulans en niet als een belemmering (Lecocq et al., 2006).

Desondanks verklaart het merendeel van de academici dat kwaliteitsvolle producten geassocieerd worden met hogere prijzen. Als men wijn in primeur aankoopt, kan de kwaliteit vooraf niet bepaald worden. Desondanks zouden investeerders rekening moeten houden met een aantal indicatoren zodat je voor de kwaliteit van een wijnfles toch een bepaald verwachtingspatroon hebt. Dubois en Nauges (2007) geven aan dat kwaliteitsratings gemaakt door experts en critici gebruikt kunnen worden als bruikbare indicatoren in een aantal markten. De prijs van een product is positief gecorreleerd aan een kwaliteitsrating indien de opinies van de experts als betrouwbaar kunnen beschouwd worden. Zo is Robert Parker een Amerikaanse wijnexpert die een grote bijdrage heeft geleverd bij het scoren van wijn. Zijn uitstekende reputatie die hij heeft opgebouwd

gedurende de jaren heen, heeft er voor gezorgd dat zijn scores als internationale benchmarks zijn aanvaard. Lecocq et al. (2005) geven in hun onderzoek het belang aan van beoordelingen van experts in de wijnmarkt. Ze onderzochten de impact die Robert Parker heeft op de "en primeur" wijnprijzen. Het gemiddeld effect van zijn beoordeling bedraagt 2,8 euro per fles. Een primeurprijs is een prijs die eigenaars van wijngaarden 6 maanden na de oogst aanhouden wanneer de wijnen erg jong zijn en nog niet in een fles zitten. Een toekenning van goede punten door Parker zou de prijs van een bepaalde wijn doen stijgen terwijl een beoordeling met slechte punten een negatief effect zou hebben op de wijnprijs. Aangezien investeerders geen toegang hebben tot de "en primeur" markt is dit de reden waarom consumenten zich laten beïnvloeden door Parker's opinie. Ze hebben namelijk een beoordeling nodig van een wijnkenner om een beeld te vormen van de kwaliteit alvorens ze een investering "en primeur" zouden overwegen.

Een aanzienlijk aantal wetenschappelijke artikels wil de belangrijkste determinanten van de prijsvorming achterhalen door gebruik te maken van hedonische prijsfuncties. Hierbij voert men een regressie uit van de prijs ten opzichte van een aantal karakteristieken om te bepalen welke karakteristieken een significant effect vertonen. Lecocq et al. (2006) concludeerden dat aanduidingen op het label van de fles de meeste variatie in prijs verklaarden. Eigenschappen van wijn die waarneembaar zijn door menselijke sensoren leiden in hun onderzoek nagenoeg niet tot variatie in prijsverschillen. Byron en Ashenfelter (1995) namen het jaar van de wijnoogst en weercondities tijdens de groeimaanden als variabelen op om de prijs te voorspellen. Hun model ziet er als volgt uit:

$$\text{Log}(\text{price}) = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{age} + \beta_2 \mathbf{rain}(\text{jan-febr}) + \beta_3 \mathbf{temp}(\text{oct-maart}) + \beta_4 \mathbf{temp}^2 + \beta_5 \mathbf{diff}$$

Waarin:

age= het jaar van de wijnoogst

rain= de totale hoeveelheid neerslag in januari en februari

temp= de som van de gemiddelde temperatuur van oktober tot maart gedeeld door zes

diff= de som van de verschillen tussen maximum en minimum temperatuur van oktober tot maart

Het geraamd model voor de periode 1991 tot en met 1993 was het volgende:

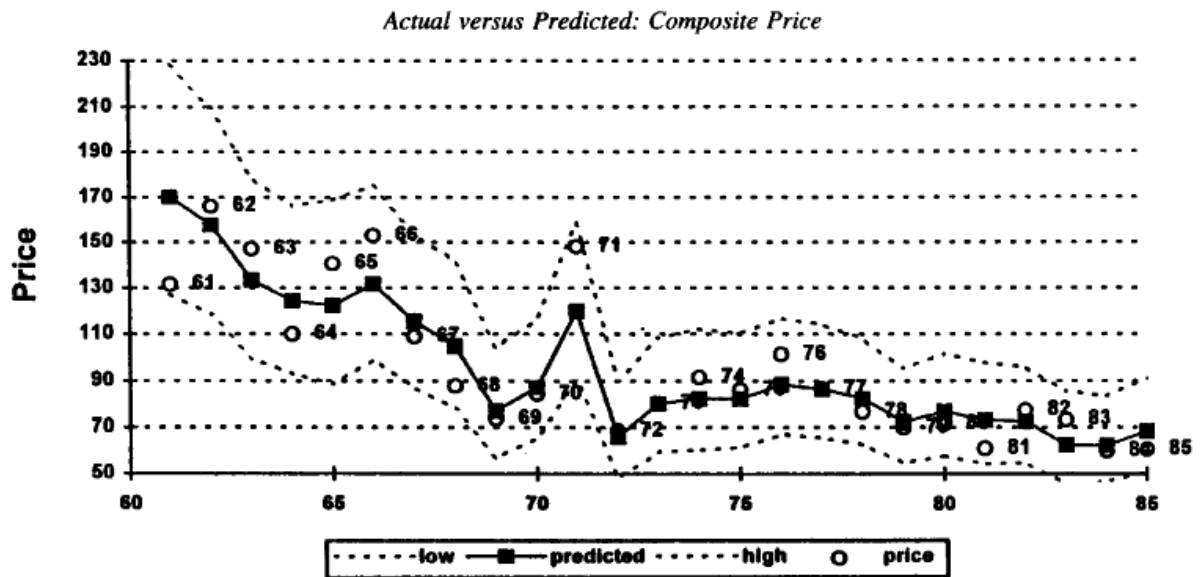
$$\text{Log}(\text{price}) = -57,58 + 0,043 \text{ age} - 0,0043 \text{ rain} + 6,59 \text{ temp} - 0,173 \text{ temp}^2 - 0,203 \text{ diff}$$

(2,78) (9,40) (4,08) (2,94) (2,86) (2,36)

$$R^2_{\text{adj}} = 0,82$$

De variabelen die in het model opgenomen zijn, verklaren 82% van de variatie in prijs. De t-statistieken zijn groter dan 1,96 op 5% significantieniveau. Dit betekent dat de coëfficiënten van alle variabelen significant verschillend zijn van 0. Het jaartal van de wijnoogst heeft de grootste invloed op de prijs. Daarenboven kan men besluiten dat hoe hoger de temperatuur tijdens de maanden oktober tot maart hoe hoger de prijs zal zijn. Bij de kwadratische variabele "temp" is een negatieve coëfficiënt waar te nemen. Dit betekent dat een hogere temperatuur de prijs positief beïnvloedt maar vermindert naarmate de temperatuur toeneemt. In figuur 27 stellen we vast dat het model de werkelijke waarden goed benadert.

Figuur 27: Werkelijke en voorspelde wijnrijzen



Bron: Byron en Ashenfelter (1995)

6 Strategische motivaties

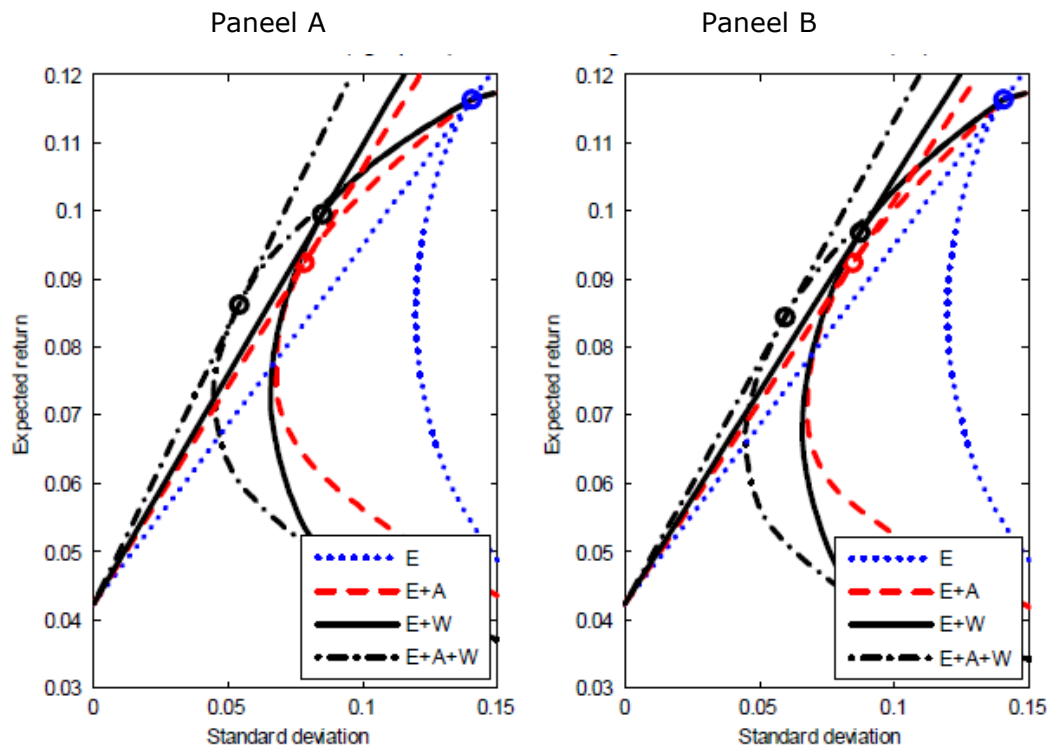
Traditionele financiële investeringen leveren de laatste jaren en vooral in tijden van recessie zoals we deze nu meemaken niet meer de gewenste return op die een investeerder er zou van verwachten. Bijgevolg zijn obligaties, hedge funds en aandelen onderhevig aan volatiele markten. Vele investeerders zijn actief op zoek naar alternatieve investeringen vrij van hoge risico's die het gevolg zijn van hun investeren in de dagelijks ondermaats presterende aandelenmarkten. Waarom opteren beleggers voor wijn? Het investeren in wijn levert een drietal noemenswaardige voordelen op. Ten eerste is het aanbod van kwaliteitsvolle wijn ten opzichte van de vraag vrij gering. Bovendien wordt de groep van wijnliefhebbers en investeerders alsmaar groter. Immers door de globale welvaart met o.a. nieuwe rijken afkomstig van nieuwe groeilanden zijn zij een grote concurrent voor de oorspronkelijke kopers, die vaak liefhebbers waren. Een tweede voordeel zit in het feit dat de wijnmarkt gekenmerkt wordt door een volumeafname. In tegenstelling tot aandelen wordt wijn geconsumeerd met als gevolg dat het aanbod voortdurend daalt. Dit is gunstig voor de prijsontwikkeling van wijn aangezien de hoeveelheid wijn continu vermindert. Door de toenemende schaarste zullen de prijzen van wijn stijgen. Dit is een droom voor elke belegger die enkel in aandelen investeert. Ten slotte is het prijsniveau van kwaliteitsvolle wijn relatief stabiel ten opzichte van traditionele beleggingen (Van Lockhorst, 2009). Doch diversificatie en het behalen van een aantrekkelijke return zijn de voornaamste redenen waarom investeerders wijn prefereren.

6.1 Diversificatie

Investeren in wijn kan gezien worden als een manier om je portefeuille te diversifiëren. Door de lage correlatie met aandelen en obligaties zijn wijnen geschikt om opgenomen te worden in een portefeuille bestaande uit alleen aandelen en/of obligaties. Masset et al. (2008) hebben daarom een analyse uitgevoerd op een dataset van wijnen vanaf 1996 tot 2007 om te bewijzen dat een investering in wijn de diversificatie van een portefeuille met aandelen verbetert. Hij creëerde vier portefeuilles: één bestaande uit enkel aandelen (E), een tweede bestaande uit aandelen en kunst (E+A), een derde uit aandelen en wijn (E+W) en een vierde uit aandelen, kunst en wijn (E+A+W). De efficiënte grenslijnen worden in figuur 28 voorgesteld. Paneel B van deze figuur houdt rekening met opslag-, transactie- en verzekeringskosten die een grote rol spelen bij een investering in wijn en kunst in vergelijking met aandelenbelegging. Uit figuur 28 wordt dus duidelijk dat er wel

degelijk een diversificatievoordeel bestaat indien je wijn in je portefeuille opneemt. De standaarddeviatie van de optimale portefeuille daalt dankzij de lage correlaties tussen wijn en kunst met aandelen. Bovendien zijn de verwachte returns vergelijkbaar tussen de vier portefeuilles.

Figuur 28: Efficiënte grenslijnen



Bron: Masset et al. (2008)

Sanning et al. (2006) gebruikte het Fama and French drie factorenmodel om het risico-return profiel van wijn te vergelijken met dat van aandelen. Het drie factorenmodel is een uitbreiding op het *capita asset pricing model* (CAPM). Het CAPM geeft aan dat de gemiddelde return van een aandeel wordt bepaald door haar marktβ. Naast de β van een aandeel beweren Fama and French (1993) dat de marktkapitalisatie²² en de book-to market ratio²³ variaties in returns verklaren.

$$R = R_f + \beta_3 (K_m - R_f) + \beta_4 \text{SMB} + \beta_5 \text{HML} + \alpha$$

²² Marktkapitalisatie = de prijs vermenigvuldigt met het aantal uitstaande aandelen

²³ Book-to market ratio = de boekwaarde EV op balans gedeeld door de marktkapitalisatie

Waarin:

K_m = de return van de totale aandelenmarkt

R_f = de risicovrije interestvoet

SMB = de small (marktkapitalisatie) minus big

HML = de high (book-to market ratio) minus low

Hun resultaten tonen aan dat een investering in wijn een lage blootstelling kent ten aanzien van de drie risico factoren. Hierdoor is een investering in wijn een instrument om de diversificatie van een aandelenportefeuille te verbeteren. De Fama en French factoren hebben in de literatuur voor ongeveer 90% de variatie van aandelenreturns verklaard. In dit onderzoek echter verklaren de drie factoren maar 9% van de variatie in wijnreturns. Verder bewijs voor een zwakke relatie tussen wijnreturns en de drie factoren is dus noodzakelijk.

6.2 Return

Academische studies die de rate of return van alternatieve investeringen berekenen, besluiten met uitzondering van enkele activa dat niet-financiële activa geen goede investeringen zijn. Maar voor wijn als belegging spreken de onderzoeken elkaar tegen. Een aantal onderzoeken beweren dat de rate of return van een investering in wijn vergelijkbaar of groter is dan de rate of return van aandelen en obligaties terwijl andere studies het tegendeel bewijzen. Krasker (1979) besluit in zijn onderzoek dat een belegging in wijn een slechte investering is omdat de berekende return van 5,9% tussen 1973 en 1977 kleiner was dan de US schatkistcertificaten voor dezelfde periode. Verder analyseerde Weil (1993) alle transacties van een wijnportefeuille vanaf 1978 tot 1992. Voor deze portefeuille berekende Weil (1993) een rate of return van 8% p.a. . Deze is beduidend lager dan de 15% p.a. return van de NYSE voor dezelfde periode. Daarentegen beweerde Thomas (1998) dat wijn beter presteerde dan de FTSE 100 Index en de Dow Jones Index tijdens de jaren '90. Verder leverden Burton en Jacobsen (2001) het bewijs dat hun wijnportefeuille een hogere return behaalde dan een portefeuille van schatkistcertificaten maar een lagere dan een aandelenportefeuille. Masset et al. (2008) hebben de evoluties van de wijnprijzen geanalyseerd voor de periode 1996 tot 2007. Hun onderzoeksresultaten duiden op aantrekkelijke prestaties van wijnen op het gebied van return en volatiliteit. Nochtans is deze markt niet homogeen omdat de potentiële prijsappreciatie van wijn sterk afhankelijk is van haar bekendheid, wijnjaar en kwaliteitsscore. Gelimiteerde liquiditeit en marktfragmentatie maken het moeilijk om

exact de marktprijs van een fles wijn te berekenen. Daarom zal iemand die gunstige returns wil behalen door middel van een wijninvestering over een goede kennis van de huidige marktcondities moeten beschikken.

Voorgaande studies geven dus geen eenduidige conclusie met betrekking tot de rate of return van wijn in vergelijking met de traditionele financiële activa. Dit kan ondermeer te maken hebben met het verschil in onderzoeksperiode die de onderzoekers hanteren. Verder vergelijkt men de verschillende financiële activa in de literatuur vaak met een wijnindex. Deze onderzoeken onderschatten de return van een typische wijninvesteerder die zich eerder richt op het behalen van returns op individuele kwaliteitswijnen.

De return van een rationele wijninvesteerder wordt ook onderschat omdat hij enkel in kwaliteitsvolle wijn belegt. De kwaliteit is voor de particuliere investeerder meestal gekend alvorens hij de wijn aankoopt. Mede door de pers en experts zoals Robert Parker kan men de kwaliteit van een bepaalde wijnoogst achterhalen. In deze zin verschillen de aandelenmarkt en de wijnmarkt fundamenteel van elkaar. Wanneer je een aandeel wil kopen van een beursgenoteerd bedrijf is er veel onzekerheid omtrent de toekomstige rendabiliteit. Je weet inderdaad niet dat het management boven gemiddelde resultaten kan realiseren. Wanneer de wijn voor het eerst op de secundaire markt gekocht kan worden, is er weinig onzekerheid over het feit dat wijn boven gemiddeld of onder gemiddeld is. Rationele wijninvesteerders zullen dus niet in "slechte" wijnen investeren. Dus de return die men kan behalen op een algemene wijnindex onderschat de return die de gemiddelde investeerder verwerft (Fogarty, 2007). Vervolgens geeft Fogarty (2007) in zijn studie aan dat het risico-return profiel van een investering in wijn verschillend is met dat van andere financiële activaklassen. Dit kan de vergelijking tussen wijn en de traditionele financiële activa bemoeilijken. Toch besluit hij dat een investering in wijn een aanvulling is op een portefeuille omdat het Markowitz (1952) zijn efficiënte grens weet te verleggen. Ook al is de return van wijn lager en het risico groter dan de traditionele beleggingen; als een opname van wijn het risico van de portefeuille doet dalen, moet wijn beschouwd worden als een waardige investeringsklasse.

7 Gevalstudie: Fine Wine 50 Index

Kumar (2005) probeert in zijn boek aan te tonen dat een investering in wijn nuttig kan zijn om een traditionele portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties te diversifiëren. Aan de hand van dit voorbeeld willen we aantonen dat een investering in wijn een respectabele return kan opleveren en dat de opname ervan een mogelijkheid is om je portefeuille te diversifiëren. De tabellen die betrekking hebben op deze sectie zijn terug te vinden in bijlage 2.

Er bestaan twee basismethodes voor het berekenen van de returns van alternatieve investeringen. De eerste methode die men kan hanteren is het creëren van een samengestelde index. Deze index kan gebaseerd zijn op data die varieert doorheen de tijd of data die ongewijzigd blijft. Een tweede manier is door een regressie uit te voeren van de prijs ten opzichte van bepaalde kenmerken zoals bijvoorbeeld leeftijd en aankoopprijs.

Om een investering in wijn te vergelijken met aandelen en obligaties maakt Kumar (2005) gebruik van een zelf ontwikkelde samengestelde wijnindex. De Fine Wine 50 Index is een index gebaseerd op gegevens die veranderen in de tijd. De Index bestaat uit wijnen afkomstig van tien verschillende wijndomeinen uit Bordeaux met elk vijf verschillende wijnjaren. Hij gebruikt de FTSE 100 Index, de Dow Jones Index en overheidsobligaties als referentie voor de traditionele investeringen. Het principe van zijn Fine Wine 50 Index is eenvoudig. Het percentage verandering van de index stelt de verandering voor van de waarde die de index heeft op de markt. De index berekent de totale prijs van alle 50 wijnen en bepaalt het percentage stijging of daling in vergelijking met de vorige maand. Voor elk percentuele stijging of daling wordt de index aangepast. December 1982 neemt men als basismaand in deze gevalstudie.

Het doel van Markowitz (1952) zijn portefeuilletheorie is om een optimale portefeuille te vinden. Die kan men bepalen door de optimale gewichten voor elke activaklasse te berekenen. Het doel van een investeerder is het risico te minimaliseren gegeven de verwachte return die men vooropstelt. De optimale portefeuille gegevens worden in de volgende paragrafen weergegeven. Een aantal financiële maatstaven worden hierbij gebruikt om aan te tonen dat wijn een goede investering kan zijn.

7.1 Verwachte return en standaarddeviatie

Over een periode van 21 jaar gerekend vanaf 1983 tot 2003 is de verwachte return van de Fine Wine 50 Index (11,8% p.a.) groter dan de FTSE 100 Index (9,4% p.a.) en de UK overheidsobligaties (1% p.a.) maar iets kleiner dan de Dow Jones Index (12,3% p.a.). Voor dezelfde periode kan men verder besluiten dat de Fine Wine 50 Index (13,7% p.a.) een lagere volatiliteit heeft dan de FTSE 100 Index (16,4% p.a.) en de Dow Jones Index (15,8% p.a.) maar een hogere volatiliteit dan de UK overheidsobligaties (6,1% p.a.). Deze resultaten kan u terugvinden in bijlage 1 en 2. De conclusie uit deze tabellen is dat een investering in kwaliteitswijn enerzijds minder volatiel is dan een belegging in aandelen en dit over lange termijn maar anderzijds meer volatiel wordt op korte termijn. Verder bereikt de verwachte return van kwaliteitswijn haar minimum indien de investeringsperiode vijf jaar bedraagt. Investeerders moeten dus de kwaliteitswijnen minimum vijf jaar bijhouden opdat men significante returns kan verwezenlijken.

7.2 Correlatiecoëfficiënten

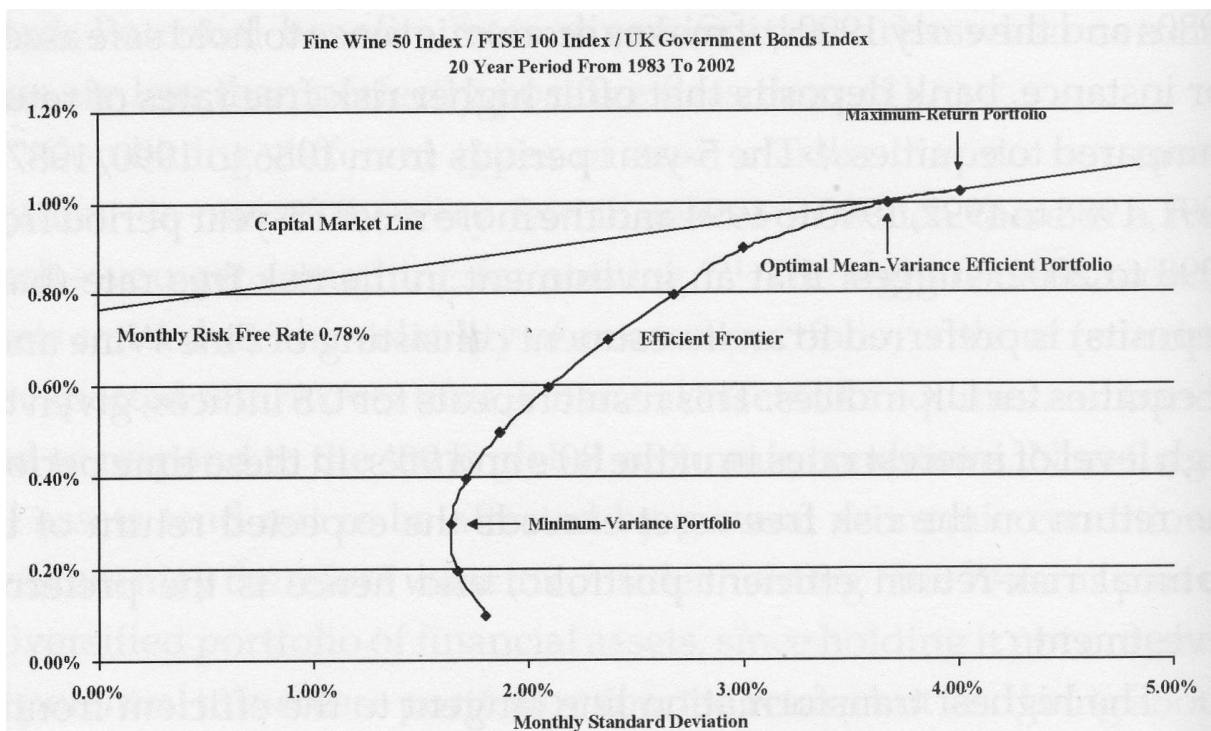
Als de correlatie tussen activa in de portefeuille kleiner is dan +1 bestaat er een diversificatievoordeel. Dit betekent dat het totale risico van de portefeuille kan gereduceerd worden. Correlatiecoëfficiënten van deze gevalstudie vindt u terug in bijlage 3. De correlatiecoëfficiënten tussen wijn en aandelen en tussen wijn en overheidsobligaties vertonen dezelfde kenmerken over alle periodes tussen 1983 en 2003. De correlatiecoëfficiënten vertonen waarden in de buurt van nul. Dit betekent dat kwaliteitswijn bijna geen relatie vertoont met de traditionele beleggingen. Met andere woorden de return die je kan behalen op kwaliteitswijn wordt niet beïnvloed door bewegingen in de financiële markt. Een investering in wijn kan dus dienen als een effectieve hedge tegen traditionele financiële activa. Het combineren van verschillende types van activaklassen kan leiden tot het behalen van een free lunch. De juiste combinatie van activa kan het risico van een portefeuille doen dalen zonder dat men de verwachte return zal verminderen.

Financiële activa zoals aandelen en obligaties worden beïnvloed door globale economische omstandigheden terwijl niet-financiële activa zoals wijn in veel mindere mate aangetast worden door deze omstandigheden. Investeerders zouden dus moeten overwegen om wijn op te nemen in hun portefeuille als een vorm van diversificatie. Het houden van wijn heeft immers het potentieel om tegelijkertijd zowel de verwachte return van een portefeuille te doen stijgen als het totale risico te doen dalen.

7.3 De optimale risico-return efficiënte portefeuille

De hoogste transformatielijn die de efficiënte grens raakt, noemt men de kapitaalmarktlijn. Het punt aan de raaklijn met de efficiënte grens wordt de optimale risico-return portefeuille genoemd. De optimale portefeuille met gebruik van UK data tussen 1983 en 2002 heeft een verwachte return van 1% per maand en een standaarddeviatie van 3,7% per maand. Deze portefeuille bestaat volgens bijlage 4 uit 91% kwaliteitswijn en 9% aandelen. Dit is vooral te wijten aan de slechte prestaties van aandelen gedurende de internetzeepbel en tijdens het herstel van de daaropvolgende jaren. De maximum return portefeuille voor dezelfde periode bestaat uit 100% kwaliteitswijn. De minimum-risico portefeuille bestaat uit 18% wijn, 4% aandelen en 78% overheidsobligaties. Deze portefeuilles worden in onderstaande figuur voorgesteld.

Figuur 29: Efficiënte grens en kapitaalmarktlijn



Bron: Mahesh (2005)

7.4 Sharpe ratio

De Sharpe ratio beschrijft het extra rendement dat een belegger kan verwachten bij het nemen van een extra eenheid risico. Hoe hoger de ratio hoe hoger de compensatie is

voor een bepaalde investering. Beleggers zullen dus eerder opteren voor een investering die de hoogste Sharpe ratio biedt.

In formulevorm:

$$S = (ER_p - R_f) / S_p$$

Waarin:

ER_p = het rendement

R_f = de risicovrije interestvoet

S_p = de standaarddeviatie

Om het effect te bepalen dat een kwaliteitswijn heeft op de diversificatie van een portefeuille wordt de Sharpe ratio berekend voor alle portefeuilles die bestaan uit wijn, aandelen en obligaties en voor de portefeuilles bestaande uit enkel financiële activa. De effectieve vergelijking tussen beide portefeuilles onthult het investeringspotentieel van kwaliteitswijn. Het investeringspotentieel is groot wanneer de Sharpe ratio's voor portefeuilles inclusief wijn groter zijn dan deze voor portefeuilles bestaande uit alleen financiële activa. De Sharpe ratio's van de verschillende portefeuilles kan u terugvinden in bijlage 4. Voor alle observaties tussen 1983 en 2002 hebben alle portefeuilles inclusief wijn hogere Sharpe ratio's dan portefeuilles bestaande uit enkel aandelen en obligaties. Dit betekent dat de verwachte return per extra eenheid risico dat je neemt groter is als je niet alleen een portefeuille bezit van aandelen en obligaties maar ook wijn als een onderdeel van je portefeuille beschouwt.

7.5 De bèta coëfficiënt en het capital asset pricing model

De bèta statistiek vergelijkt het systematische risico van de verschillende activa. Het is een maatstaf voor de volatiliteit van een individuele activa ten opzichte van de volatiliteit van de markt in het algemeen. De bèta coëfficiënt wordt berekend door de covariantie te nemen van de returns van de Fine Wine 50 Index en een aandelenindex gedeeld door de variantie van de returns van een aandelenindex. Hoe lager de bèta des te minder risico een activa bijdraagt aan een portefeuille. Gedurende de periode 1983 tot 2002 was de waarde van de bètacoëfficiënt 0,01 indien we gebruik maken van de UK aandelenindex. Een bèta waarde van 0,01 betekent dat de returns 99% minder volatiel zijn dan de markt. De markt wordt in ons voorbeeld voorgesteld door de FTSE 100 Index of de Dow Jones Index. Merk op dat activa met bèta waarden groter dan 1 verwacht worden om

beter te doen dan de markt vooral als men zich in een *bull market*²⁴ bevindt. Nochtans bij een neergaande markttrend of *bear market*²⁵ genoemd, zullen deze activa meer dan de helft in waarde dalen. Activa met bèta waarden dicht bij nul duiden erop dat ze bestendig zijn tegen een *bear market*. De returns van kwaliteitswijn worden bijna niet beïnvloed door de economische en financiële markt waardoor een investering in kwaliteitswijn als een effectieve hedge beschouwd kan worden (Kumar, 2005).

De verwachte return van het capital asset pricing model (CAPM) wordt berekend door de som te nemen van de risicovrije interestvoet plus bèta vermenigvuldigd met het verschil tussen de verwachte return van de markt en de risicovrije interestvoet. De verwachte return van de markt is de return van de FTSE 100 Index of de Dow Jones Index. Vanaf 1983 tot 2002 is de CAPM verwachte return (9,4% p.a) kleiner dan de verwachte return van de Fine Wine 50 Index wanneer de FTSE 100 Index als referentie voor de markt wordt genomen. Dit betekent dat investeerders voordeel halen uit het investeren in de Fine Wine 50 Index omdat de Fine Wine 50 Index een return oplevert die 31% groter is dan haar bijdrage ten opzichte van het totale risico van de portefeuille.

De afweging die investeerders maken tussen risico en return betekent dat ze de verwachte return van een portefeuille willen maximaliseren en tegelijkertijd het risico op één niveau willen houden gegeven hun risico aversie. Er vindt een trade-off plaats in termen van hoeveel de verwachte return van een portefeuille zal stijgen bij een procentuele stijging van haar standaarddeviatie. Stel dat een investeerder een portefeuille met enkel Fine Wine 50 Index bezat tussen 1983 en 2002 dan is de trade-off verwachte return/standaarddeviatie 0,88 (=12,3%/13,9%). Anders gezegd: voor elke procentuele stijging in de standaarddeviatie van deze portefeuille zal de investeerder gecompenseerd worden met een 0,88% stijging in de verwachte return. Voor een investeerder in de FTSE 100 Index zou gecompenseerd worden met een 0,56% stijging in verwachte return. Er is dus een potentiële verbetering waar te nemen in de trade-off tussen risico en return wanneer men aan diversificatie doet. Een investeerder die een portefeuille bezit van enkel de FTSE 100 Index zal hij bijgevolg geneigd zijn om een investering in de Fine Wine 50 Index te overwegen omdat het de risico-return trade-off

²⁴ Bull market is een markt waarin verwacht wordt dat de koersen over een langere termijn zullen stijgen.

²⁵ Bear market is een markt waarin verwacht wordt dat de koersen over een langere termijn zullen dalen.

zal verbeteren. De Fine Wine 50 Index bevat immers een hogere trade-off dan de FTSE 100 Index. In het algemeen zouden investeerders, die een portefeuille bezitten met enkel aandelen een investering in wijn moeten toevoegen indien: de ratio van de investering in wijn verwachte return/standaarddeviatie gedeeld door de correlatiecoëfficiënt groter is dan de ratio van de aandelenportefeuilles verwachte return/standaarddeviatie. Of in formulevorm:

$$\left(\frac{ER_{\text{wijn}}}{SD_{\text{wijn}}} \right) / r_{\text{wijn/A}} > (ER_A / SD_A)$$

Met ER= verwachte return

SD= standaarddeviatie

r= correlatiecoëfficiënt tussen de returns van de verschillende activa

8 Risico's

De prijzen van kwaliteitswijn zijn onderhevig aan fluctuaties waardoor de prijzen zowel kunnen stijgen als dalen; alhoewel historisch de prijzen van kwaliteitswijn minder volatiliteit vertonen dan de financiële markten. Prijzen van kwaliteitswijn zullen zo tot een bepaald niveau dalen bij turbulente financiële markten. Verder produceert een investering in kwaliteitswijn tijdens de bewaring geen inkomen in de vorm van interest of dividend. De return is dus volledig afhankelijk van het moment van aankoop en verkoop. Bovendien is er geen regelgeving omtrent de verhandeling van wijn en zijn waarderingen vaak gebaseerd op opinies van wijncritici. Het overwegen van een exit wanneer je cash nodig hebt, is moeilijker dan wanneer je in het bezit bent van bijvoorbeeld aandelen. Een investering in wijn creëert ook transactiekosten en andere bijkomende uitgaven zoals koop- en verkoopcommissies, transportkosten, opslagkosten en verzekeringskosten. Wanneer deze kosten substantieel zijn kunnen ze een impact hebben op de potentiële returns die men kan behalen op kwaliteitswijn. Zo kan een slechte oogst door bijvoorbeeld slechte weercondities de vraag naar deze wijnoogst sterk verminderen. Kwaliteitswijn kan ook aangetast worden door slechte opslag- en transportcondities. Maar de blootstelling aan risico kan geminimaliseerd worden door de juiste wijnen te kopen, van de juiste oogsten, op het juiste tijdstip. Om succesvol te investeren in wijn heb je kennis timing, concentratie en het juiste advies nodig van vakmensen (Masset et al., 2008). In de volgende paragrafen zullen we dieper ingaan op RiskGrades, een methode om het risico van een bepaalde investering te beoordelen.

In de vorige secties kwam de standaarddeviatie naar voren als een maatstaf voor het risico van een bepaalde investering. Nu maken we gebruik van J.P. Morgan's RiskGrades methode. Dit is een simpele en transparante methode om het risico van een portefeuille te berekenen. De methode maakt gebruik van het concept variantie-covariantie. Risico is geen constante variabele. Markten worden elke dag meer of minder volatiel zodat portefeuilles meer of minder risicovol worden. RiskGrades zijn dynamisch waardoor ze op elke ogenblik de condities van de markt weerspiegelen. Omdat alle investeerders ieder een eigen risicoprofiel bezitten, bepalen RiskGrades de blootstelling tot de markt. RiskGrades zet alle returnvolatiliteiten op een schaal van 0 tot meer dan 1000. Een RiskGrade van 100 is equivalent met 20% jaarlijks risico. Dit is ongeveer gelijk aan de standaarddeviatie van een gediversifieerde portefeuille van internationale indices tijdens normale marktcondities. De standaarddeviatie is een klassieke maatstaf voor het meten van het risico van een portefeuille. Als de standaarddeviatie klein is of met andere

woorden er weinig spreiding is ten opzichte van het gemiddelde, dan kan een investering beschouwd worden als een belegging met laag risico. Als maatstaf voor de volatiliteit is de standaarddeviatie vergelijkbaar met RiskGrades. Nochtans zijn RiskGrades gebaseerd op exponentiële gegevens van historische data waardoor ze beter de huidige marktcondities kunnen voorstellen. RiskGrades zijn bovendien veel gemakkelijker te interpreteren. Risicovrije activa hebben een RiskGrade van 0, minder risicovolle assets hebben een RiskGrade tussen 0 en 100, normale aandelen tussen 100 en 300, technologie aandelen tussen 600 en 800. Zoals eerder vermeld, is de Fine Wine 50 Index die we gebruiken in de gevalstudie minder volatiel in vergelijking met de FTSE 100 Index en de Dow Jones. Bijgevolg zal ze een lagere Risk Grade bezitten dan deze twee indices (Kumar, 2005).

Een RiskGrade wordt berekend met de volgende formule:

$RG = ((s_i / 12) / s_{base})$ waarin s_i de standaarddeviatie is van een activa in een bepaalde periode en s_{base} gelijk is aan 20% basis volatiliteit. Over een periode van twintig jaar tussen 1983 en 2002 zijn de RiskGrades van de Fine Wine 50 Index, FTSE 100 Index en Dow Jones Index respectievelijk 69,4; 82,6 en 79,7. De RiskGrade van een portefeuille (RG_p) van kwaliteitswijn en aandelen wordt als volgt berekend:

$$RG_p = (W_{wijn}^2 * RG_{wijn}^2) + (W_A^2 * RG_A^2) + (2 * W_{wijn} * W_A * r_{wijnFT} * RG_{wijn} * RG_A)$$

met W = het gewicht van een bepaald activa in een portefeuille

De RiskGrade van een portefeuille bestaande uit 50% kwaliteitswijn en 50% FTSE 100 Index bedraagt 54,4. Dit is lager dan de individuele RiskGrades voor het beleggen in alleen de Fine Wine 50 Index of alleen de FTSE 100 Index. Dit betekent dat het nuttig is om simultaan in beide activa te investeren om zo je portefeuille te diversifiëren (Kumar, 2005).

9 Specifieke kosten verbonden aan wijn

De personen die wijn overwegen als een investering dienen het hoofd te bieden aan kosten die typerend zijn voor wijn. Als je investeert in wijn dien je rekening te houden met opslagkosten. Deze kosten zijn niet aanwezig indien je opteert voor aandelen, obligaties of andere financiële activa. Wijn dient bewaard te worden op een koude, vochtige en donkere plaats met weinig of geen temperatuurschommelingen. Voor investeerders zonder wijnkelder zijn er verschillende opties: een kelder uitgraven, apparatuur laten installeren die de temperatuur en het vochtigheidsgehalte controleren of gebruik maken van een private opslagplaats. De optie met de hoogste kostenefficiëntie hangt af van het aantal flessen dat je wil opslaan. Indien het aantal flessen beperkt is, kan je best opteren voor een private opslagplaats (Fogarty 2006).

Verder zijn de transactiekosten bij een investering in wijn groter dan wanneer je voor traditionele beleggingen kiest. In ongeveer alle landen bedraagt de winst die een veiling neemt op een fles wijn 10 tot 15%. We kunnen dus besluiten dat de transport- en transactiekosten substantieel zijn voor wijn terwijl er geen opslagkosten voorkomen en de transactiekosten minimaal zijn voor aandelen en obligaties. Bijgevolg zal een beoordeling van de return op een wijninvestering, die transport- en transactiekosten niet incalculeert, de waarde van deze investering overschatten (Fogarty, 2006).

10 Beleggen in wijn en de financiële crisis

Een investering in wijn heeft vanaf 2005 tot in de zomer van 2008 steeds hoge returns behaald. De Liv-ex 100 Index steeg in dezelfde periode van 120 naar 264 punten. Door een groeiend aantal consumenten en rijke investeerders is de prijs van wijn in deze jaren sterk gestegen. Het einde van 2008 werd daarentegen gekenmerkt door een aanbodoverschot en een dalende vraag. Hierdoor zijn de prijzen van wijn in die periode sterk gedaald. De reden voor deze daling was het gevolg van een slecht presterende aandelenmarkt alsook het effect van de kredietcrisis op de globale economie.

Veseth (2008) stelt vast dat restaurants en hotels de eerste slachtoffers waren van de financiële crisis. De verkoop van wijn in restaurants en hotels is sinds de crisis enorm gedaald. De wijnboeren en wijnhandelaren zijn hiervan naast restaurant- en hoteluitbaters het slachtoffer. Volgens een enquête van Megavino²⁶ is het wijnverbruik in België sinds het begin van de financiële crisis tot april 2009 met 11% gedaald. Nochtans heeft er vanaf het tweede kwartaal van 2009 een herstel plaatsgevonden. Op het einde van september 2009 verbruikten de Belgische consumenten immers 1,2% meer wijn dan in dezelfde periode van 2008. Daarenboven zagen de supermarkten in 2009 een forse toename (32%) van de verkoop van wijnen onder de €5 en een lichte stijging (8%) in de omzet van de wijnen boven de €10. Daarentegen hebben de wijnen uit een hogere prijsklasse aan verkoop moeten inboeten (Moerman, 2009).

De financiële crisis is niet zomaar een recessie, het is ook een kredietcrisis. Het bekomen van een kredietlijn bij de bank is zeer moeilijk geworden. Wijnboeren zijn hier het grootste slachtoffer van. Wijn verbouwen is een risicovolle investering die speciale kredietverschaffing nodig heeft. Kredietlijnen zijn voor wijnboeren nodig om vervangings- en of uitbreidingsinvesteringen mee te financieren. Indien kredietlijnen voor een groot deel bevroren worden, heeft dit gevolgen voor de prijs en de waarde van een wijngaard (Veseth, 2008).

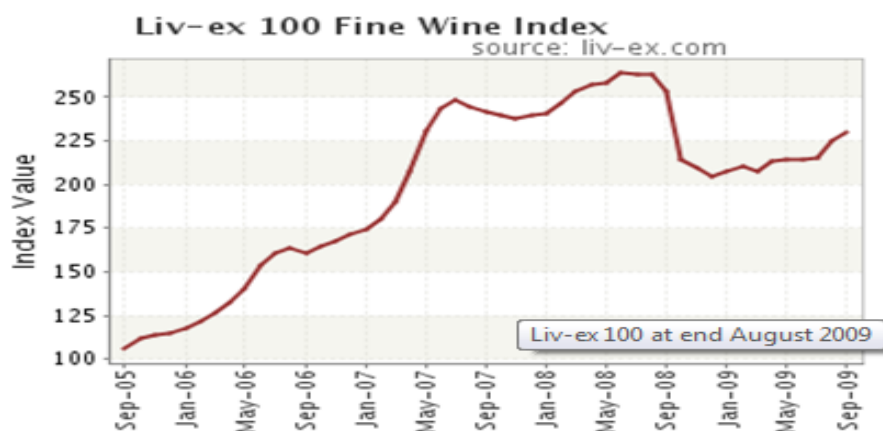
Desondanks kunnen wijninvesteerders troost halen uit het feit dat hun investeringen beter gepresteerd hebben dan andere financiële activa. In de volgende figuur kunnen we zien dat de Liv-ex 100 Index in december 2008 15% lager noteerde dan in het begin van dat jaar. De FTSE 100 Index daalde maar met liefst 33% (Decanter, 2009). Het prijsniveau van kwaliteitsvolle wijn is relatief stabiel ten opzichte van traditionele

²⁶ Megavino is een wijnbeurs die jaarlijks in Brussel georganiseerd wordt.

beleggingen. Maar relatief stabiel is niet recessie bestendig. Wijn blijft een luxeproduct waardoor het gevoelig is voor schommelingen in andere markten. Zo zorgen bijvoorbeeld de lagere bonussen die worden uitgekeerd aan werknemers ervoor dat vele wijnen in de winkelrekken blijven liggen (Van Lockhorst, 2009).

Verder kunnen we uit figuur 30 besluiten dat er sinds januari 2009 een licht herstel heeft plaatsgevonden. De index is met 12,2% gestegen en noteerde in september 2009 opnieuw een waarde van 230 punten. Zal deze trend zich in de toekomst verder zetten? Dat is de vraag die zich investeerders moeten stellen.

Figuur 30: Evolutie Liv-ex 100 Index



Bron: Liv-ex (2009)

Niettemin wordt de wijnmarkt volgens Veseth (2009) gezien als onstabiel. Een artikel van 20 mei 2009 uit de New York Times geeft het volgende aan: "Though falling prices kept many collectors from selling, reducing the amount of wine on the market, returning prices in the last four months have produced an uncomfortable volume of wine to sell, said Charles Curtis of Christie's" (Hamilton, 2009).

Het eerste gedeelte van deze zin duidt op het feit dat dalende prijzen de oorzaak zijn waarom verkopers wijn uit de markt halen. Het tweede deel van de zin geeft het herstel weer dat sinds januari 2009 heeft plaatsgevonden. Dit herstel gaat gepaard met stijgende prijzen die het aanbod van wijn op de markt doen stijgen. Veseth (2009) noemt dit fenomeen *over-shooting*. Dit is een eigenschap van vele financiële markten en komt hoofdzakelijk voor in buitenlandse wisselkoersmarkten. Wanneer over-shooting plaatsvindt, zal de prijs drastisch zakken en na een korte tijd terug omhoog schieten. Meestal gebeurt dit volgens onstabiele cyclussen waardoor "de echte marktprijs" moeilijk te bepalen is. Het is ingewikkeld om te voorspellen hoe de prijzen van wijn zullen

evolueren maar het verschil tussen investeren en speculeren blijft onduidelijk op korte termijn.

Deel 5: Kunst

1 Inleiding

De rol die kunst vervult, is veranderd doorheen de tijd. Kunst wordt niet meer zozeer gewaardeerd om zijn artistieke waarde maar wordt meer en meer gezien als een investering. De markt voor kunst wordt op dit moment op een waarde geschat van 3 biljoen dollar en heeft een jaarlijkse turnover van 50 miljard dollars (McAndrew en Thompson, 2008). Tegenwoordig is de markt in het bezit van indices zoals de Mei Moses All Art Index, Art Market Research Index en artnet.com die de prestaties van kunst weergeven. Door de onzekerheid die heerst over aandelenreturns grijpen meer en meer investeerders naar alternatieve beleggingen zoals kunst. Kunst wordt gezien als een attractieve investering, die beter presteert dan vele conservatieve investeringen. Maar beleggen in kunst is volgens de literatuur evenwel verbonden aan een hoger risico. Het is een investering die enkel kapitaalwinsten opbrengt maar geen dividenden genereert. Traditionele benchmarks die je in de financiële analyse gebruikt, kan je niet toepassen. Omdat kunst geen periodieke inkomsten genereert, kan er ook geen prognose worden gemaakt over de toekomstige cash flows waardoor de waarde van een kunstwerk niet exact bepaald kan worden (Mamarbachi et al., 2007).

Renneboog en Spaenjers (2009) merkten in hun onderzoek op dat de prijzen van kunst gemiddeld 4,03% per jaar stegen vanaf 1951 tot en met 2007. Tijdens de gloriejaren van 2002 tot 2007 stegen de prijzen met een gemiddelde van 11,6% per jaar. Dit verklaart in zekere mate de verhoogde aandacht voor kunst als een alternatieve belegging.

Kunst als een investering wordt gekenmerkt door een stijgende vraag gekoppeld aan een gelimiteerd aanbod en is tevens in staat om een economische achteruitgang te overleven. De afgelopen jaren stegen de prijzen van kunstwerken enorm. Kunstwerken over de hele wereld zijn verkocht geweest aan recordprijzen. Volgens Mamarbachi et al. (2007) behoort hedendaagse kunst tot de meest belovende markten voor kunst in 2008. Nieuwe kunst afkomstig uit India en China wordt niet alleen populairder maar deze regio's worden ook met de jaren welvarender waardoor hun inwoners in de toekomst meer kunstwerken zullen aankopen.

Een aantal fondsen die zich toespitsten op kunst, hebben de laatste jaren ondervonden dat een investering in kunst een voordelige diversificatiestrategie is als gevolg van hun extreem lage correlatie met de traditionele beleggingen. Maar om een doordachte

investeringsbeslissing te maken, heb je als investeerder voldoende inzicht nodig in de risico -en returnkenmerken van deze alternatieve investering. De volgende secties gaan dieper in op de materie die investeren in kunst omvat. Er wordt een overzicht gegeven van de verschillende investeringsvormen die een particuliere investeerder kan hanteren om te participeren in de kunstmarkt. Verder wordt de waardering van een kunstwerk besproken en worden de strategische motivaties van het beleggen in kunst aangehaald. Vervolgens bespreken we de risico's en kosten verbonden aan een kunstinvestering. Ten slotte proberen we kunst een plaats te geven in de financiële crisis van 2008-2009.

2 Participeren in de kunstmarkt

2.1 Direct investeren

Een investeerder kan op een directe manier investeren in kunst door zijn eigen collectie aan te kopen of door een kunstenaar te sponsoren. Als investeerder kan men hiervoor terecht op de primaire en secundaire markt. Op de primaire wordt vooral hedendaagse kunst verhandeld. Dit zijn meestal werken van kunstenaars die nog steeds in leven zijn en die hun werkstukken vaak voor de eerste maal verkopen. Deze kunstwerken stelt men vaak te koop in galerijen en op beurzen. De openingprijs gebaseerd op marktindicatoren wordt in samenspraak met de kunstenaar en/of eigenaar van een galerij vastgelegd. Wanneer een verzamelaar of investeerder beslist het kunstwerk te verkopen, komt het kunstwerk op de secundaire markt terecht. Via de secundaire markt verhandelt men dus kunstwerken die niet rechtstreeks van de kunstenaar afkomstig zijn (Mamarbachi et al., 2007). De secundaire markt bestaat voor een groot deel uit veilingen die vaak kunstwerken van superieure kwaliteit verhandelen. Christie's en Sotheby's zijn de twee meest dominante veilinghuizen op de secundaire markt gevolgd door enkele kleinere veilinghuizen zoals bijvoorbeeld Phillips de Pury. Meestal concentreren deze veilinghuizen zich in wereldsteden zoals Londen en New York (Coslor, 2008). Een belegger die niet vertrouwd is met het verhandelen van kunst kan zich beter eerst op de secundaire markt focussen omdat er reeds een waarde-indicatie van het kunstwerk aanwezig is. Een kunstwerk aangeboden op de secundaire markt is immers minstens eenmaal verhandeld geweest.

2.1.1 ArtPrice

ArtPrice is een onderneming die realtime marktinformatie van kunstwerken weergeeft en tevens een online marktplaats is waar je kunstwerken kan aan- en verkopen. In de volgende alinea's bespreken we de evolutie van ArtPrice, de diensten die ze aanbieden en de wijze waarop hun werknemers te werk gaan. Onderstaande tabel geeft een kort overzicht van enkele kerncijfers.

Tabel 19: Overzicht kerncijfers ArtPrice

25 mio	statistieken
115 mio	kunstwerken in hoge resolutie
1,8 mio	biografieën
1,3 mio	abonnees

18000	aandeelhouders
6300	tijdschriften aanwezig
1500	bibliotheken aanwezig
1400	universiteiten aanwezig

Bron: Ehrmann (2009)

ArtPrice is in 1987 opgericht en is doorheen verschillende fases geëvolueerd tot wat het bedrijf vandaag is in 2010. Thierry Ehrmann heeft ArtPrice opgericht en beschrijft zijn onderneming als een avontuur waarvan hij altijd al gedroomd heeft. Hiervoor geeft hij verschillende redenen aan. Ten eerste is hij de zoon en kleinzoon van beroemde kunstverzamelaars, waardoor hij al van jongs af aan in de wereld van kunst is opgegroeid. Ten tweede is hij op 15-jarige leeftijd gaan beeldhouwen. In die periode heeft hij een multi-visie opgebouwd als kunstenaar die zijn beroep uitoefent, kunst als erfgoed beschouwt en als ondernemer van nature kennis wou vastleggen in databases (Ehrmann, 2009).

Zijn doelstelling was de grootste database van kunst in de wereld te creëren. Hoe heeft hij dat bereikt? Om de nodige informatie te verzamelen had hij infrastructuur en mensen nodig. Hiervoor werd er 50 miljoen euro door zijn familie en de financiële kapitaalmarkt geïnvesteerd. Vandaag de dag is ArtPrice een onderneming die op de NYSE Euronext genoteerd staat. Door de jaren heen heeft hij samen met zijn personeel prijzen van 's werelds meest belangrijke veilinghuizen verzameld. Bovendien is hij op zoek gegaan naar bedrijven die algoritmes en indexen voor veilingen berekenden. Gedurende de 20^{ste} eeuw hebben historici en kunstprofessoren getracht om de waarde van verschillende kunstwerken toe te lichten. Dit was voor hen een soort zoektocht naar het onbekende waarbij ze honderdduizenden uren spendeerden in allerlei veilinghuizen om prijzen van kunstwerken op te schrijven. Artprice is een soort belichaming van deze zoektocht en heeft al dat werk, uitgevoerd door deze mensen, doorheen de tijd overgekocht (Ehrmann, 2009).

Catalogussen van over heel wereld worden verzameld en belanden bij het catalogusteam dat deze tracht te verwerken. Elk kunstwerk krijgt een uniek nummer toegewezen dat alle info bevat omtrent de verkoop, de kunstenaar, het land, het veilinghuis, enz... . Vaak bevatten deze catalogussen fouten. Het personeel van ArtPrice krijgt de opdracht om deze fouten te herstellen en de klant van accurate informatie te voorzien.

Hun doelstelling was niet alleen om een database te creëren met prijzen en biografieën, maar eveneens om deze informatie samen te vatten tot een kwalitatief product dat begrijpbaar zou zijn op internationaal niveau. Hun website is dan ook volledig beschikbaar in vijf talen zodat iedereen van hun informatie gebruik kan maken. Hierdoor refereren veel galerijen en veilingen naar ArtPrice. Indien een galerij in het bezit is van haar eigen ArtPrice "online winkel", kan deze galerij haar bezoekers doorverwijzen naar haar persoonlijke website. Dit is voordelig voor beide partijen aangezien het netwerk van klanten van zowel een galerij als ArtPrice uitgebreid wordt.

ArtPrice biedt verschillende diensten aan via hun website. De verkoopprijzen van kunstwerken worden binnen de 48 uur na de verkoop beschikbaar gesteld. Elke week consulteert ArtPrice de internationale veilingpers om zo op de hoogte te zijn van alle toekomstige transacties. Deze informatie wordt publiek gemaakt op hun website zodat hun klanten op de hoogte kunnen zijn van zoveel mogelijk nieuwtjes over een bepaald werkstuk alvorens er een toekomstige transactie zou plaatsvinden. Op dit moment is ArtPrice het grootste online kunstplatform in de wereld waar je kunstwerken kunt aan- en verkopen. Per maand worden er ongeveer 70.000 kunstwerken te koop aangeboden. De gemiddelde verkoopprijs bedraagt € 12.000. Het is toegankelijk voor iedere belegger. Kleine particuliere investeerders/verzamelaars kunnen er kunstwerken vinden vanaf €49. Bijgevolg wordt hierdoor de drempel tot toetreding in de kunstmarkt verlaagd. Vanzelfsprekend worden er ook werkstukken aangeboden van grote kunstenaars zoals Picasso, Renoir, Monet, Giacometti, enz... .

De online marktplaats en de werken die op de website worden aangeboden, kunnen vrij van enige kost geconsulteerd worden. Daarenboven biedt ArtPrice ook gratis gegevensverstrekking aan hun websitebezoekers zoals bijvoorbeeld continu geüpdate en gratis toegankelijke artikels over kunst. Deze artikels laten de bezoekers vrij om voortdurend in contact te staan met 2900 veilinghuizen. De veilingresultaten worden geanalyseerd door de econometrische afdeling van Artprice en beschikbaar gesteld op de website (Ehrmann, 2009).

De drie grote diensten je als investeerder op de website van ArtPrice kan raadplegen zijn:

- Een index met artiesten en prijzen: per kunstenaar is er een volledige webpagina beschikbaar met alle nuttige informatie. Bovendien kun je prijzen van kunstwerken raadplegen gebaseerd op repeated sales regressie en hedonische

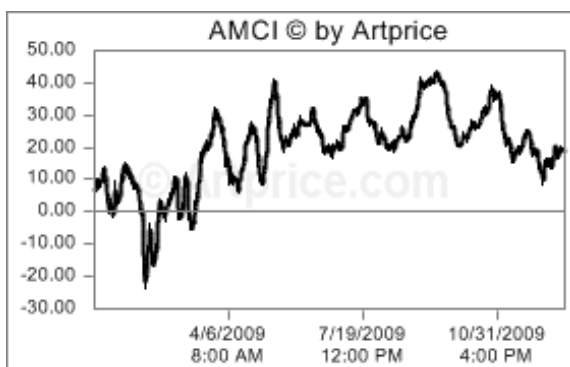
prijnsregressie. Voor 250 à 500 euro heb je één jaar lang toegang tot alle kunstenaars die zich in de database bevinden. Bovendien kan je als investeerder een eigen "online winkel" openen waarmee je producten kan aanbieden op de online marktplaats.

- ArtMarketInsight: een continue update over de laatste trends en kerncijfers betreffende de kunstmarkt. Deze service is volledig gratis.
- ArtPricing: is een dienst die voor de klant de waarde van een kunstwerk bepaalt. Als klant moet je tussen \$29 en \$40 betalen opdat je gebruik kan maken van deze dienst (ArtPrice, 2009).

Artprice probeert ook een oplossing te bieden voor asymmetrische informatie die aanwezig is in de markt van kunst. Een asymmetrische informatieprobleem ontstaat er wanneer bij een overeenkomst één partij meer of minder informatie bezit dan de andere partij. Deze asymmetrie creëert een onevenwicht tussen vraag en aanbod dat op zijn beurt het marktmechanisme aantast. Mede door het werk van ArtPrice is de markt doorheen de tijd meer liquide en actiever geworden. Beleggers in de kunstmarkt hebben meer nodig dan enkel een prijsindex die ze overal kunnen raadplegen. Ze hebben nood aan real-time prijsinformatie om beslissingen te nemen. Indien ze dit wensen is ArtPrice een totaalaanbieding om doordachte kunstinvesteringen aan te gaan.

Artprice wil de kunstmarkt helpen om transparanter te worden. Dit kan door steeds maar weer nieuwe indices en nieuwe technieken te ontwikkelen. Zo is er bijvoorbeeld de Art Market Confidence Index (AMCI) opgericht die op basis van vier vragen elke dag het vertrouwen van de marktdeelnemers toetst. Figuur 31 geeft de evolutie van het vertrouwen in de kunstmarkt weer voor het jaar 2009 (ArtPrice, 2009).

Figuur 31: Mate van vertrouwen in de kunstmarkt



Bron: ArtPrice (2009)

Het feit dat hun database in het bezit is van 4,5 miljoen veilingverkopten, laat ArtPrice toe een objectieve kijk te hebben op de kunstmarkt. Dankzij hun analyse van de totale markt en niet alleen van de dure miljoenen dollar verkopen, zijn ze in staat om hun klanten een realistisch beeld van deze markt te geven.

2.2 Indirect investeren

Om de drempel tot instap in een kunstinvestering te verlagen zijn er bepaalde fondsen opgericht waarbij je als particuliere investeerder kan toetreden. Een investeringsfonds is een verzameling van activa die beheerd wordt door een financiële organisatie waarin verschillende investeerders een aandeel hebben. Een investeerder die belegt in een kunstfonds heeft het voordeel dat hij investeert in een gediversifieerde verzameling van kunstwerken uit verschillende categorieën. Daarenboven wordt hij niet rechtstreeks geconfronteerd met de problemen die zouden kunnen ontstaan ten gevolge van veiligheid, verzekering en onderhoud (Coslor, 2008). Ondanks het feit dat men de instap tot een investering in kunst wil verhogen, zijn fondsen die zich toeleggen op kunstwerken toch een additioneel investeringskanaal voor institutionele en rijke particuliere investeerders. Immers met een minimum kapitaal van 250.000 dollar is een investering in een kunstfonds minder toegankelijk voor de kleine private investeerder.

The Fine Art Fund en The Art Trading Fund zijn in respectievelijk 2004 en 2005 opgericht. Bijkomend onderzoek, nieuwe indices en verhoogde interesse van investeerders in kunst hebben deze fondsen doen bloeien. Kunstfondsen kunnen nuttig gebruik maken van inefficiënties in de markt door actief management toe te passen in de aan- en verkoop van kunstwerken. Aanvullend deelt Coslor (2008) in haar studie mee dat een succesvol fonds opgericht wordt door een groep die expertise bezit in kunstwerken en financiën. Het voordeel van deze fondsen is dus dat de fondsmanager over een grote marktkennis beschikt en bovenop expertise heeft over bepaalde kunstvoorwerpen. De hoeveelheid informatie die beschikbaar is voor een private verzamelaar die niet gebruikt maakt van zo een fonds, is daarentegen beperkt. Tevens kun je als participant in een dergelijk fonds genieten van een audit, lagere transactiekosten en een raadgevende dienstverlening (Mamarchabi et al., 2007).

Het succes van kunstfondsen wordt door Ralevski (2008) in twijfel getrokken. Volgens haar zijn er een aantal redenen waarom een groot aantal kunstfondsen mislukken. Het eerste probleem is het lage transactievolume. In tegenstelling tot de aandelenmarkt gebeurt immers de helft van alle transacties op veilingen die slechts halfjaarlijks een

verkoop organiseren. Ten tweede wordt de markt gekenmerkt door gelimiteerde informatie en een tekort aan transparantie. De opkomst van nieuwe intermediaire personen heeft de beschikbaarheid van informatie wel doen toenemen, maar toch is er nog steeds geen betrouwbare bron aanwezig die het investeringspotentieel van een kunstwerk ter beschikking stelt. Door deze inefficiënties wordt een investering in kunst als zeer risicovol beschouwd. Omdat het risico-return profiel van een kunstinvestering moeilijk bepaald kan worden, hebben kunstfondsen moeilijkheden om zich in te dekken tegen mogelijke verliezen.

3 Prijs

Een kunstwerk is een heterogeen product. Elk kunstwerk is uniek. De loyaliteit ten opzichte van een kunstenaar is laag en de waarde van een kunstwerk hangt vaak af van de smaak van een bepaalde kunsthandelaar. Bovendien is er veel competitiviteit aanwezig op deze markt. De toetreding tot de markt is vrij moeilijk omdat er hoge kosten aan verbonden zijn zoals een commissie voor de kunstenaar, reclame- en verzekeringskosten. De relatie tussen vraag en aanbod is vergelijkbaar met die van luxegoederen. Het aanbod is gelimiteerd door het exclusieve karakter van elk kunstwerk. De vraagcurve is inelastisch en is afhankelijk van de verandering in smaak en inkomen, toegankelijkheid en aanwezigheid van substituten.

De prijzen van kunstwerken worden bepaald door vraag en aanbod. Nochtans zijn er meerdere factoren die de prijs van een kunstwerk beïnvloeden. De kwaliteit, de inhoud, de gebruikte techniek, de grootte en de authenticiteit van het kunstvoorwerp zijn van groot belang bij de prijsbepaling. Verder zijn ook de bekendheid van de kunstenaar en de appreciatie voor zijn vorige werken van doorslaggevende betekenis voor de prijs. Daarenboven speelt de opinie van experts een belangrijke rol bij de prijsvorming van elk kunstwerk. Ten slotte kunnen eveneens macro-economische factoren de prijs beïnvloeden (Mamarchabi et al., 2007).

De markt van kunst kan als onzeker beschouwd worden. Bovendien is er te weinig informatie voorhanden. De waarde van een kunstwerk is dus zeer variabel en is gebaseerd op onmeetbare parameters zoals smaak, mode en bekendheid. De waarde die aan een kunstwerk gegeven wordt is vaak subjectief als gevolg van het heterogene karakter van kunst. Een aantal personen beschrijven de markt van kunst als inefficiënt. Dit is het gevolg van een afwezigheid van marktprijzen omdat deze niet bepaald kunnen worden door een tekort aan gepubliceerde data. In tegenstelling tot andere markten, gebeuren de enige transparante verkopen op veilingen met vastgelegde datums. Je kan niet op elk ogenblik afstand doen van je kunstwerk terwijl je aandelen wel op elk moment kan verkopen. Daarenboven weet je tegen welke prijs de verkoop wordt afgesloten. Bijgevolg zijn de prijzen van kunstwerken, die op een veiling verhandeld worden, vaak te hoog en reflecteren ze niet de echte waarde van een kunstwerk. Kunst wordt gewaardeerd door meerdere personen waardoor een definitieve waarde niet exact bepaald kan worden. Daarnaast bestaat er ook geen formule die de waarde van een kunstwerk kan bepalen. Dit gebeurt meestal door een audit, nazicht van verkopen in het

verleden en door de status van de kunstenaar in zijn marktsegment. Maar de uiteindelijke waarde die aan een kunstwerk toegekend wordt is meestal gokwerk (Mamarchabi et al., 2007).

Er zijn dus een aanzienlijk aantal elementen aanwezig die van invloed zijn op de prijs van een kunstwerk. Door de grote diversiteit van deze elementen wordt de waardering van een kunstwerk bemoeilijkt. Voor een investeerder is het dus belangrijk dat hij een waarde aan een kunstwerk kan toekennen. Om adequaat te kunnen oordelen, dient een investeerder kennis te hebben van de grootte van beïnvloeding door deze elementen. Hieromtrent zijn een aantal onderzoeken gevoerd die de belangrijkheid van deze elementen onderzoeken naar de prijsbepaling van een kunstwerk.

Volgens Bruno en Nocera (2008) bestaan er prijsschattingen voorafgaand aan een transactie die waardevolle informatie kunnen verschaffen aan potentiële investeerders. Alle relevante beschikbare informatie die aanwezig is, kan vooral zeer belangrijk zijn voor de minder ervaren investeerders. De meest waardevolle informatie, volgens Bruno en Nocera (2008), is afkomstig van veilinghuizen die een prijsschatting maken van een bepaald kunstwerk. Hoewel de prijzen van kunstwerken beïnvloed worden door subjectieve en onmeetbare factoren, zijn hun schattingen uitgedrukt als een range waarin de definitieve prijs zich zal bevinden. Lourgand en McDaniel (1991) en Abowd en Ashenfelter (2002) besluiten in hun onderzoek dat prijsschattingen uitgevoerd door veilingen als vrij accuraat kunnen beschouwd worden.

Ook Bruno en Nocera (2008) hebben in hun onderzoek de onzekerheid en accuraatheid van deze schattingen onderzocht. Ze concluderen echter dat de schattingen uitgevoerd door veilingen geen goede indicaties zijn voor de prijzen die daadwerkelijk betaald worden. Slechts 37% van de kunstwerken die geveild worden, vallen binnen het door de veiling voorspelde interval. In de literatuur bestaat er dus een tegenstrijdigheid wat betreft het representatief zijn van prijsschattingen door veilingen voor de echte waarde van een kunstwerk. Campbell and Kräussl (2006) vermelden in hun onderzoek dat kunst een kleine intrinsieke waarde heeft aangezien het beïnvloed wordt door individuele smaak die sterk verandert met de tijd. De toekomstige verkoopprijs hangt volgens hen af van het aantal mensen die het kunstwerk willen kopen en de beschikbare rijkdom die deze individuen bezitten op het moment van aankoop.

4 Strategische motivaties en tactische opportuniteiten

4.1 Diversificatie

In de literatuur geven een aantal onderzoeken aan dat een investering in kunst kan zorgen voor een goede diversificatie van een portefeuille. Het kan returns opleveren die beter zijn dan de returns die men kan behalen door het investeren in andere activa. Bovendien heeft kunst lage of zelfs negatieve correlaties met traditionele activa zodat er optimaal gediversifieerd kan worden. Verder zal door opname van kunst het totale risico van een portefeuille dalen als gevolg van de lage correlaties die kunst met aandelen en obligaties heeft. Mei en Moses (2002) en Campbell en Koedijk (2005) besluiten dat de lage correlatie van kunst met aandelen zorgt voor een attractief uitzicht op diversificatie van een portefeuille ondanks het feit dat de markt van kunst erg volatiel is. Daarentegen concludeert Pesando (1993), die gebruik maakte van Markowitz's (1952) theorie, dat kunst minder goed presteert in vergelijking met de traditionele beleggingen. Ook Goetzmann (1993) vermeldt in zijn onderzoek dat kunst over een kortere tijdsperiode een positieve relatie zou hebben met aandelen. Als gevolg van deze positieve correlatie vindt hij dat een investering in kunst geen goede manier is om je portefeuille te diversifiëren. Verder kwam Campbell (2007) in haar onderzoek tot de conclusie dat kunst zeer lage en zelfs negatieve correlaties bezit met andere alternatieve investeringen. Hierdoor biedt kunst bijkomende diversificatievoordelen voor een belegger die zijn portefeuille wil spreiden. Doch besluiten Worthington en Higgs (2002) dat het risico-return profiel van kunst inferieur is aan het profiel van traditionele activa waardoor ze het nut van diversificatie niet kunnen ondersteunen. Kraeussl en Elsland (2008) concluderen op hun beurt dat in sommige omstandigheden kunst een significante rol kan spelen in een gediversifieerde portefeuille. In bijlage 1 treft u een tabel aan die een overzicht geeft van diverse portefeuilles met al dan niet een opname van kunst in de portefeuille. Volgens Kraeussl en Elsland (2008) kan de optimale allocatie van kunst in een portefeuille variëren van 2,92% voor Europese beleggers tot 5,72% voor internationale investeerders. Hieruit kan je besluiten dat de return van een portefeuille niet verbetert naarmate je in kunst zou investeren. Wel zal door opname van kunst het totale risico van de portefeuille dalen. De *reward-to variability* ratio of Sharpe ratio is groter bij een portefeuille met kunst in vergelijking met een soortgelijke portefeuille zonder kunst.

In de literatuur bestaan er dus tegenstrijdige argumenten over de winstgevendheid van een investering in kunst en over het perspectief dat kunst kan bieden bij diversificatie

van een portefeuille. Deze tegenstrijdigheid in de literatuur is afhankelijk van de gehanteerde data, onderzoeksperiode en de verschillende methodes welke de onderzoekers toepassen.

4.2 Return

In de literatuur zijn er talrijke studies uitgevoerd die de return van een investering in kunst trachten te berekenen. In bijlage 3 zie je een overzicht van een aantal studies die de gemiddelde jaarlijkse return hebben berekend van kunst over verschillende studieperiodes. Zo berekenden Mei en Moses (2002) over de periode 1950 tot 1999 een gemiddelde jaarlijkse return van 8,2%. Deze return is vergelijkbaar met de return van de S&P500 Index (8,9%) en is hoger dan de return behaald op obligaties (2,2%). Ook Campbell (2007) berekende vanaf 1980 tot 2006 een gemiddelde jaarlijkse return van 6,54% voor een investering in kunst. Deze return is lager dan de jaarlijkse return die een investeerder heeft verdiend op aandelen (10,88%), Amerikaanse obligaties (8,36%), grondstoffutures (8,42%) en Amerikaanse vastgoedbevaks (11,98%) over dezelfde periode. Renneboog en Spaenjers (2009) becijferden evenwel een investering in kunst een gemiddelde jaarlijkse return van 4,49% voor de periode 1951-2007. Enkel tijdens de boomperiodes van 1985-1990 en 2002-2007 was de gemiddelde jaarlijkse return significant hoger. De returns die een belegger kan behalen op kunst, berekend in hun studie, zijn lager dan de returns berekend door diverse andere studies zoals Goetzmann (1993) en Mei en Moses (2002). Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de studie van bevat die verkocht zijn geweest op bekende veilingen maar ook die van private transacties. In vergelijking met aandelen en obligaties is de beloning die een investeerder krijgt door in een volatiele markt te investeren evenwel beduidend kleiner. Dit ten gevolge van een hoger risico en een lagere gemiddelde jaarlijkse reële return in vergelijking met de return van obligaties (6,64%) en aandelen (9,92%) (Renneboog en Spaenjers, 2009).

Baumol (1986), Frey en Eichenberger (1995) en Chanel (1995) besluiten in hun onderzoek dat de financiële return van schilderijen lager is dan bij een investering in traditionele financiële activa omdat schilderijen ook over een fysieke return beschikken. De fysieke return is afkomstig van het in bezit zijn en het kunnen waarnemen van kunstwerken. Volgens Worthington en Higgs (2002) zijn de meeste onderzoeken er niet in geslaagd om deze fysieke return te kwantificeren. Daardoor zijn de financiële returns

in de meeste onderzoeken onderschat omdat ze geen rekening houden met de return die een investeerder ontvangt door het puur fysieke bezit van een kunstwerk.

4.3 Hedge tegen inflatie

Een investering in kunst kan een bruikbare hedge zijn tegen inflatie. Door de hoge volatiliteit van kunst dient men wel over een langere termijn te beleggen om het hedgen succesvol te maken. Wanneer een investeerder zich in een periode bevindt van hoge inflatie zal hij zijn cash zien verlagen in koopkracht. Kunst is daarentegen een tastbaar activa dat kan dienen als springplank in een periode met hoge inflatie (Mamarbachi et al., 2007). Eveneens geeft Basenese (2009) in zijn artikel aan dat kunst een mogelijke kandidaat is als hedge tegen inflatie. Volgens hem bezit kunst een positieve correlatie (0,26) met inflatie. Dit betekent dat de prijzen van kunst dezelfde beweging volgen als de inflatie. In tijden van hoge inflatie kan een investeerder zich indekken door te beleggen in kunst.

4.4 Conjunctuur

Volgens Mamarbachi et al. (2007) zal een kunstwerk een return kunnen behalen door de stijging van zijn prijs. Bovendien zal het een extra voordeel kunnen behalen wanneer er een surplus is aan liquiditeit in de financiële markten. Positieve returns die behaald worden via traditionele beleggingen kunnen tijdelijk voor een stimulans zorgen op de kunstmarkt. Chanel (1995) komt met een gelijkaardige conclusie naar voor in zijn onderzoek. Hij zegt dat financiële markten snel reageren op economische bewegingen waardoor de winsten gerealiseerd op deze markten aangewend kunnen worden om te investeren in kunst. Alzo kunnen veranderingen in de aandelenmarkt een ernstige indicator zijn om bewegingen in de kunstmarkt te voorspellen. Nochtans beweren Worthington en Higgs (2002) dat het voorspellen van trends in de markt van kunst tamelijk moeilijk is omdat deze markt nogal onderhevig is aan verschillende persoonlijke smaken en modieuze periodes.

Daarentegen bepaalt de financiële markt volgens Mamarbachi et al. (2007) echter niet de prijs van kunst op lange termijn. Zelfs in tijden van zwakke economische groei zoals we die tijdens de voorbije financiële crisis meemaakten, is de kunstmarkt toch in staat geweest om te groeien. Bovendien duidt Mamarbachi et al. (2007) erop dat de kunstmarkt goed kan presteren als de aandelenmarkt een neerwaartse trend volgt. Als

de financiële markten het slecht doen, stoppen mensen graag hun geld in materiële activa zoals kunst.

Aanvullend besluit Frey (2003) in zijn onderzoek dat de invloed van de conjunctuur afhankelijk is van het segment waarin het kunstwerk zich bevindt. De meeste kunstwerken reageren snel op een verandering van de economische conjunctuur en in het bijzonder die kunstwerken uit de lagere prijscategorieën. Economische achteruitgang laat de vraag naar kunst dalen en het aanbod stijgen omdat sommige personen gedwongen worden om hun kunstwerken te verkopen. Nochtans zal economische achteruitgang nauwelijks een invloed hebben op kunstwerken uit een hogere prijscategorie omdat rijke beleggers een omvangrijke koopkracht bezitten.

5 Gevalstudie: Art Market Research Index

Campbell (2005) gebruikte in haar onderzoek maandelijkse data van diverse activaklassen tijdens de onderzoeksperiode van 1976 tot 2004. De gegevens betreffende kunstinvesteringen is afkomstig van uit Art Market Research (AMR). AMR verzamelt voor haar index transacties van 800 verschillende veilinghuizen over de hele wereld. Deze index maakt wel geen gebruik van verkopen die gerealiseerd zijn door private kunsthandelaars. Nochtans vertegenwoordigt deze index een significant gedeelte van de globale kunstmarkt. Aan de hand van de volgende secties willen we aantonen dat een investering in kunst wel degelijk een positieve return kan opleveren en dat een kunstbelegging onderdeel kan uitmaken van een gediversifieerde portefeuille. Desalniettemin kan een alternatief onderzoek tot een andere conclusie leiden door een verschil in onderzoeksperiode en gebruikte data.

5.1 Return en risico

In tabel 20 heeft een aandelenindex gespreid over de hele wereld een gemiddelde return opgebracht van 10,41% p.a. Volgens tabel 21 levert de algemene kunstindex daarentegen een lagere maar positieve gemiddelde return op van 6,18%. Tevens kan men opmerken dat de standaarddeviatie van de aandelenindex (13,62%) vergelijkbaar is met de standaarddeviatie van de kunstindex (13,18%). Bij verdere analyse blijkt dat de kunstindex een kleinere return oplevert maar tegelijk ook in het bezit is van een vergelijkbare volatiele markt. Een rationele belegger zou bijgevolg opteren om te investeren in een aandelenindex omdat het een hogere return oplevert dan kunst bij het nemen van een vergelijkbaar risico.

Tabel 20: Overzicht statistieken traditionele beleggingen

Log returns van 1976-2004				
	MSCI World	GSCI grondstoffen	US vastgoed	UK vastgoed
Jaarlijks rendement	10,41%	8,89%	15,44%	7,26%
Standaarddeviatie	13,62%	16,95%	22,20%	15,59%
Skewness	-1,098	0,027	-0,498	-0,309
Kurtosis	3,82	1,241	2,194	8,384
Sharpe ratio	0,604	0,395	0,597	0,325

Bron: Campbell (2005)

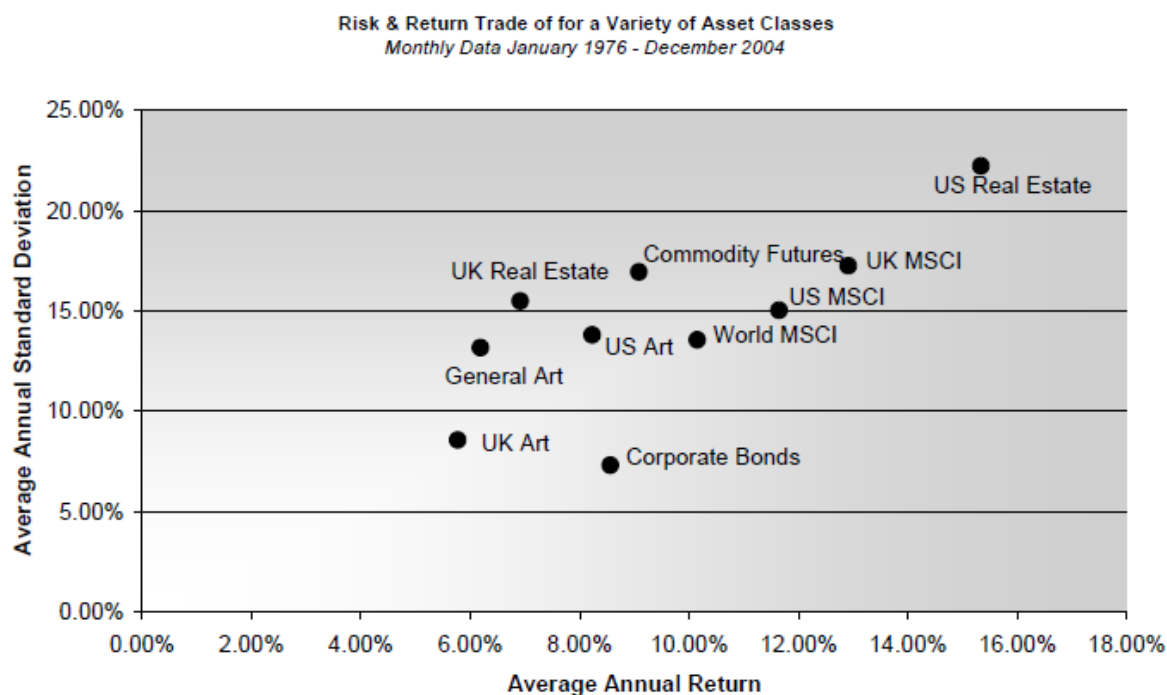
Tabel 21: Overzicht statistieken kunstbeleggingen

Log returns van 1976-2004			
	Algemeen	US	UK
Jaarlijks rendement	6,18%	8,23%	5,77%
Standaarddeviatie	13,18%	13,81%	8,57%
Skewness	-0,011	-0,105	0,518
Kurtosis	4,052	5,878	3,774
Sharpe ratio	0,303	0,437	0,418

Bron: Campbell (2005)

Om een solide vergelijking te maken tussen de verschillende activa dient een investeerder een afruil te maken tussen zijn gewenste return en risico. Het risico-return profiel van de diverse indices is terug te vinden in figuur 32.

Figuur 32: Risico-return trade off tussen de verschillende activaklassen

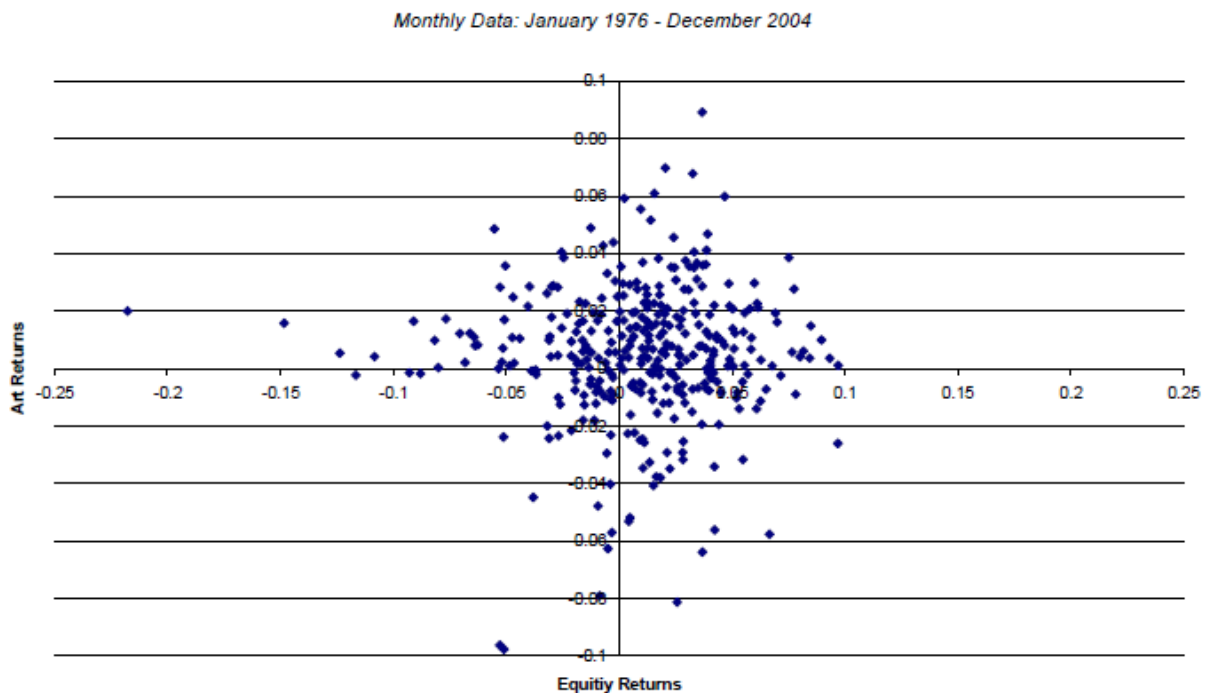


Bron: Campbell (2005)

Uit tabel 20 en 21 kunnen we tevens besluiten dat zowel aandelen als kunst negatieve scheefheid en een significante kurtosis vertonen in hun verdeling. Het bestaan van meer extreme marktcondities dan de normaalverdeling zou veronderstellen, heeft implicaties

op de grootte van het neerwaarts risico van een portefeuille. Deze grootte is afhankelijk van de correlaties tussen de activa binnen een portefeuille. Als de correlatie tussen kunst en aandelen nog steeds laag is tijdens extreme marktbewegingen dan is het effect op het risicomanagement minder significant. Campbell (2005) concludeert in haar onderzoek dat de correlaties tussen aandelen en kunst niet worden aangetast door extreme marktbewegingen in zowel een stierenmarkt als een berenmarkt. We kunnen uit figuur 33 daarom besluiten dat indien er extreme bewegingen zijn in de aandelenmarkt er weinig beweging is in de markt van kunst. Wanneer aandelen slecht presteren zijn er positieve logreturns waar te nemen indien men in dezelfde periode investeert in kunst. Tijdens de maanden waarin aandelen slecht presteerden, bracht een investering in kunst maandelijkse returns op die equivalent waren met de gemiddelde return over de gehele referentieperiode. Dit vormt het bewijs om te besluiten dat kunst een aanzienlijke neerwaartse bescherming biedt wanneer investeerders weinig vertrouwen hebben in de aandelenmarkt. De voordelen van hedgen komen dus het meest tot hun recht wanneer aandelen slecht presteren en hedgen dan ook het meest waardevol is.

Figuur 33: Log returns van kunst en aandelen



Bron: Campbell (2005)

5.2 Correlatiecoëfficiënten

De hoge volatiliteit die in de literatuur geassocieerd wordt met de kunstmarkt wordt voor een groot gedeelte gecompenseerd door de lage correlaties die kunst heeft met de traditionele financiële activa. Dit resulteert in een aantrekkelijke diversificatiestrategie voor een beleggersportefeuille. Uit tabel 22 kunnen we besluiten dat er een lage negatieve correlatie (-0,8%) bestaat tussen de kunstindex en de MSCI aandelenindex. Dit zorgt voor uitstekende diversificatievoordelen voor een investeerder met een louter aandelenportefeuille. Verder kunnen we bemerken dat kunst ook lage correlaties bezit met andere alternatieve beleggingen zoals grondstoffen en vastgoed met als respectievelijke waarden 0,03% en -0,03%. Dit betekent dat kunst aanvullende diversificatievoordelen heeft voor een portefeuille bestaande uit zowel traditionele als andere alternatieve beleggingen.

Tabel 22: Correlatiematrix kunst en andere activaklassen

	MSCI World	GSCI grondstoffen	US Vastgoed	UK Vastgoed	Kunst totaal	US- kunst	UK- kunst
MSCI World	1						
GSCI grondstoffen	0,046	1					
US Vastgoed	0,577	0,019	1				
UK Vastgoed	0,178	0,4	0,078	1			
Kunst totaal	-0,008	0,003	-0,03	0,035	1		
US-kunst	-0,039	0,01	-0,017	0,055	0,566	1	
UK-kunst	0,097	0,054	0,02	0,015	0,281	0,226	1

Bron: Campbell (2005)

6 Risico's

Risico's geassocieerd met het investeren in kunst vinden hun oorsprong in diverse oorzaken. Ten eerste bestaat er het risico op het kopen van een vals kunstwerk. De echtheid van een kunstwerk heeft een grote invloed op de te betalen prijs. Ten tweede heeft een belegger ook te maken met een prijsrisico. Zoals eerder vermeld, is de echte waarde van een kunstwerk moeilijk te bepalen. De investeerder weet dus niet exact of het kunstwerk al dan niet overgewaardeerd zou zijn. Ten derde geven Worthington en Higgs (2002) in hun onderzoek aan dat het investeren in kunst ook nog een materieel risico bevat. Kunstwerken kunnen namelijk vernietigd worden door brand en kunnen beschadigd worden door bijvoorbeeld een oorlog. Omdat kunstwerken vaak een hoge waarde bezitten, verhoogt dit bovendien de kans op diefstal.

7 Kosten

Er zijn een aantal kosten verbonden aan een belegging in kunst. Transactiekosten zijn in vergelijking met aandelen hoog. De aandelenmarkt wordt immers gekenmerkt door een groot aantal kopers en verkopers met miljoenen transacties per dag. Een kunstwerk wordt daarentegen niet elke dag verhandeld. Daarom wil iedere veiling of tussenpersoon een zo groot mogelijke deel van de transactie bekomen. De marge die een veilinghuis vooropstelt bij de aan- of verkoop van een kunstwerk bedraagt meestal tussen 10% en 30% van de transactieprijs. Daarenboven willen investeerders zich indekken tegen mogelijke schade en diefstal waardoor ze meestal een verzekering afsluiten. De verzekeringskosten zijn vrij duur en bedragen per jaar ongeveer 1% van de transactieprijs. Substantiële kosten zoals onderhouds- en restauratiekosten worden dikwijls niet bij de return ingecalculeerd (Worthington en Higgs, 2002).

8 Beleggen in kunst en de financiële crisis

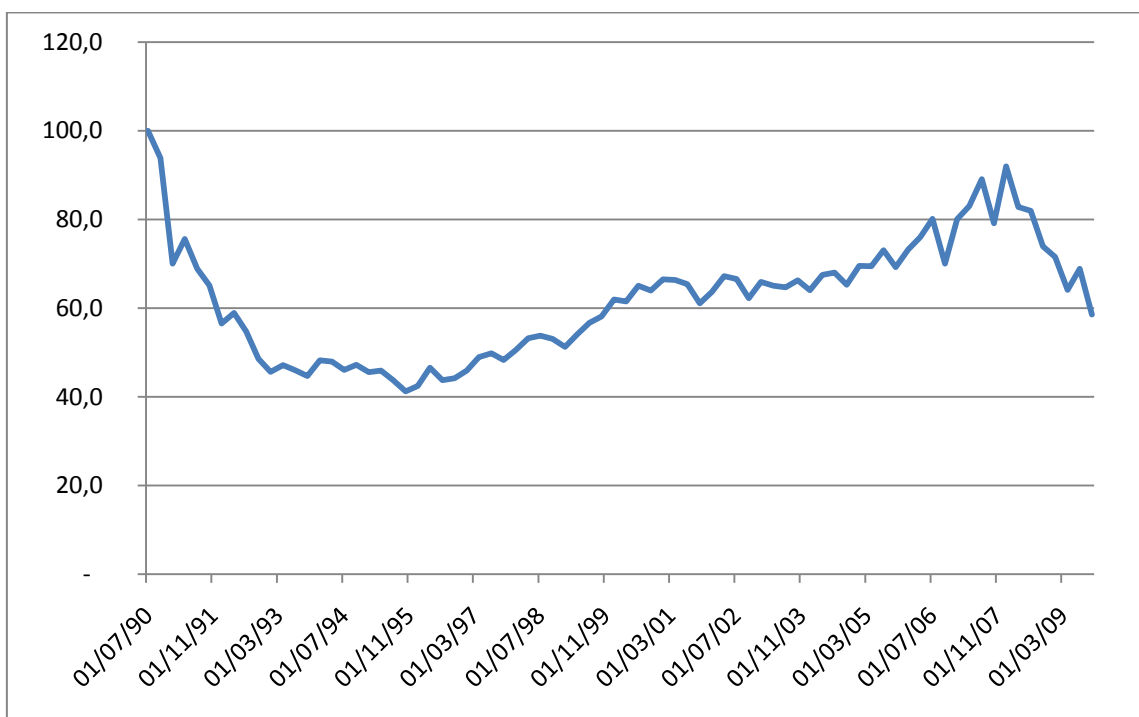
De markt van kunst heeft weinig nadelige invloed ondervonden tijdens de eerste periode van de financiële crisis. In 2007 en 2008 zijn een groot aantal kunstwerken voor recordprijzen geveild geweest. Ondanks de kredietcrisis zijn investeerders zeer actief gebleven op deze markt in 2008. Monet's schilderij "Le pont du chemin de fer à Argenteuil" is voor 41,5 miljoen dollar verkocht bij Christie's. Volgens McAndrew en Thompson (2008) maken de werken uit het impressionisme en moderne kunst het grootste deel uit van de markt in termen van waarde. Desondanks is de hedendaagse kunst in het bezit van de grootste groeivoet. Het hoogste bod op een hedendaags kunstwerk bij Christie's namelijk dat op Mark Rothko's "NO. 15" bedraagt 50,4 miljoen dollar. Sotheby's veiling realiseerde dan weer een nieuw record in de sector van de hedendaagse kunst: "Triptychon" van Francis Bacon werd verkocht voor het fenomenale bedrag van 86,2 miljoen dollar (Kraeusl en Wiehenkamp, 2008).

Bovenstaande cijfers tonen aan dat het investeringspotentieel van kunst in 2008 zeer groot was. Ondanks de financiële crisis zouden de rijken blijven spenderen. Tevens zouden nieuwe investeerders uit China en Rusland de prijzen van kunst beschermen. Bovendien zou de ineenstorting van de prijzen van andere financiële activa nog meer investeerders tot de kunstmarkt aantrekken. Deze gedachtengang heeft stand gehouden tot eind 2008. Nochtans waren er in 2008 al een aantal critici van overtuigd dat de kunstwerken overgewaardeerd waren. Maar er was meer aan de hand dan enkel overdreven optimisme. Want zoals elke investeringsmarkt is ook kunst onderhevig aan hebzucht en manipulatie. Zo probeerden veilinghuizen en galeriehouders er alles aan te doen om de prijzen systematisch hoog te houden. Daarnaast boden investeerders nog meer op kunstwerken van die kunstenaars waarvan ze reeds objecten in hun bezit hadden opdat de prijzen van deze objecten ook hoog zouden blijven. Zowel veilingen als beleggers wilden alzo ten alle prijzen vermijden dat de zeepbel zou uiteenspatten. Het oordeel van Ben Lewis²⁷ over de zeepbel werd in het begin van 2009 dan ook bevestigd. De prijzen kunstmatig hoog houden, lukte niet meer en het barsten van de zeepbel was een feit. Volgens Ben Lewis in Panorama (2009) bestaat de enige oplossing in het reguleren van deze markt op een manier zoals bijvoorbeeld de grondstoffenmarkt gereguleerd is. De creatie van een aantal derivaten zou een mogelijke oplossing zijn. Zonder regulatie zullen veilingen en galerijen immers deze markt blijven manipuleren.

²⁷ Kunstcriticus en filmmaker

Onderstaande figuur toont tevens aan dat de markt van kunst zich in een neerwaartse trend bevindt. Vanaf 1 juli 2008 tot en met 1 oktober 2009 zijn de prijzen van kunstwerken globaal met 29% gedaald. Toch geeft ArtPrice (2009) aan dat er een aantal signalen zijn die wijzen op een herstel van de kunstmarkt. Ten eerste geeft de Art Market Confidence Index aan dat investeerders positieve verwachtingen hebben omtrent de kunstmarkt. Zo schommelt het huidig vertrouwen in de kunstmarkt momenteel tussen de +20 en +40 en dit sinds maart 2009. Ook op middellange termijn is het vertrouwen van de investeerder in de kunstmarkt groot. Ten tweede zijn er een aantal segmenten binnen de markt van kunst die wel goed presteren. Ten derde duiden de verkopen van Christie's en Sotheby's op 11/11/09 van respectievelijk \$63,9mio en \$117,1mio op een herstel van de kunstmarkt. Deze veilingen hadden immers een verkoopsresultaat verwacht dat slechts de helft zou bedragen van de gerealiseerde cijfers.

Figuur 34: Globale Kunst Index (EUR)



Bron: Artprice (2009)

C Praktijkonderzoek

Deel 1: Interviews

1 Resultaten interviews beleggen in grondstoffen

1.1 Positionering geïnterviewden binnen de grondstoffenmarkt

Tabel 23 geeft een kort overzicht van de geïnterviewden waarmee we een gesprek hebben gevoerd over beleggen in grondstoffen. Bijkomend zullen we hun activiteiten en ervaring met beleggen in grondstoffen nader toelichten beneden de tabel.

Tabel 23: Overzicht geïnterviewden beleggen in grondstoffen

Label	Naam:	Onderneming	Categorie
A.	Kevin Prinsen	Xperia Financial Planning	financieel planner
B.	Alex Martens	KBC Asset Management	financieel analist
C.	Alain Deneef	Bank Degroef	senior asset manager
D.	Ed Kiers	Algorithmic Futures Management Fund	fondsbeheerder
E.	Boris Cukon	Fuchs Global Natural Resources Flexible Fund	fondsbeheerder

Bron: eigen verwerking

Kevin Prinsen is momenteel medezaakvoerder van Xperia Financial Planning. Deze onderneming is niet verbonden met een financiële instelling waardoor zij een onafhankelijk advies op maat kan geven. Kevin Prinsen is tevens lid van de federatie van persoonlijke financiële planners VZW (FPFP). Hij heeft enorm veel ervaring in de financiële sector en is gespecialiseerd in het structureren van managed futures fondsen. Mede door zijn beroepservaring kan hij ons een duidelijk beeld verschaffen van het beleggen in grondstoffen.

De tweede geïnterviewde is **Alex Martens**. Hij is financieel analist bij KBC Asset Management. Meer specifiek analyseert hij de energie- en basismetalsector. Binnen deze sectoren is hij op de hoogte van trends in vraag en aanbod en tracht hij een voorspelling te doen van de olieprijs. Deze input gebruikt KBC Asset Management om bepaalde fondsen te structureren.

Alain Deneef is momenteel senior asset manager bij Bank Degroef. Hij houdt zich bezig met thematisch beleggen in energie en landbouw. Van 2006 tot en met 2009 was hij

hoofdredacteur van de beleggerstijdschriften Trends, Moneytalk en Cash. Regelmatig was hij gastspreker in het programma “De beurs vandaag” op Kanaal Z.

De mede-eigenaar van het Algorithmic Futures Management Fund (AFMF) is **Ed Kiers**. Dit fonds werkt op basis van genetische algoritmen die toegepast worden op verschillende activaklassen. Een belegging in grondstoffen via futures vormt een belangrijk onderdeel van hun totale portefeuille. Vanuit een dagdagelijkse technische analyse van de grondstoffenmarkt tracht hij onze vragenlijst te beantwoorden.

Boris Cukon is de laatste persoon die we geïnterviewd hebben over beleggen in grondstoffen maar hij is zeker niet de minste. Je kan hem wel de grondstoffspecialist van België noemen. Hij heeft zijn financiële ervaring opgebouwd bij Bank Corluy waar hij senior vermogensbeheerder en financieel analist van de edelmetalaalsector was. Regelmatig verschijnt er een artikel in De Tijd of Cash waarin hij het woord voert over beleggen in grondstoffen. Momenteel is hij eigenaar van BC Research, een vennootschap die gespecialiseerd is in beleggingsresearch. Ten slotte kunnen we vermelden dat hij fondsbeheerder is van het Fuchs Global Natural Resources Flexible Fund.

1.2 Soorten investeringen

In de literatuurstudie hebben we reeds een overzicht gegeven van de diverse financiële producten die je kan aanwenden om in grondstoffen te investeren. Maar welke financiële producten brengen de geïnterviewden naar voren in hun gesprek? Tabel 24 weet deze vraag te beantwoorden. Vrijwel alle investeringen in grondstoffen worden door onze geïnterviewden aangehaald. Enkel opties, certificaten en turbo's blijken minder gebruikt te worden om te beleggen in grondstoffen.

Tabel 24: Frequentietabel investeringen in grondstoffen

	Kevin Prinsen	Alex Martens	Alain Deneef	Ed Kiers	Boris Cukon	Totaal:
direct	X	X	X	X	X	5
futures	X	X	X	X	X	5
aandelen	X	X	X	X	X	5
index	X	X		X	X	4
ETF's	X	X	X	X	X	5
certificaten		X	X		X	3
opties					X	1
turbo's		X	X		X	3
managed futures	X		X	X		3

Bron: eigen verwerking

Een **directe investering** met de daarbijhorende fysieke levering wordt door alle geïnterviewden vermeld als een methode om te beleggen in grondstoffen. Dit betekent niet dat deze methode veel gebruikt wordt. Integendeel, het wordt door alle geïnterviewden aanzien als een omslachtige methode. Bovendien voegt Martens (2010) hieraan toe dat de belegger de grondstoffen moet opslaan in een groot magazijn of een kluis. Uitsluitend edelmetalen zoals zilver en goud zijn hiervoor geschikt omdat ze immers weinig opslagcapaciteit vereisen. Cukon (2010) wijst wel op het feit dat directe investering voordelig is ten opzichte van futures, ETF's en certificaten. Een belegger die een grondstof stockeert in een kluis zal geen nadeel ondervinden van het doorrollen van futurescontracten.

De **futuresmarkt** betreden kan een tweede manier zijn om te beleggen in grondstoffen. De futuresmarkt is de basis voor vele afgeleide producten zoals ETF's, certificaten en managed futures. Deze producten zijn volgens onze geïnterviewden op de markt gebracht om de complexe methode van het zelf beheren van futurescontracten te vermijden. Daarentegen zal het doorrollen van futurescontracten voor deze afgeleide producten door de beheerders zelf uitgevoerd worden. Desalniettemin vermelden Deneef (2010), Prinsen (2010) en Cukon dat de particuliere belegger te weinig kennis heeft om optimaal te werken met futures. Bovendien geeft Martens aan dat er vrij weinig beurzen bestaan die futures verhandelen. De hoge transactiekosten die ermee gepaard gaan, zullen weinig particulieren overtuigen om met futures te werken (Martens, 2010). Deneef geeft de volgende opmerking:

In alle eerlijkheid zullen futures vaak door professionelen gebruikt worden. Enkel een particuliere investeerder die voldoende kennis bezit, zal futures aanwenden om te beleggen in grondstoffen. Van zodra je met futures begint, moet je gekluisterd zitten aan je scherm want anders kan je onaangename verassingen meemaken.

Aandelen van bedrijven in de grondstoffensector blijken een eenvoudige manier te zijn om te beleggen in grondstoffen, ook al behoren ze niet tot de alternatieve beleggingen. Volgens Deneef kan een particuliere belegger in grondstoffen beleggen via aandelen in bijvoorbeeld grote mijnbouwbedrijven zoals Rio Tinto²⁸ en Xtrata²⁹ of globale

²⁸ Rio Tinto is een internationaal opererend mijnbouwbedrijf dat zich vooral bezig houdt met het exploiteren van aluminium, goud, diamanten, zilver, koper en industriële metalen. Het is een beursgenoteerd bedrijf dat genoteerd staat op de London Stock Exchange, de Australian Securities Exchange en de New York Stock Exchange.

²⁹ Xtrata is een wereldspeler in het ontginnen van koper, steenkool, nikkel, zink,... . Het is genoteerd op de London en Swiss Stock Exchanges.

oliemaatschappijen zoals Exxon Mobile en Petrobas³⁰. Zowel Kiers (2010), Deneef en Martens duiden op het voordeel van uitgekeerde dividenden en een grotere liquiditeit in vergelijking met andere financiële producten. Toch ben je volgens Martens en Cukon niet alleen blootgesteld aan de grondstofprijzen maar ook aan de algemene beursontwikkelingen en economische groei van de specifieke sector waar de onderneming werkzaam in is. Ondanks voorgaande bemerkingen is Cukon een absolute voorstander van beleggen in grondstofaandelen. Volgens hem zijn grondstofaandelen voor de particuliere belegger de meest eenvoudige en winstgevende manier om te participeren in de grondstoffenmarkt. Daarenboven profiteer je als belegger ten volle mee van potentiële prijsstijgingen. Hij legt dit uit aan de hand van een voorbeeld:

Stel dat een mijnbouwonderneming elk jaar ongeveer 1 miljoen pond koper verkoopt. In 2008 is dit bedrijf in staat geweest om koper te verkopen aan een gemiddelde prijs van 2 dollar/pond terwijl zij in 2009 koper kon verkopen aan een gemiddelde prijs van 3 dollar/pond. Dit betekent dat zij op een jaar tijd één miljoen dollar extra winst gerealiseerd heeft puur omwille van de prijsstijging. De beurs zal een hogere winst vrijwel altijd belonen met een hogere koers/winst verhouding. Bijgevolg zal een investeerder in grondstofaandelen altijd volledig kunnen mee profiteren van een stijging in de grondstofprijs zonder dat men rekening moet houden met negatieve roll returns (Cukon, 2010).

Martens en Deneef raden de kleine particuliere investeerder aan om te beleggen in een **grondstoffenindex** zoals de CRB (Commodity Research Bureau) index of de RICI (Rogers International Commodity Index) index opgesteld door de grondstoffenspecialist Jim Rogers. Op deze manier ben je gediversifieerd aanwezig in de grondstoffensector.

Het meest gehanteerde financieel product om te beleggen in een grondstoffenindex is een **ETF**. Een ETF is eveneens beschikbaar op een individuele grondstof. Alle geïnterviewden vertellen dat dit product de laatste jaren enorm populair is geworden bij de grondstoffenbelegger. Met een relatief lage inleg kan je als investeerder gespreid vertegenwoordigd zijn in de grondstoffenmarkt. Prinsen (2010) en Martens duiden op het feit dat de grondstoffenmarkt door dit afgeleid product meer toegankelijk is geworden voor een breder publiek. Daarentegen waarschuwen ze nochtans voor de werking van ETF's, die vaak niet goed begrepen wordt door het breder publiek. Veel personen denken dat de prestaties van ETF's een weerspiegeling zijn van de evoluerende spotprijzen van grondstoffen. Ter uitzondering kunnen enkel ETF's, die direct investeren in bijvoorbeeld edelmetalen, een afspiegeling zijn van de spotprijzen. ETF's, die niet fysiek investeren in

³⁰ Petrobas is een Braziliaanse oliereus genoteerd op de New York Stock Exchange.

grondstoffen, bezorgen particuliere investeerders het rendement van de afgesloten futurescontracten waarin ETF's beleggen. Het rendement van een ETF is dus vaak niet gelijk aan het spotrendement maar bevat ook een onregelmatig rendement als gevolg van het doorrollen van futurescontracten. Dit onregelmatig rendement, of roll yield kan zowel positief als negatief zijn afhankelijk van de termijnstructuur van de onderliggende grondstof of index. Indien de futurecurve in contango is zal de toekomstige prijs duurder zijn dan de huidige prijs. Dit impliceert dat de ETF beheerders altijd tegen lagere prijzen moeten verkopen en tegen hogere prijzen moeten aankopen waardoor je telkens een negatieve roll yield bekomt. Martens geeft hierbij het volgende voorbeeld:

Toen de gasprijs in september 2009 2,50 dollar noteerde, weet ik nog dat er enorm veel personen waren die een ETF op gas wilde kopen. Ik heb toen aangeraden om dat niet te doen. De ETF wordt elke maand doorgerold. De contango van gas was zo steil oplopend dat je telkens een grote negatieve roll return bekwam. Er waren investeerders die mij niet geloofden maar ze hebben het achteraf wel degelijk gevoeld.

Eveneens geeft Cukon in zijn gesprek aan dat een particuliere investeerder een ETF of een **certificaat** kan gebruiken om te beleggen in grondstoffen. Niettemin raadt hij de particuliere investeerder af om hierin te investeren omwille van de contango termijnstructuur. Bijna elke termijnstructuur van een grondstof is in contango. In 2004 heeft hij in suiker belegd, die op dat moment in backwardation stond, wat geresulteerd heeft in een positieve roll return. Maar backwardation is jammer genoeg een uitzondering. Je verliest enorm veel van je spot rendement omwille van die negatieve roll return. Hij is dus geen voorstander van dit soort afgeleide producten.

Een **turbo** is ook een afgeleid product dat Martens, Deneef en Cukon vernoemen in hun interview. Aan dit financieel product is een hefboom verbonden. Dit kan zowel voordelig als nadelig zijn voor de belegger. Tevens werkt dit product met een stop-loss niveau. Door de hefboom en het stop-loss niveau is een turbo verbonden aan een verhoogd risico waardoor een turbo niet vaak aangewend wordt om te investeren in grondstoffen. Cukon tracht die nadelen uit te leggen aan de hand van een voorbeeld.

Stel dat het stop-loss niveau van een koperturbo op 2,60 dollar ligt. Als de koperprijs onder de 2,60 dollar zakt, wordt de turbo ongedaan gemaakt. Dan kun je zelfs meer kwijt zijn dan je oorspronkelijke inleg. Als je koper gekocht hebt aan 3,30 dollar en de koperprijs zakt vervolgens onder 2,60 dollar, heb je ruwweg een verlies van 20%. Maar als je hefboom 4 bedraagt, is je verlies geen 20% maar 80%. Bijgevolg is het risico van een turbo door deze hefboom aanzienlijk groter.

Een **optie** werkt eveneens met een hefboom. Cukon is echter geen voorstander van optie-investeren. De andere geïnterviewden hebben deze methode tijdens hun gesprek niet vermeld. Een uitvoerige uiteenzetting van dit financieel product is dus niet mogelijk.

Een **managed futures fonds** wordt door Deneef, Kiers en Prinsen in hun interview naar voren gehaald als een manier voor de particuliere investeerder om te beleggen in grondstoffen. Prinsen ziet het actief beheer van dit fonds als een voordeel voor de particuliere investeerder. De particuliere investeerder moet immers zelf niet werken met de complexe futuresmarkt. Bovendien gaven Prinsen en Kiers aan dat de bestaande managed futures in het verleden een maximaal tussentijds verlies van 10% hebben meegemaakt. Dit werd eveneens bevestigd in de literatuurstudie. Wel merkt Prinsen op dat een particuliere belegger in België niet rechtstreeks in een managed futures fonds kan beleggen. De particuliere belegger zou de risico's van dit financieel product niet goed kunnen inschatten. Nochtans kan er via tak 23³¹ wel degelijk belegd worden in managed futures. De wetgever zegt dat het managed futures fonds nu beheerd wordt door de verzekeringsmaatschappij en niet door een particuliere belegger. De verzekeringsmaatschappij zou wel in staat zijn om de risico's van een managed futures fonds in te schatten.

1.3 Macro-economische drijvers van de grondstoffenmarkt

De grondstoffenmarkt hebben we in de literatuurstudie opgedeeld in verschillende klassen. Volgens Martens, Cukon en Deneef heeft elke klasse zijn eigen aanbod- en vraagproblematiek. Alvorens een investering in grondstoffen te overwegen, dient een investeerder de macro-economische drijvers van elke individuele grondstof goed te begrijpen. Zo ben je in staat om doordacht beslissingen te nemen. De geïnterviewden geven aan dat een minimale kennis van de vraag- en aanboddrijvers de basis zijn van een onderbouwde grondstoffenbelegging. De volgende alinea's geven een overzicht van de verschillende drijvers per klasse die de particuliere belegger in het achterhoofd moet houden als hij wil investeren in grondstoffen.

De **energiesector** wordt volgens Martens vanuit de vraagzijde aangedreven door de economische groei van de industrie- en transportsector. Ook het verbruik van energiegrondstoffen door de consument is van invloed op de vraag. De continue

³¹ Tak 23 is een verzekerings-beleggingsproduct. De premies worden belegd in beleggingsfondsen waarvan noch het kapitaal, noch de rendementen gegarandeerd zijn (Dexia, 2010).

vraagstijging vanuit groei landen zal de komende jaren de prijzen van de energiesector doen stijgen. Deneef voegt hieraan toe dat elke procentuele groei van de economie in China ervoor zorgt dat de energievraag ongeveer met 1% stijgt. De toenemende industrialisering en consumptie van groei landen zal de vraag naar energie in de komende jaren verhogen. Het stagnerend aanbod wordt door Deneef, Martens en Cukon beschouwd als de tweede oorzaak die zorgt voor de stijgende energieprijzen. Elk jaar daalt de productie van de bestaande olievelden en de kans op het ontdekken van nieuwe olievelden wordt alsmal kleiner. Martens geeft voor de dalende olieproductie een verklaring:

Een olieveld is zoals een spons. Als je meer en meer op een olieveld duwt, komt er minder en minder olie uit. Hoe meer olie uit het olieveld wordt gepompt, hoe minder interne druk er in het olieveld is. Op deze manier daalt de productie van een olieveld jaarlijks.

De toekomstig verwachte prijsstijgingen van de energiegrondstoffen is volgens Deneef en Martens een reden om te investeren in de energiesector. Investeren in energieaandelen kan een individuele belegger zeker en vast overwegen want deze ondernemingen zullen immers mee profiteren van de toekomstig verwachte prijsstijgingen. Ten slotte ziet Cukon potentieel in de momenteel ondergewaardeerde uraniumsector aangezien hij gelooft dat de wetenschap niet omheen nucleaire energie kan gaan.

De **industriële- en edelmetalen** worden vooral gestuurd door de algemene economische groei. De potentiële prijsstijgingen zullen volgens Deneef, Martens en Cukon vooral afhankelijk zijn van de toekomstige vraag uit groei landen. Cukon deelt bovendien mee dat edelmetalen niet enkel invloed ondervinden van de stijgende juwelenvraag maar ook van de investeringsvraag. Een investering in goud wordt volgens Cukon en Kiers aanzien als een hedge tegen inflatie en een bescherming tegen economische instabiele perioden. Investeren in **goud** is volgens Cukon momenteel een goede investering. Ook al heeft de goudprijs een recordniveau bereikt sinds 1980, hij verwacht minstens een verdubbeling van de goudprijs in de toekomst. In de volgende alinea's haalt hij enkele redenen aan waarom hij denkt dat de goudprijs nog niet zijn hoogtepunt heeft bereikt.

Een top in een haussemarkt wordt gekenmerkt door ongebreideld optimisme, een manie zoals bijvoorbeeld de internetbubbel eind jaren '90. Bij mijn weten is er zeker nog geen goudgekte onder

de mensen. Meer nog, 95% van de bevolking zit nog niet in goud of goudmijnen belegd en doet alsof beleggen in goud 'speculatie'³² is.

De goudprijs wordt hoger gestuwd door sterke fundamenten. Vooreerst is het aanbod al sinds 2001 vlak tot licht dalend omdat de grote goudertsen op aarde al lang geleden gevonden zijn en er voorlopig geen nieuwe ontdekkingen gedaan worden. De grote goudmijnbedrijven hebben het moeilijk om hun reserves in stand te houden. Er is jammer genoeg te weinig geïnvesteerd geweest doorheen de jaren '90. Als je weet dat er een periode is van ongeveer acht tot tien jaar tussen de ontdekking van een economisch ontginbaar gouderts en de effectieve productie, dan lijken de fundamenten aan de aanbodzijde zeer sterk.

Aan de vraagzijde wordt goud vooral gedreven door de juwelenconsumptie en in steeds grotere mate door de investeringsvraag. De juwelenvraag stijgt door de groeiende welvaart in de opkomende landen maar het is vooral de investeringsvraag die fors groeit. Meer en meer mensen kopen goud uit vrees voor oplopende inflatie door monetaire experimenten van de centrale banken wereldwijd, financiële problemen met overheden (Griekenland, Spanje, Portugal, ...) en een ineenstorting van het financieel systeem.

De **landbouwsector** is volgens Deneef, Kiers en Martens ook een veel belovende sector om in te beleggen. De wereldwijde stijging van voedselconsumptie en het achterblijvend aanbod, door vrij weinig nieuwe landbouwarealen, zorgen voor een groot potentieel op lange termijn.

1.4 Vergelijking met traditionele beleggingen

Martens schat een belegging in grondstoffen risicovoller in dan een belegging in aandelen of obligaties. Kiers en Deneef zeggen dat het rendement afhankelijk is van het type grondstof waarin geïnvesteerd wordt. De literatuurstudie bevestigt ook deze bevindingen. Een verschil in gehanteerde financiële producten laat het rendement van een bepaalde grondstoffenbelegging ook variëren (Cukon, 2010). Daarenboven hebben de marktomstandigheden, waarin grondstoffen zich bevinden, naar mening van alle geïnterviewden de grootste invloed op het verwachte rendement.

Diversificatie omwille van de lage correlatie tussen grondstoffen en traditionele beleggingen blijft volgens alle geïnterviewden de belangrijkste motivatie. Nochtans

³² 'Speculatie' is een term die vaak gedurende een haussemarkt door de sceptische meerderheid gebruikt wordt. Deze term wordt een 'investering' genoemd als de top bereikt is.

duiden Prinsen en Kiers op het feit dat diversificatie in een financiële crisis niet meer voldoende is. Grondstoffen hebben eveneens tijdens 2008 een aanzienlijke correctie ondergaan. De verhoogde correlatie tussen grondstoffen en traditionele beleggingen is naar hun mening te wijten aan het samenvallen van de financiële crisis met een economische recessie. Overigens vertelt Martens ons dat de verhoogde correlatie deels zijn oorsprong vindt in de toegenomen toegankelijkheid van de particuliere belegger in de grondstoffenmarkt via onder meer ETF's in vergelijking met vroeger.

1.5 Risico's

Alle geïnterviewden verwijzen in hun gesprek naar het prijsrisico en het wisselkoersrisico als de meest belangrijke risico's die gepaard gaan met het investeren in grondstoffen. Deneef en Kiers vernoemen ook dat de weersomstandigheden van invloed kunnen zijn op de prijs van bepaalde landbouwgrondstoffen. Zoals eerder vermeld, dien je als investeerder ook rekening te houden met de hellingscoëfficiënt van de contango termijnstructuur van een aantal grondstoffen.

1.6 Evolutie doorheen de tijd

De grondstoffenmarkt bevond zich van 1980 tot en met 2000 in een berenmarkt waardoor er vrij weinig werd belegd in deze markt. Cukon, Martens en Kiers vertellen dat de dalende markten in deze periode ervoor gezorgd hebben dat de mensen pessimistische gedachten kregen over de grondstoffenmarkt. Cukon geeft aan dat het een lange tijd zal duren alvorens mensen de slechte periode van 1980 tot 2000 zullen vergeten. De grote massa van bankiers zit nog steeds in de gedachtegang van deze slechte periode waardoor grondstoffen nog altijd aanzien worden als 'speculatie'. Indien grondstoffen de volgende tien jaar goed zullen presteren, is het mogelijk dat een belegging in grondstoffen in de toekomst als een 'investering' bestempeld zal worden.

De laatste tien jaar renderen grondstoffen in vergelijking met aandelen veel beter. Dit is niet verwonderlijk door de vele beurscorrecties in het afgelopen decennium. Ook de grondstoffenmarkt heeft invloed ondervonden van de financiële crisis in 2008 maar in mindere mate dan de aandelenbeurzen. Prinsen, Cukon, Kiers en Martens spreken van een halvering van de wereldwijde grondstoffenindices tot begin 2009. De honderd grootste grondstofaandelen daalden volgens Cukon gemiddeld met 80%. Volgens Martens was de leegloop het gevolg van beleggers die tijdens de crisis cash moesten vrijmaken voor andere doeleinden. De financiële crisis heeft naar mening van Martens

ook een impact gehad op de investeringen van bedrijven die grondstoffen ontginnen. Op basis van het aantal investeringen in de sector vormt hij een beeld over de toekomst van de grondstoffenmarkt:

Door de financiële crisis zijn er heel wat projecten in de koelkast gestopt waardoor de aanbodrespons vertragingen heeft opgelopen. Het stagnerend aanbod kan momenteel de stijgende vraag naar grondstoffen niet bijhouden. Ik verwacht dus in de komende jaren nog een stijgende evolutie in de grondstofprijzen. Het is dus nog te vroeg om van een bubbel te spreken. Enkel bij voldoende aanbodrespons of een daling van de vraag zal er een correctie plaatsvinden. Nu de prijzen van sommige grondstoffen historisch gezien heel hoog staan, ga je veel meer investeringen zien waardoor het aanbod op termijn zal gaan toenemen. Op een gegeven moment zal er voor bepaalde grondstoffen zeker een correctie voordoen. Koper en olie zullen uitzonderingen zijn aangezien zij structurele aanbodsbeperkingen ondervinden.

Deneef is er eveneens van overtuigd dat grondstoffen de volgende tien jaren zich nog steeds in een haussemarkt zullen bevinden. Hij nuanceert deze uitspraak door te zeggen dat het verwachte stijgend verloop wel gepaard zal gaan met tussentijdse correcties. Kiers en Prinsen delen dezelfde mening.

1.7 Advies voor een beginnend grondstoffenbelegger

Elk van onze geïnterviewden zou een particuliere investeerder aanraden om een gedeelte van zijn vermogen in grondstoffen te beleggen. Tabel 25 geeft een overzicht van de percentages die door de geïnterviewden zijn vooropgesteld. Nochtans moet de lezer in het achterhoofd houden dat onze geïnterviewden echte voorstanders zijn van het beleggen in grondstoffen. Elke individuele belegger moet zijn eigen percentage bepalen naargelang zijn doelstellingen en risicopreferenties.

Tabel 25: Percentage van het vermogen in grondstoffen

Kevin Prinsen	10-15%
Alex Martens	7-8%
Alain Deneef	10-15%
Ed Kiers	5-10%
Boris Cukon	5-20%

Bron: eigen verwerking

Deneef, Martens en Cukon vinden het noodzakelijk dat een particuliere belegger op de hoogte is van de **macro-economische fundamenten** die van invloed zijn op de grondstoffenmarkt. Martens wil dit op de volgende manier duidelijk maken:

Stel dat je als investeerder in koper wil beleggen. Het is van elementair belang dat je zeker en vast de achterliggende drijvers begrijpt die de prijs van koper bepalen. Verder moet je weten wat de impact is van een vraag- of aanbodschock. Tracht tevens te achterhalen wat de lange termijn trends zijn.

Verder geven alle geïnterviewden aan dat je een **basiskennis** van de financiële producten moet bezitten wanneer je wil beleggen in grondstoffen. De werking van een product kan altijd geraadpleegd worden via het prospectus. Deneef, Martens en Cukon zijn voorstanders van grondstofaandelen en ETF's, die in fysieke grondstoffen beleggen, terwijl Prinsen en Kiers eerder managed futures aanbevelen. Doch waarschuwen alle geïnterviewden voor de **termijnstructuur** indien een particuliere belegger participeert via futures, ETF's of certificaten.

Naar mening van Prinsen zouden grondstoffen deel uit moeten maken van een breed **gediversifieerde** portefeuille omdat ze een decorrelatie met andere activa bezitten. Hij raadt aan om altijd gespreid te blijven, maar ook gebruik te maken van bijvoorbeeld een moving average model³³. Het is volgens hem een handige methode om grote dalingen te vermijden. Martens spreekt ook van een gediversifieerde portefeuille mits je zorgt voor een actief beheer. Hij drukt zich als volgt uit:

Probeer ook een actieve belegger te zijn als je investeert in grondstoffen. Maak bovendien gebruik van stop-loss orders die je verlies enorm zullen beperken. Ik geloof niet echt in een buy and hold strategie, daar is de grondstoffenmarkt te volatiel voor.

Cukon adviseert het gebruik van nieuwsbrieven zoals "Behoorlijk Beleggen" van Johan Braem of Inside Beleggen. Deze nieuwsbrieven bevatten veel goede tips voor het beleggen in grondstoffen. Ten slotte eindigen we met een quote van Warren Buffet die Cukon aanhaalde tijdens zijn interview. Dit is een algemene zegswijze die een belegger volgens Cukon ongeacht de activaklasse zou moeten toepassen.

Wees gierig wanneer anderen bang zijn en wees bang wanneer anderen gierig zijn.

³³ Een moving average model berekent het gemiddelde van de koers van een aantal vooraf bepaalde dagen, bijvoorbeeld een 100-daags gemiddelde. Indien de koers groter wordt dan dit gemiddelde, zal het model een signaal geven om tot aankoop over te gaan. Wanneer de koers op een gegeven moment lager noteert dan het 100-daags gemiddelde, zal het model een verkoop voorstellen.

2 Resultaten interviews beleggen in vastgoed

2.1 Positionering van de geïnterviewden binnen de vastgoedmarkt

Wij hebben zes personen geïnterviewd die actief zijn in de vastgoedwereld. In tabel 26 kan u de gegevens van deze personen terugvinden.

Tabel 26: Overzicht van de geïnterviewden

Label	Naam	Onderneming	Functie
A.	Martijn Julius	VastgoedDirect	Vastgoedmakelaar
B.	Kasper Deforche	Fortis Real Estate	Head of Retail & Housing Portfolio
C.	Martina Vandenhende	Lumaro	Vastgoedmakelaar
D.	Roeland Kuyps	KBC Real Estate	Account Manager
E.	Joep Indekeu	Bank Degroef	Private banker
F.	Steve Nysten	DTZ	Associate Director

Bron: eigen verwerking

Martijn Julius is eigenaar van VastgoedDirect. VastgoedDirect is een vastgoedbedrijf dat zich uitsluitend bezighoudt met de verkoop van beleggingsvastgoed op de Nederlandse vastgoedmarkt. Onder beleggingsvastgoed verstaat men verhuurde panden en dus geen gebouwen om zelf te bewonen. De klanten van VastgoedDirect zijn zowel institutionele als particuliere investeerders.

Kasper Deforche werkt als hoofd van de *retail en housing* afdeling binnen Fortis Real Estate. Fortis Real Estate is een dochteronderneming van AG Insurance en is actief in drie domeinen:

- Vastgoedvermogensbeheer: het beheren van de vastgoedportefeuille van AG Insurance. De waarde van deze portefeuille bedraagt vier miljard Euro en bestaat uit logistieke en kantoorgebouwen, winkelvastgoed en residentiële eigendommen.
- Vastgoedontwikkeling: Fortis Real Estate heeft voor meer dan twee miljoen vierkante meter vastgoed ontwikkeld en neemt hierdoor een leiderschapspositie in.
- Beheer van openbare parkeergarages.

Martina Vandenhende is bij Lumaro verantwoordelijk voor de provincie Limburg. Lumaro is een erkend vastgoedmakelaar in België die actief is in Limburg, West-Vlaanderen en de Ardennen.

Roeland Kuyps werkt als account manager bij KBC Real Estate. KBC Real Estate is een dochteronderneming van KBC en staat in voor het beheer van hun vastgoedportefeuille. KBC heeft een aantal kantoorgebouwen maar deze worden niet beheerd door KBC Real Estate. Zij houden zich enkel bezig met het opbouwen van een vastgoedportefeuille waarmee inkomsten gegenereerd worden. KBC Real Estate behoort tot één van de vijf grootste investeerders van de Belgische vastgoedmarkt.

Joep Indekeu is een private banker voor Bank Degroof. Bank Degroof is de grootste private- en zakenbank van België. De belangrijkste activiteit van Bank Degroof is het beheer van particuliere en institutionele vermogens.

Steve Nysten is werkzaam bij de vastgoedmakelaar DTZ als associate director van het investeringsdepartement. Zij adviseren institutionele investeerders en '*wealthy individuals*' bij hun vastgoedtransacties.

2.2 Soorten investeringen

In hoofdstuk 3 van deel 2 werden een aantal mogelijke vormen van beleggen in vastgoed besproken. Hieronder gaan we na wat de mening is van de geïnterviewden over deze verschillende beleggingsvormen.

Tabel 27: Verschillende soorten vastgoedbeleggingen

	A	B	C	D	E	F	Totaal
Beursgenoteerd vastgoedfonds	X	X			X	X	4
Niet-beursgenoteerd vastgoedfonds		X			X		2
Vastgoedcertificaten		X		X		X	3
Vastgoedbevak		X		X			2
Dakfonds		X					1
Direct vastgoed	X	X	X	X	X	X	6

Bron: eigen verwerking

Zoals uit bovenstaande tabel blijkt, is de **directe investering** in vastgoed de meeste gekende investering.

Julius (2010) vindt de transparantie een groot voordeel van de directe vastgoedmarkt. Indirect vastgoed is vrij ingewikkeld omdat het zoveel verschillende vormen kan aannemen. Volgens Julius heeft direct vastgoed als nadeel dat het niet voor iedereen is weggelegd omdat het pas vanaf vrij hoge bedragen start.

Deforche (2010) vertelt dat direct vastgoed als een lange termijn belegging moet gezien worden. Op lange termijn kan er een dubbel rendement behaald worden. In de eerste plaats zijn er de huurinkomsten en ten tweede kan er een meerwaarde behaald worden bij verkoop. Het grote voordeel van direct vastgoed is volgens hem dat de belegger het pand zelf kan beheren en bijgevolg zelf voor een meerwaarde kan zorgen. Ook deelt Deforche mee dat de prijzen van direct vastgoed minder fluctueren dan de prijzen van indirect vastgoed.

Als vastgoedmakelaar komt Vandenhende (2010) dagelijks in contact met direct vastgoed. Haar klanten zijn zowel vastgoedbeleggers als mensen die op zoek zijn naar woningvastgoed. Zij haalt aan dat vastgoed iets tastbaars is en dat mensen daar nood aan hebben.

Als private banker adviseert Indekeu (2010) zijn klanten vastgoed om te nemen in hun portefeuille omdat vastgoed laag gecorreleerd is met aandelen en obligaties. Dit is volgens hem een groot voordeel van direct vastgoed ten opzichte van indirect vastgoed.

Ten slotte vindt ook Nysten (2010) het een goed idee om in direct vastgoed te investeren. Hij geeft aan dat het interessant is omdat je zelf de controle in handen hebt en bovendien zelf kan beslissen wanneer je koopt of verkoopt. Dit in tegenstelling tot investeren in indirect vastgoed waar je afhankelijk bent van het beheer van een derde partij.

Ook indirect vastgoed kan gehanteerd worden om te beleggen in vastgoed. Indirect beleggen in vastgoed kan via verschillende financiële producten. In de volgende alinea's zullen deze financiële producten, die onze geïnterviewden hebben aangehaald, besproken worden.

Beursgenoteerde vastgoedfondsen werden door vier van onze geïnterviewden aangehaald als een mogelijke vastgoedbelegging.

Zowel Deforche als Julius geven aan dat beursgenoteerde vastgoedfondsen bijzonder interessant zijn om te beleggen in vastgoed. Volgens beiden is het niet voor iedere particulier weggelegd om direct in vastgoed te investeren omdat niet iedereen over voldoende geld beschikt. Een beursgenoteerd vastgoedfonds is volgens hen een manier om voor een laag bedrag in vastgoed te investeren.

De geïnterviewden zijn het erover eens dat een beursgenoteerd vastgoedfonds veel liquider is dan direct vastgoed. Een belegger kan erin of eruit kan stappen wanneer hij dat zelf wil. Dit in tegenstelling tot direct vastgoed waar een verkoop langer kan duren.

Nysten is ervan overtuigd dat genoteerde vastgoedfondsen onder leiding staan van een management dat competenties heeft om een vastgoedportefeuille professioneel te beheren. Een niet-competent management kan immers altijd afgezet worden tijdens een algemene aandeelhoudersvergadering.

Indekeu wijst ons op het feit dat de beursgenoteerde vastgoedfondsen schitterende rendementen hebben behaald in de periode 2000 – 2007. Dit heeft volgens hem er ook voor gezorgd dat deze fondsen aan populariteit hebben gewonnen.

Met de betrekking tot de **niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen** konden Deforche en Indekeu ons enkel vertellen dat de prijs om in te stappen veel hoger ligt dan bij een beursgenoteerd vastgoedfonds. Zodoende zou een groot aantal beleggers niet eens in aanmerking komen om hierin te investeren.

Vastgoedcertificaten bieden volgens Nysten en Deforche weinig voordelen. Beiden vertellen ons dat er weinig diversificatie is omdat een certificaat werkt op niveau van het object. De inleg van de belegger wordt dus gebruikt voor de realisatie van één gebouw. Hierdoor is het risico vrij hoog.

Deforche voegt hier nog aan toe dat de liquiditeit van vastgoedcertificaten eerder een nadeel dan een voordeel is. Volgens hem kunnen er soms dagen voorbij gaan zonder dat er certificaten verhandeld worden.

Kuyps (2010) weet ons te vertellen dat KBC Real Estate niet in vastgoedcertificaten investeert omdat ze zelf in staat is om certificaten uit te geven. Als KBC Real Estate een gebouw koopt om hiervan certificaten uit te geven, spreken we over bedragen vanaf 10 miljoen euro. Er worden dan certificaten uitgegeven met een prijs vanaf 250 euro. Via deze methode kunnen particuliere beleggers mee genieten van een vastgoedbelegging waarvoor ze normaal niet voor in aanmerking zouden komen.

Deforche haalde in ons interview een aantal regels aan die van toepassing zijn op **bevaks**. Er mag namelijk maximum 20% van de portefeuille in één gebouw geïnvesteerd worden. Daarenboven moet er minstens 80% van de inkomsten uitgekeerd worden. Door deze regels vindt hij bevaks een aantrekkelijke belegging omdat je er voor een laag bedrag kan investeren in een zeer gediversifieerde vastgoedportefeuille. Ook Kuyps vindt bevaks een betere belegging dan certificaten omwille van het diversificatie-effect.

Als laatste indirecte belegging haalt Deforche **dakfondsen** aan. Echter vindt hij dit geen goed idee omdat de belegger dan te ver af staat van het eigenlijke vastgoed. Hij zegt hierover het volgende:

Een fonds dat opnieuw in fondsen belegt, is voor vele particuliere beleggers een stap te ver. Het wordt te moeilijk voor hen. De controle van het vastgoed overlaten aan professionelen is niet slecht. Maar te veel uit handen geven vind ik zeker geen goed idee. Daarentegen probeert Fortis Real Estate steeds zo dicht mogelijk bij het vastgoedobject aan te leunen.

2.3 Prijsbepaling

Al onze geïnterviewden werken in eerste instantie met de BAR-methode bij het bepalen van de prijs van vastgoed. Deze methode werd in het zevende hoofdstuk van beleggen in vastgoed besproken. De BAR-methode vertrekt van een bepaalde jaarhuur. Deze jaarhuur wordt gedeeld door een vereist rendement waardoor je uiteindelijk de prijs bekomt.

Vandenhende haalt een aantal elementen aan die van invloed zijn op de huurprijs. Deze zijn onder andere de grootte, de ligging, de bereikbaarheid en de ouderdom van het gebouw.

Julius, die vooral actief is in de kantorenmarkt, vertelt ook dat de huurprijs sterk bepaald wordt door de vierkante meters van het kantoor. Een kantoor met een goede ligging heeft ongeveer een huurprijs van 130 euro per vierkante meter.

Deforche, Kuyps en Nysten hebben alle drie dezelfde factoren aangehaald die de prijs van vastgoed bepalen. Er moet vertrokken worden met het inschatten van de risicograad van het vastgoedobject. Hoe risicovoller een object is, hoe hoger het vereist rendement zal zijn. Een hoger vereist rendement heeft als gevolg dat de prijs zal dalen. De belangrijkste factoren die de risicograad bepalen zijn, volgens Deforche, Kuyps en Nysten de locatie, de huurders en de toekomstverwachting. Een gebouw met een AAA rating (A locatie, A huurders en A toekomstverwachting) zal zeer duur zijn omdat het vereist rendement laag is.

2.4 Risico's

Leegstand is het voornaamste risico dat door al onze geïnterviewden werd aangehaald. Julius vertelt hierover dat niet alleen de huurinkomsten wegvallen maar dat ook de prijs enorm zal dalen als er beslist wordt om het gebouw te verkopen. Een gebouw met veel leegstand zal immers een hoger rendement vereisen. Kuyps vindt leegstand niet het juiste woord en zegt hierover het volgende:

Leegstand vind ik geen goed woord. Ik gebruik altijd huurniveau want het kan perfect voorkomen dat het gebouw 100% bezet is en dat er maar voor 50% inkomsten geïnd worden. Naarmate er meer leegstand is of de huurprijs daalt, vermindert het huurniveau.

Een ander risico waarmee volgens Deforche en Nysten rekening gehouden moet worden zijn **onregelmatige huurinkomsten**. Als vastgoedmakelaar waarschuwt Vandenhende haar klanten steeds voor dit risico. Zij zegt hierover hetvolgende:

Net zoals bij het zoeken naar het juiste pand moet je ook zeer zorgvuldig te werk gaan bij het zoeken naar de juiste huurders. Je bent echter nooit 100% zeker van de huurinkomsten. Als de huurder een universitaire opleiding en een hoog inkomen heeft, wil dat niet automatisch zeggen dat hij een goede betaler is.

Deforche zegt dat de **locatie** ook een zekere vorm van risico is. Op lange termijn kan een bepaalde regio aan populariteit winnen of inboeten en dit zal zich steeds weerspiegelen op de prijs.

Ten slotte vermeldt Kuyps dat er een aantal **externe factoren** zijn waarmee men geen rekening kan houden. Zo daalde de waarde van gebouwen waar asbest in verwerkt zit enorm in waarde omdat enkele jaren geleden aangetoond werd dat asbest slecht is voor de gezondheid. Hiermee wil hij duidelijk maken dat het voor een investeerder onmogelijk is om alle risico's in kaart te brengen.

2.5 Evolutie doorheen de tijd

Enkel voor Vandenhende heeft de **financiële crisis** geen negatief effect gehad. Dit komt volgens haar omdat in de Limburg de vastgoedprijzen niet overgewaardeerd waren. Hierdoor zijn er volgens haar slechts minieme prijsdalingen in Limburg geweest.

Volgens Julius, Deforche, Kuyps, Indekeu en Nysten hebben er zich echter wel prijsdalingen voorgedaan.

Deforche en Nysten wijten deze prijsdalingen aan het feit dat de schuldfinanciering is stilgevallen. Vroeger werden er gebouwen gekocht met een schuldfinanciering tot 90%. Omdat dat tegenwoordig niet meer mogelijk is, moeten de prijzen dalen.

Volgens Nysten heeft de verhuurmarkt zware klappen gekregen tijdens de financiële crisis. De verhuurder heeft volgens hem veel meer te maken met leegstand en moet

daarenboven zware toegevingen doen om zijn panden te verhuren. Hierdoor daalt het huurniveau tot ver beneden 100%.

Kuyps vermeldt in zijn interview dat investeerders hogere rendementen vereisen om een investering in vastgoed af te sluiten. Een investeerder wil immers vergoed worden voor zijn risico. Omdat hij zo snel mogelijk terug betaald wil worden, zal hij druk uitoefenen op de prijzen.

Al onze geïnterviewden zijn ervan overtuigd dat vastgoed uit het topsegment weinig tot geen last heeft gehad van de crisis. Het onroerend goed uit de mindere segmenten heeft er duidelijk meer onder geleden.

Over de **toekomst** zijn onze geïnterviewden spaarzaam geweest met hun antwoorden. Volgens hen is het zeer moeilijk om hier iets nuttigs over te zeggen. Het is voor een stuk in een glazen bol kijken.

Deforche is ervan overtuigd dat het beleggen in vastgoed een blijver is en dat het op lange termijn zeker geen slechte investering zal zijn.

Vandenhende verwacht dat het aanbod van woonhuizen gaat stijgen. Als reden hiervoor haalt ze de toenemende vergrijzing aan. Ze verwacht dat mensen op latere leeftijd eerder een appartement zullen bewonen of in een rusthuis zullen verblijven. Hierdoor zullen er volgens haar kansen ontstaan voor investeerders. Als het aanbod gaat stijgen heeft dit waarschijnlijk tot gevolg dat de prijzen zullen dalen. Maar dit is uiteraard ook weer in een glazen bol kijken.

Nysten vermoedt dat de toekomst weinig zal verschillen met het verleden. Volgens hem zullen ups en downs altijd blijven bestaan alhoewel deze minder uitgesproken zullen zijn in de toekomst. De oorzaak hiervoor moet naar mening van Nysten gezocht worden bij de institutionele investeerders. Hij zegt dat hoe institutioneler een markt wordt, hoe minder fluctuaties hierin zullen voorkomen.

2.6 Advies voor een beginnend vastgoedbelegger

Julius adviseert ons om met een kleine investering in direct vastgoed te beginnen. Na een bepaalde periode zou dit voldoende inkomsten moeten gegeneerd hebben om een groter project te starten. Volgens hem zijn vele vastgoedbeleggers op die manier begonnen.

Deforche, Indekeu en Nysten raden af om te veel gewicht te geven aan vastgoed in een portefeuille. Daarom, zeggen ze, valt voor velen een directe investering af omdat dit een grote som geld vereist. Dus zij bevelen aan om als particuliere investeerder de materie van indirecte investeringen in vastgoed te bestuderen. Volgens Nysten is een bevak de meest interessante indirecte beleggingsvorm voor een particuliere belegger.

Vandenhende denkt hier echter anders over. Zij vindt dat direct vastgoed wel interessant kan zijn voor een particuliere belegging. Wel adviseert ze om dicht bij huis te investeren omdat er zo meer aandacht aan het verhuurde gebouw kan gegeven worden. Het geeft iets meer vertrouwen aan de verhuurder wanneer hij het pand op regelmatige basis kan bezichtigen.

3 Resultaten interviews beleggen in wijn

3.1 Positionering geïnterviewden binnen de wijnmarkt

Tabel 28 geeft een bondige beschrijving van de personen waarmee we een gesprek hebben gevoerd over beleggen in wijn. Aanvullend zullen we de onderneming en de activiteiten van de persoon nader toelichten.

Tabel 28: Overzicht geïnterviewden beleggen in wijn

Label	Naam	Onderneming	Categorie
A.	Karel Henckens	wijndomein Aldeneyck	wijnboer
B.	Alain Bloeykens	organisator Megavino	wijnjournalist
C.	Rob Geraerts	eigenaar Pasqualinno	wijnhandelaar
D.	Joris Scott	eigenaar Sylvies	wijnveiling
E.	Chris Thiran	eigenaar Belgium Wine Watchers	wijnmakelaar/trader
F.	Bert Van Praet	eigenaar Historic Wines	wijnmakelaar/trader

Bron: eigen verwerking

Karel Henckens is de eigenaar van wijndomein Aldeneyck, gelegen in de gemeente Maaseik. Hij is fruitteiler van oorsprong, maar na de slechte oogstjaren in de jaren '90 is hij overgestapt naar wijnbouw. Hij is momenteel in het bezit van zes hectaren wijngaard aangeplant op de typische kiezelachtige bodem van de streek. Op basis van een grondanalyse heeft hij beslist om Pinot Noir, Pinot Gris en Pinot Blanc te verbouwen. In 2009 heeft hij hier ongeveer 37.000 flessen van kunnen produceren. Hierdoor behoort Karel Henckens tot één van Limburgs grootste wijnproducenten. In 2009 heeft hij op het wijnsalon Megavino³⁴ met zijn Pinot Blanc 2008 de prijs van beste Belgische witte wijn gewonnen.

De tweede geïnterviewde is **Alain Bloeykens**, organisator van het wijnevenement Megavino. Daarenboven is hij voltijds wijnjournalist voor het Nieuwsblad, Vinopres³⁵ en andere vakbladen. In het najaar van 2010 brengt hij een boek uit met als titel "Beleggen in wijn". Dit boek zal zeker en vast een aanvulling zijn op deze masterproef.

³⁴ Megavino wordt jaarlijks georganiseerd in Brussel. Met om en bij de 24.000 bezoekers kan deze beurs zich profileren als het grootste wijnevenement van de Benelux.

³⁵ Vinopres is een groep dat zich focust op het uitgeven van wijnmagazines, het organiseren van diverse concours, het beheer verricht van promotionele campagnes en organisator is van het wijnsalon Megavino.

Als wijnhandelaar hebben wij gekozen om een gesprek te voeren met **Rob Geraerts**. Hij is zaakvoerder van Pasquallino. Deze naam staat voor *passion, quality en innovation*. Een concept waarmee hij zich differentieert van de doorsnee wijnhandelaar in de straat. Als opleiding is hij in het bezit van een diploma *maître sommelier*. Aanvullend heeft hij ook de opleiding wereldwijnmeester voltooid.

Joris Scott is zaakvoerder van wijnveiling Sylvies. Wijnveiling Sylvies kan zich in de Benelux profileren als het grootste wijnveilinghuis. Dit is het enige veilinghuis in België dat zich alleen toespitst op de verkoop van wijnen. Sylvies is in het bezit van een geklimatiseerde ruimte waar de wijnen zijn opgeslagen. Bovendien zorgen ze voor de volledige conditionering en het transport van de flessen wijn.

De vierde geïnterviewde is **Chris Thiran**, eigenaar van Belgium Wine Watchers. Hij is gespecialiseerd in de aan- en verkoop van oude topwijnen. Alle aangekochte wijnen zijn afkomstig uit Belgische wijnkelders. Negentig procent van de verkopen zijn bestemd voor het buitenland. Je kan hem als een echte trader beschouwen.

Ten slotte hadden we een gesprek met **Bert Van Praet**, zaakvoerder van Historic Wines. Naast zijn commerciële wijnhandel van drinkwijnen spitst hij zich toe op de handel van oude wijnen uit het topsegment. Je kan hem zowel een trader als een wijnmakelaar noemen. Dikwijls handelt hij als tussenpersoon bij transacties van topwijnen waarbij hij een percentage op de verkoopprijs ontvangt.

3.2 Soorten investeringen

De methoden die een belegger kan hanteren om te investeren in wijn hebben we uitvoerig besproken in hoofdstuk 3 van deel 4. In dit gedeelte bestuderen we welke soort investeringen in wijn de geïnterviewden aanhaalden wanneer we de vraag stelden: *Welk soort investeringen in wijn kent u?* Bovendien evalueren we deze investeringen aan de hand van de geïnterviewden hun uiteenzetting.

Uit tabel 29 blijkt dat vrijwel alle investeringen werden aangehaald wanneer we vroegen naar de kennis van de wijninvesteringen. Enkel wijnleasing blijkt bij de geïnterviewden nauwelijks gekend te zijn. Enkel wijnboer Karel Henckens vertelde ons iets over wijnleasing.

Tabel 29: Frequentietabel soort wijninvesteringen

De geïnterviewden hebben de volgende wijninvesteringen aangehaald:							
	Bloeykens	Van Praet	Thiran	Scott	Geraerts	Henckens	Totaal
Veiling	x	x	x	x	x		5
Wijfonds	x	x	x		x		4
En primeur	x	x	x	x	x		5
Wijndomein	x	x	x	x	x	x	6
Koop/verkoop		x	x	x	x	x	5
Wijnleasing						x	1

Bron: eigen verwerking

De meest gehanteerde vorm is de aankoop van wijnen uit private wijnkelders en via andere kanalen met als doel deze wijnen na een periode terug te verkopen met winst. Van Praet (2010) en Thiran (2010) merken dat de **aan- en verkoop** van wijn zowel een korte als een lange termijn investering kan zijn. Je kan op korte termijn investeren door te verkopen aan kleine winstmarges zoals deze twee ondernemers zelf doen. Dit impliceert wel dat je kapitaalkrchtig moet zijn om een omvangrijk aantal transacties te financieren. Thiran drukt zich als volgt uit:

Als je morgen als investeerder instapt in een markt waar veel concurrentie is en je wil op korte termijn winst realiseren, zal je derhalve akkoord moeten gaan met kleine winstmarges. Als ik vandaag een wijn koop aan €1.000 en ik verkoop die volgende week aan €1.050, dan ben ik heel blij! Wij roteren onze voorraad 30 tot 40 keer per jaar. Dit komt erop neer dat ik werk aan marges van 5 tot 10% en hier uitermate tevreden mee ben.

De kleine particuliere investeerder zal eerder op lange termijn investeren. Hij zal flessen wijnen aankopen, vervolgens enkele jaren in zijn wijnkelder stockeren om ze erna met een meerwaarde te verkopen. De investeerders die de laatste methode hanteren, vertrouwen op het concept van schaarste. Stel bijvoorbeeld dat u vandaag beslist om een kist Chateau l'Angelus 1990 Saint Emilion Premier Grand Cru Classé aan te kopen met de bedoeling om te investeren op lange termijn. In de jaren dat u ze bijvoorbeeld in uw wijnkelder stockeert, wordt er een enorme hoeveelheid van Angelus 1990 geconsumeerd. Vermits wijn een consumentenproduct is, zal het aanbod van wijn dalen. Angelus 1990 zal bijvoorbeeld na 5 jaar meer begeerd zijn door marktparticipanten waardoor deze laatste bereid zijn om meer te betalen voor deze kist Angelus 1990. Deze topwijnen zullen vrijwel altijd een stijgende prijsevolutie volgen tenzij er een marktcorrectie plaatsvindt zoals de financiële crisis in 2008. Investeren in topwijnen is en blijft een speculatieve belegging (Thiran 2010). Zoals eerder in de literatuurstudie werd

aangehaald, is er sinds de eeuwwisseling een positieve trend in de wijnprijzen waar te nemen. Louter de financiële crisis heeft een daling van ongeveer 25% veroorzaakt. Momenteel hebben de meeste topwijnen hun prijsniveau van begin 2008 opnieuw bereikt (Liv-ex, 2010).

De meest voorhandliggende investering in wijn is naar mening van Bloeykens (2010) de aan- en verkoop via publieke **veilingen**. De winstmarges die een investeerder via dit kanaal kan behalen, zijn volgens hem het hoogst. Thiran is ook een voorstander van een wijnveiling. Hij zegt in zijn interview het volgende:

Ten eerste kun je op een veiling koopjes doen indien je op voorhand je huiswerk maakt. Ten tweede betaal je op een wijnveiling geen BTW. Dit is al 21% dat je uitspaart en heeft als voordeel dat je niet meer moet wachten tot de prijs van de wijn 21% gestegen is. Wanneer je bij mij een fles wijn koopt voor €1.210 inclusief BTW, ben je reeds €210 verloren aan de Belgische staat. Een veiling heeft dus het grootste potentieel omwille van de BTW exclusie.

Scott (2010) bevestigt de exclusie van BTW op een wijnveiling. Van Praet (2010) en Geraerts (2010) hebben duidelijk een andere mening over de wijnveiling. Beide geven aan dat er geen garantie bestaat over de afkomst en de kwaliteit van de flessen indien je ze bij een veiling aankoopt. Van Praet deelt het volgende mee:

Ik koop niet aan via veilingen want ik wil een fles wijn die in goede staat is. Ik koop rechtstreeks uit Belgische wijnkelders waardoor ik mijn wijn dus altijd zelf kan kiezen. Ik zeg niet dat er op een veiling geen goede wijnen verkocht worden, maar de kans op vervalsing is groter. Alles wat duur is, wordt vervalst. Bijgevolg ook oude topwijnen!

In vergelijking met de literatuurstudie wordt er door de geïnterviewden geen bemerkingen gemaakt over de deskundigheid van specialisten die onderdeel uitmaken van een wijnveiling. Uit de interviews kunnen we dus besluiten dat de winstmarges bij het aan- en verkopen via de wijnveiling beloftevol zijn, maar dat je tevens rekening moet houden met de authenticiteit van de wijnflessen.

Zowel Bloeykens, Van Praet, Thiran en Geraerts hebben een eenduidige mening over **wijnfondsen**. Een fonds is interessant omdat het beheerd wordt door specialisten die voor een financiële instelling werken. Daarentegen vermeldden de geïnterviewden dat de winstmarges bijzonder laag zijn omdat de bank de meeste winst opstrijkt en niet de particuliere belegger die zijn kapitaal ter beschikking stelt. Van Praet heeft het over de wispelturige prestaties, die eerder in de literatuurstudie werden beschreven:

Beleggen in een wijnfonds heeft een wisselend succes en de rendementen zijn niet elk jaar positief. Ik geloof wel in een rendement op 10 jaar. Wanneer je als fondsbeheerder de juiste wijnen koopt, zul je er normaal gezien niet op verliezen. Als je kort door de bocht wil spelen, moet je je bezighouden met het aan- en verkopen van flessen wijn.

En primeur aankopen is volgens alle geïnterviewden sinds de eeuwwisseling niet meer aantrekkelijk. Volgens Bloeykens is aankopen van wijn *en primeur* minder populair omdat de tijd tussen aankoop en de uiteindelijke levering na 18 maanden te lang is. Op het moment dat je intekent, zal je ook moeten betalen. Het is dood kapitaal waaraan je voor een periode van 18 maanden niets aan verdient. Thiran deelt mee dat je elk jaar een hoge allocatie *en primeur* wijnen moet aankopen om een goed rendement te behalen. Ieder jaar een hoge allocatie impliceert dat je eveneens in slechte jaren in primeur moet aankopen om te mogen aankopen in primeur in goede jaren. Een tweede nadeel is dat je menigmaal in bundels moet aankopen. Thiran geeft hierbij dit voorbeeld:

Als ik bijvoorbeeld Romanée Conti wil aankopen in primeur dan moet ik daar vijf paletten andere wijn bij aankopen. Dit is dus zeker niet interessant als die andere wijn niet investeringswaardig is.

Geraerts vermeldt in zijn interview dat *en primeur* investeringen aantrekkelijk waren in de jaren '90. Nu is *en primeur* volgens hem minder populair omdat de primeur prijzen dicht aansluiten bij de marktprijzen 18 maanden later. Daarenboven vindt hij het voornaam dat je goed geïnformeerd moet zijn indien je wijnen in primeur aankoopt. Dit was zijn methode van werken:

Vroeger was ik geabonneerd op allerlei mogelijke vaktijdschriften. In de periode van de primeurprijzen vergeleek ik alle grand cru's die gerecenseerd werden door Robert Parker, Jancis Robinson, Winespectator en andere tijdschriften. Ik kon ze natuurlijk zelf niet proeven en moest mij verlaten op de recensies. De wijnen die door iedere recensent hoog gequoteerd waren, kocht ik in primeur aan. Indien ze over een bepaalde wijn uiteenlopend van mening waren, kocht ik deze wijn zeker niet in primeur.

Starten als **wijnboer** kan een positief rendement opleveren indien je als investeerder rekening houdt met bepaalde factoren die het succes van een onderneming bepalen. Henckens (2010) kan vanuit zijn eigen ervaring als wijnboer enkele tips meegeven aan een startende wijnbouwonderneming. Als je gezond wil groeien, moet je de hectaren wijngaard aanplanten in overeenstemming met de afzet. Als starter moet je kleinschalig beginnen om erna gestaag te groeien. Kennis van wijnbouw is zeer belangrijk wanneer je een wijndomein wil starten of overnemen. Opleidingen volgen en advies vragen aan een wijninstituut is een vereiste. Bovendien is het opstellen van een ondernemingsplan een

voorwaarde om succesvol te zijn. De schatting van de bedrijfskosten is hierin ontzettend belangrijk aangezien deze schatting de basis is voor je verkoopprijs. Ten slotte is het volgens Henckens belangrijk dat je als wijnboer de prijs zelf kunt bepalen. Het zelf aansturen van verschillende verkoopskanalen, waarbij particuliere verkoop aan het wijndomein zelf een succesfactor is. Thiran verwijst naar Frankrijk waar wijnboeren soms slechte contracten afsluiten met handelaars en negociants. De negociants bepalen bij dit soort contracten de prijs omdat ze een afnamegarantie van enkele jaren toekennen. Dit is ten nadele van de wijnboer die ook winstgevend moet zijn in jaren met hoge bedrijfskosten.

Aanvullend vertelt Scott in zijn gesprek dat passie een kritische succesfactor is om een wijndomein winstgevend te maken. Geraerts merkt op dat de wijnmarkt momenteel verzadigd is. Niettemin kunnen de groeielanden China en India een behoorlijke kentering geven in de vraag naar wijn. Ingeval er een verdubbeling zou plaatsvinden van de wijnconsumptie per capita in deze groeielanden, zal dit een enorm effect hebben op de vraag. Een stijgende vraag met daaraan gekoppeld prijsstijgingen kan een aanleiding vormen om een wijndomein te starten. Doch nuanceert Geraerts vorige hypothese door te zeggen dat alle facetten een grote rol spelen in het succesvol zijn, waarbij hij vooral aandacht schenkt aan het zakelijk instinct.

3.3 Prijsbepaling

De bevoorrechte getuigen hebben diverse determinanten opgesomd die de prijs van een fles wijn bepalen. De ene persoon vindt een bepaalde determinant belangrijker dan de andere. Desondanks zijn er veel overeenkomsten tussen de verschillende geïnterviewden. Tabel 30 biedt een overzicht van alle prijsfactoren die opgenoemd zijn tijdens de interviews.

Tabel 30: Determinanten die de prijs van wijn bepalen

	Bloeykens	Van Praet	Thiran	Scott	Geraerts	Henckens	Totaal
Drinkwijn/topwijn	x	x	x	x	x	x	6
Productiekost	x		x	x	x	x	5
Transportkost	x						1
Douanekost	x						1
Accijnzen	x						1
Winstmarge wijnboer	x					x	2
Winstmarge tussenpersonen	x	x	x			x	4

Herkomst/naam/reputatie	x	x	x	x	x	x	6
Wijnjaar		x	x	x	x	x	5
Vraag en aanbod	x	x	x	x	x		5
Staat van de fles				x			4
Veilingprijs		x	x	x			3
Robert Parker	x	x	x	x	x		5
Internet		x			x		2
Korting		x			x		2

Bron: eigen verwerking

Allereerst moet je als investeerder het verschil inzien tussen een **drinkwijn en een topwijn** die voor investeringsdoeleinden aangewend kan worden. De prijs van een drinkwijn is volgens Bloeykens afhankelijk van de weg die de wijn aflegt van de wijnboer naar de winkelrekken. Bovendien zijn er vier factoren die aan de basis van de wijnprijs liggen. Ten eerste zijn er de **productiekosten** die sterk variëren naargelang de grondprijs van het wijndomein, het rendement per hectare, de vinificatie en de gebruikte verpakkingsmaterialen zoals het etiket, de sluiting en het glas. Ten tweede zijn er een aantal kosten zoals **transport, douane en accijnzen** die je vaak vergeet. Opmerkelijk is dat geen enkele van de andere geïnterviewden deze drie kosten hebben opgesomd.

Niet onbelangrijk is de **winstmarge van de wijnboer** die door Bloeykens en Henckens werd aangehaald. De winstmarge van de wijnboer is voor een drinkwijn zeker niet de grootste prijsbepaler. Het aantal **tussenpersonen** die zich tussen de wijnboer en de consument bevinden, bepaalt voor een groot stuk de prijs. Hoe meer tussenpersonen, hoe meer mensen een winstmarge voorzien op het verkochte product voorzien. Bloeykens geeft aan dat een wijn die €5 bij de wijnproducent kost ongeveer €8 in de supermarkt, €9 in de wijnhandel en €21 op restaurant kost rekening houdend met 21% BTW. Een supermarkt neemt in vergelijking met de wijnhandel, die een gemiddelde winstmarge telt van 30%, een winstmarge van ongeveer 20%. De supermarkt kan zich dit veroorloven omdat ze aankopen in grotere hoeveelheden of gebruik maken van bulkwijnen die ze in de nabijheid van de supermarkt bottelen waardoor het transport goedkoper is.

De vier basisfactoren hierboven beschreven, maken eveneens deel uit van de prijs van echte topwijnen. Volgens alle bevoorrechte getuigen speelt bovendien de **herkomst, naam en reputatie** van de wijn een grote rol. Een Pichon Comtesse 1982 waar je vandaag €1.000 voor betaalt staat niet meer in verhouding tot de productiekost van de wijnboer. Geraerts vertelt ons het volgende:

De naam is zeer belangrijk. Zet een Châteauneuf du Pape langs een fles wijn met een etiket waar gewoon Côtes du Rhône op staat. Ik ben ervan overtuigd dat mensen meer willen betalen voor die Châteauneuf du Pape omwille van de naamsbekendheid ook al is de fles wijn met Côtes du Rhône op het etiket kwalitatief beter.

Het wijnjaar en het mechanisme van **vraag en aanbod** wordt door de meerderheid aangeduid als factoren die de prijs beïnvloeden. Aanvullend zegt Thiran dat het aantal flessen van een bepaalde wijn, dat een investeerder op de markt aanbiedt, een grote invloed heeft op de prijs per fles. Hij tracht dit te verduidelijken aan de hand van het volgende voorbeeld:

De enige taak van een rijke persoon in deze wereld is opvallen, want geld heeft hij in overvloed. Als deze persoon morgen een feestje geeft, staan er waarschijnlijk zeven Ferrari's voor de deur. Maar wat kan hij naar voren brengen om zijn rijke vrienden de loef af te steken? Een dure Romanée-Conti van €1.500 bijvoorbeeld. Maar één fles is niet voldoende om op te vallen. Stel ik verkoop hem twaalf flessen Romanée-Conti. Dit zal ten minste de aandacht trekken want nu kan iedereen mee genieten van deze exclusieve wijn. Bovendien zullen deze rijke vrienden de zeven Ferrari's voor de deur even vergeten.

Scott vermeldt in zijn interview de **staat van de fles**, de **veilingprijs** en **Robert Parker** als determinanten van de wijnprijs. Nochtans is de veilingprijs enkel een richtprijs, die vaak niet overeenstemt met de werkelijke verkoopprijs. Van Praet en Thiran adviseren de wijninvesteerder om de website wine-searcher.com te gebruiken aangezien deze website een database bevat met realtime verkoopprijzen van wijnhandelaren over de hele wereld. Robert Parker is volgens alle geïnterviewden een goede proever die een enorme invloed heeft op prijs van jonge topwijnen. Thiran heeft dezelfde mening alhoewel hij betreurt dat sommige wijnboeren hun product aan de smaakpapillen van Robert Parker aanpassen.

Internet maakt naar mening van Geraerts en Van Praet de prijzen van wijn op elk moment beschikbaar. Vroeger had je een generatie die de prijzen op het internet niet konden vergelijken. Deze personen hadden dikwijls vaste wijnleveranciers. De jonge generatie is zodanig vertrouwd met het internet dat investeerders, die wijnen via privékelers aankopen, geen koopjes meer kunnen doen. Ten slotte rekenen Geraerts en Van Praet een commerciële **korting** vooraf mee in hun verkoopprijs. Ze argumenteren dat mensen per slot van rekening graag een korting ontvangen.

3.4 Vergelijking met traditionele beleggingen

De geïnterviewden konden geen uitspraken doen over het rendement en het risico van een belegging in wijn in vergelijking met aandelen en obligaties. Ze zijn te weinig bezig met beleggen in aandelen en obligaties om een gestaafe mening te geven over dit topic. Enkel Bloeykens zegt dat de gemiddelde return van een belegging in wijn hoger is dan het rendement dat je kan behalen via traditionele beleggingen. Dit in tegenstelling tot de wetenschappelijke onderzoeken die werden aangehaald in de literatuurstudie. Deze onderzoeken duiden op een vergelijkbare of zelfs lagere return van een belegging in wijn in vergelijking met een aandeleninvestering. Thiran geeft de volgende opmerking:

Als je wil beleggen met weinig risico, beleg dan in wijn! Je moet je wel houden aan enkele spelregels zoals bijvoorbeeld het investeren in geklasseerde topwijnen en de juiste jaargangen.

3.5 Risico's

De twee belangrijkste risico's volgens vrijwel alle geïnterviewden zijn de kans op vervalsing en de aankoop van wijnen via verkeerde kanalen. Wijnen aankopen doe je via gerenommeerde instanties en niet via websites zoals Ebay of Kapaza zegt Bloeykens in ons gesprek. Scott wijst naar het gevaar van vervalsing en geeft hierbij het volgende commentaar:

Investeringswijnen en echte topwijnen zijn bepaalde type wijnen die zich probleemloos laten vervalsen. Flessen vanaf €1.000 worden heel vaak vervalst. Als je dit type van wijn aankoopt, begeef je je op glad ijs. Met de huidige technieken zijn vervalsingen heel goed na te maken. Aankopen via een erkend veilinghuis of private wijnkelder is een absolute aanrader. Honderd procent garantie bestaat niet. Er kan altijd iets mis gaan, ook in een veilinghuis. Doch geeft het veilinghuis vaak het geld terug als achteraf blijkt dat het om een vervalsing gaat.

Tabel 31: Risico's beleggen in wijn

	Bloeykens	Van Praet	Thiran	Scott	Geraerts	Henckens	Totaal:
Vervalsing	x	x	x	x	x		5
Aankoop bij de juiste persoon	x	x	x	x			4
Prijrisico		x		x			2
Is de fles goed bewaard?				x			1

Bron: eigen verwerking

Verder worden prijsfluctuaties door Van Praet (2010) en Scott (2010) erkend als een beleggingsrisico. De wijnwereld is en blijft conjunctuurgevoelig. De impact van de

conjunctuur zullen we uitvoerig bespreken in de volgende sectie. Tot slot duidt Scott op het feit dat een goede bewaargeving bepalend is voor de kwaliteit en de marktwaarde van een fles.

3.6 Evolutie doorheen de tijd

Geraerts, Van Praet en Henckens hebben het in hun interview uitvoerig gehad over de opkomst van nieuwe wereldwijnen uit landen zoals bijvoorbeeld Australië, Chili en Zuid-Afrika. De introductie van wijnen uit nieuwe wijnproducerende landen hebben een enorme impact gehad op de "minder bekende" grand cru's in Frankrijk. Het merendeel van de supermarktwijnen wordt gemaakt om snel te consumeren en heeft geen bewaarpotentieel. De vinificatie in deze nieuwe wijnlanden is volledig veranderd. De wijnen zijn toegankelijker geworden voor een groter publiek. Vroeger kocht de wijnconsument gewoonlijk wijnen uit Bordeaux en Bourgogne terwijl er nu meer en meer nieuwe wereldwijnen gekocht worden. De meeste wijnen uit Bordeaux en Bourgogne moeten enkele jaren tot rust komen in een wijnkelder alvorens ze drinkbaar zijn. Nochtans zijn het deze wijnen die investeringswaardig zijn aangezien ze in waarde stijgen naarmate ze langer in een wijnkelder liggen. De minder bekende grand cru's in Frankrijk hebben dit financieel enorm gevoeld omdat een groot aantal consumenten zijn overgestapt naar wijnen uit de nieuwe wijnwereld. Het topsegment in Frankrijk heeft er bijna geen last van gehad omdat zij een uitstekende reputatie hebben en tevens bestemd zijn voor een ander type consument, namelijk mensen die tot de rijkere klasse van deze wereld behoren. Henckens omschrijft dit verhaal als volgt:

De teloorgang van de minder bekende grand cru's in Frankrijk heeft vooral te maken met het soort wijn dat ze produceren. Franses hebben hun eigen traditie tegen. In Frankrijk is het zo dat wijnen de eerste vijf jaren niet te drinken zijn, ze staan namelijk stijf van de tannine. Ze moeten echter verzacht worden voordat ze drinkbaar zijn. De eigenaars van deze "petit grand vins" hebben zich nooit aan de consument aangepast. De consument moet zich maar aanpassen aan ons, was hun gedachte. Vandaar dat de nieuwe wijnwereld de consumentengroep heeft bediend, die geen behoefte heeft aan wijnstockage in zijn kelder.

De periode van 1997 tot juni 2008 was een gouden periode voor een belegger in wijn. Een continue prijsstijging, zonder enige noemenswaardige marktcorrectie, was kenmerkend voor deze periode. Volgens Scott kon je gemiddeld 10% per jaar op een fles wijn behalen mits je rekening hield met enkele spelregels. Eén van deze spelregels was het kopen van klassieke topwijnen en dus geen nieuwe wereldwijnen. Zoals eerder in de literatuurstudie werd aangehaald heeft de **financiële crisis** een negatieve invloed gehad

op de wijnprijzen. Maar wat is nu de impact van de financiële crisis op de wijnmarkt geweest volgens de bevoorrechte getuigen? De geïnterviewden hebben de wijnmarkt opgedeeld in prijscategorieën omdat de impact van de financiële crisis verschillend was voor deze categorieën. Volgens Henckens en Geraerts zijn personen die voor de financiële crisis wijnen consumeerden van €20 tot €50, tijdens de financiële crisis overgestapt naar wijnen in de prijsklasse €5 tot €15 euro. Bovendien zijn de €5 tot €15 wijndrinkers op zoek gegaan naar wijnen beneden de €5. Wanneer Scott, Bloeykens, Van Praet en Thiran het hebben over investeringswijnen, besluiten ze dat de prijzen van deze wijnen gemiddeld gezien met 20% zijn gedaald ten opzichte van hun niveau in juni 2008. Daarentegen is er niet minder wijn geconsumeerd maar hebben marktdeelnemers wijn aan een lagere prijs verhandeld.

Scott gelooft in het feit dat er een aantal personen zijn die tijdens de financiële crisis zijn afgestapt van aandelen en tegelijkertijd op zoek zijn gegaan naar alternatieve beleggingen. Wijn kan een alternatief product zijn waarin je kan beleggen. Volgens hem vindt de mens het emotioneel belangrijk om een tastbaar product in handen te hebben. Hij geeft in zijn interview een voorbeeld om dit te verhelderen:

Als een belegger in 2006 een paar mooie aandelen Fortis had gekocht, was dit niet meer dan een stukje papier wat je op je effectenrekening zag staan. Door list en bedrog bleek datzelfde stukje papier niets meer waard te zijn. Daarentegen heb je met een belegging in wijn iets tastbaars in je kelder liggen. In het allerslechtste geval kun je de wijn gewoon opdrinken. Toch is wijn als belegging niet zo populair en toegankelijk om te zeggen dat traditionele beleggingen gemakkelijker vervangen zullen worden door een belegging in wijn.

Thiran vermeldt in zijn gesprek dat de topwijnen voornamelijk bestemd zijn voor rijke personen die een fles wijn degusteren tijdens feestelijke aangelegenheden. De miljonairs hebben door de financiële crisis geld verloren maar niet in die mate dat ze geen dure topwijn meer bestellen. Personen die enkel belegd hebben in topwijnen vanaf het jaar 2000 hebben hun investering enorm zien dalen in geldwaarde. De reden hiervoor is dat het aanbod nog te groot is voor wijnen van het laatste decennia. De beschikbaarheid van deze wijnen is te omvangrijk waardoor de prijs tijdens de financiële crisis gedaald is.

Er worden door Van Praet en Thiran slechts twee wijnen naar voren gebracht die de financiële crisis overleefd hebben namelijk Lafite Rothschild en Carruades de Lafite Rothschild. De prijs van deze twee wijnen is blijven stijgen tijdens de crisis en dit omwille van de vraag vanuit China. Als je morgen in China een feest geeft en je serveert geen Lafite Rothschild, word je niet aanzien als een rijke persoon. De oorzaak voor de

voortdurende stijgende vraag naar Lafite Rotschild is omdat de Chinezen maar één woord in het Frans kunnen uitspreken en dat is Lafite. Het is een pure hype. Indien de Chinees in de toekomst een andere Franse wijn bij naam uitspreekt, kan de Chinese markt een verandering ondergaan. De Chinese markt is bezig aan een verwestering waar dure topwijnen een onderdeel van uitmaken.

De **toekomstverwachting** voor het beleggen in wijn wordt door alle geïnterviewden eerder positief gezien. Ze zijn ervan overtuigd dat de marktcorrectie van de afgelopen twee jaar zal verdwijnen en dat de wijnprijzen terug hun niveau van juni 2008 zullen behalen. Bloeykens duidt op het feit dat periode van hoog- en laagconjunctuur elkaar zullen blijven opvolgen. De wijnmarkt heeft zich de voorbije 60 jaar altijd hersteld en dat zal nu volgens hem ook het geval zijn. De spelregels volgen blijft een belangrijk gegeven voor de wijnbelegger in de toekomst. Desondanks vermoedt Scott dat het steeds moeilijker zal zijn om nog verdubbelingen in wijnprijzen te beleven. Aanvullend is Geraerts ongerust over de jonge generatie wijnliefhebbers die volgens hem zich eerder zullen richten op wijnen waarvan de prijs in verhouding is tot de kwaliteit van de wijn. Bovendien zal het internet de jonge generatie wijnliefhebbers en investeerders transparante prijsinformatie bieden, waardoor woekerwinsten niet meer mogelijk zijn. Ten slotte is Thiran ervan overtuigd dat de prijzen van wijnen uit het topsegment zullen blijven stijgen. Het drinken van wijn zit momenteel in een beginfase van de Chinese cultuur, maar op termijn verwacht hij dat meer en meer Chinezen zullen genieten van een glaasje wijn.

3.7 Advies voor een beginnend wijnbelegger

Bloeykens en Van Praet adviseren om niet te beleggen in wijn als je geen kennis hebt van de wijnmarkt. Je kan niet vertrekken van het idee dat je zonder kennis in wijn kan beleggen. Als belegger moet je niet enkel kennis hebben van de wijnen, maar ook het bepalen van ideale tijdstippen om wijnen aan te kopen of te verkopen is een vereiste. Het ontbreken van kennis is de eerste grote valkuil die een investeerder goed in het achterhoofd moet houden. Ten tweede wijst Bloeykens op een aanzienlijk basisbedrag dat je nodig hebt om te investeren in wijn. Een kist met twaalf flessen Petrus kan gemakkelijk 18.000 euro kosten. Indien je een belegging in wijn wil diversifiëren met verschillende soorten wijnen, is een minimaal startkapitaal van 50.000 euro aangewezen.

Van Praet, Thiran en Scott raden aan om enkel te investeren in topwijnen afkomstig van Bordeaux en Bourgogne. Een wijnbelegger moet zeker en vast niet investeren in de

nieuwe wijnwereld aangezien deze geen bewaarpotentieel hebben en dus ook op termijn niet in waarde zullen stijgen. Wanneer je als belegger een aantal wijnen hebt uitgekozen waarin je wil beleggen, moet je enkel deze wijnen selecteren uit goede wijnjaren. Thiran (2010) suggereert om te investeren in wijnen gebotteld voor 2001 aangezien deze jaren zichzelf al hebben bewezen en bovendien er meer vraag naar is. Zoals bijvoorbeeld de wijnjaren '82, '86, '88, '90, '95, '96, '98 en '00.

Daarenboven adviseert Thiran om een onderscheid te maken tussen een drinkkelder en een investeringskelder. De investeringswijnen dienen enkel om een rendement te behalen en niet om op te drinken tijdens een feestelijke aangelegenheid.

Zoals eerder besproken is vervalsing van topwijnen een opkomend fenomeen. Daarom is het volgens vrijwel alle geïnterviewden opportuun om wijnen aan te kopen bij gerenommeerde instanties zoals een veilinghuis of een privé kelder. Voor de particuliere investeerder is een belegging in wijn meestal een lange termijn investering waarbij geduld noodzakelijk is. Op korte termijn kan je ook beleggen in wijn maar dan moet je kapitaalkrachtig genoeg zijn om een groter aantal transacties te financieren.

Ten slotte vermelden Geraerts en Henckens in hun interview dat wijn voor hen geen speculatieproduct is. Ze vinden wijn een te mooi en natuurlijk product om mee te speculeren. De prijs van een topwijn is niet meer in verhouding tot zijn productiekost en past volgens hen enkel in het vak van imago en prestige. Genieten van betaalbare wijn is hun boodschap!

4 Resultaten interviews beleggen in kunst

4.1 Positionering van de geïnterviewden binnen de kunstmarkt

Wij hebben vijf personen geïnterviewd die actief zijn op verschillende domeinen in de kunstmarkt. In tabel 32 kan u een samenvatting van deze personen vinden.

Tabel 32: Overzicht van de geïnterviewden

Label	Naam	Onderneming	Categorie
A.	Gustaaf De Landtsheer	ARGVS	kunsttaxateur
B.	Katrien Dessers	Galerie Dessers	galeriehouder
C.	Walter Scheelen	Veilingen AEKO	veiling
D.	Karel Waegemans	/	kunstdocent
E.	Grethe Zeberg	J. Zeberg Antiques	galeriehouder

Bron: eigen verwerking

Gustaaf De Landtsheer is voorzitter van ARGVS. ARGVS is een vereniging van kunstexperten. ARGVS is lid van *UBEMA*³⁶ en *FEBEX*³⁷ en bestaat uit een veertigtal experts die elk gespecialiseerd zijn in een bepaald domein van de kunstmarkt. Als kunstkenner schreef hij in de jaren '90 wekelijks een artikel in *De Tijd*.

Katrien Dessers is eigenaar van Galerie Dessers te Hasselt. Galerie Dessers bestaat uit twee galeries. De ene galerie bevindt zich in Leuven, de andere in Hasselt. Als galeriehouder houdt ze zich niet alleen bezig met aan- en verkoop van kunstwerken maar ook met het ondersteunen van jonge kunstenaars.

Walter Scheelen is eigenaar van Veilingen AEKO. De veiling organiseert ieder jaar een zestal kunst- en antiekveilingen. Het is de enige veiling in Limburg die gespecialiseerd is in het veilen van kunst.

Karel Waegemans is docent op diverse Syntra-instellingen in Vlaanderen en Brussel. Hij doceert al vele jaren meubelgeschiedenis. Tevens is hij lid van *De groep van onafhankelijke antiekexperten*. Deze groep houdt zich bezig met de waardebeoordeling van kunstvoorwerpen. Ook bieden zij diverse opleidingen aan.

³⁶ UBEMA staat voor Unie van de Belgisch-Luxemburgse kunstmarkt.

³⁷ FEBEX staat voor Federatie van Belgische Expertenverenigingen.

Grethe Zeberg is eigenaar van de familiezaak J. Zeberg Antiques. Deze galerie is ieder jaar aanwezig op de grootste kunstbeurzen van de wereld zoals Tefaf in Maastricht en Brafa in Brussel. Naast galeriehouder is ze tevens erevoorzitter van de *Stichting Antiquairs Antwerpen* en ondervoorzitter van de *Koninklijke Kamer van de Antiquairs van België*.

4.2 Soorten investeringen

De manier waarop een belegger kan investeren in kunst werd besproken in hoofdstuk 3 van deel 5. Tijdens interviews met de personen die actief zijn in de kunstmarkt hebben we achterhaald welke investeringen allemaal bekend bij hun zijn. Tabel 33 geeft een samenvatting van de kunstinvesteringen die door de geïnterviewden werden aangehaald.

Tabel 33: Verschillende kunstinvesteringen

	De Landtsheer	Dessers	Scheelen	Waegemans	Zeberg	Totaal
Veiling	X	X	X	X	X	5
Koop/verkoop	X	X	X	X	X	5
Kunstenaar sponsoren		X				1
Kunsthonds	X		X	X	X	4
Artprice		X	X	X	X	4

Bron: eigen verwerking

De **kunstveiling** is zeer bekend bij de geïnterviewden. Er zijn voor- en tegenstanders van het aankopen van kunst via een veiling.

Als veilinghouder is Scheelen er uiteraard van overtuigd dat de veiling een goed mechanisme is om te investeren in kunst. Volgens hem biedt de veiling het voordeel dat kunst en antiek op één plaats wordt samengebracht. Een ander voordeel bestaat erin dat vooraleer de veiling plaatsvindt er een veilingbrochure ter beschikking wordt gesteld. De eventuele koper kan zich dus voorbereiden door enig onderzoekwerk te doen.

Daar schuilt volgens De Landtsheer echter een probleem. Volgens hem vertrouwen te veel mensen blindelings op de veilingcatalogus. Hij zegt hierover het volgende:

Het is volkomen begrijpelijk dat mensen de catalogussen blindelings vertrouwen want ze zijn opgemaakt alsof het een gedegen wetenschappelijk werk is. Toch dien je op je hoede te zijn voor de superlatieven waarmee deze catalogussen zijn opgesmukt.

Ook is De Landtsheer ervan overtuigd dat het merendeel van de kopers niet beseft welke kosten er bovenop de verkoopprijs zijn. Bovenop de verkoopprijs komt ten eerste nog opgeld dat de kosten van de veiling moet dekken. Ten tweede dient op de verkoopprijs dat vermeerderd wordt met het opgeld nog eens 21% BTW betaald te worden. Het opgeld schommelt tussen de 20% en 30% van de verkoopwaarde. Als men dus een schilderij koopt voor €100 zal men aan de kassa dus minstens €145,20 (verkoopprijs + opgeld + BTW) moeten betalen.

Waegemans vindt een veiling geen interessante plaats om kunst te kopen. De veiling heeft een aantal kosten zoals personeel, huur van gebouwen, verwarming, belastingen. Deze kosten worden doorgerekend aan de klant waardoor het zeer moeilijk wordt om goede prijzen te krijgen.

Dessers en Zeberg **kopen of verkopen** nooit via een veiling omdat ze kanalen hebben die dichter bij de bron zitten. De tussenkomst van de veiling zorgt er alleen maar voor dat de prijs de lucht in gaat. Dessers en Zeberg kopen particulier aan en verkopen op beurzen of via hun galerie. Volgens alle geïnterviewden biedt het kopen van kunst via een erkende kunsthandelaar (lid van Koninklijke Kamer van de Antiquairs van België) een zeer groot voordeel. Het is zeer belangrijk dat men een certificaat krijgt bij het kunstwerk. Dit certificaat beschrijft het kunstwerk en biedt een garantie voor de echtheid. Er bestaat echter wel een groot hekelpunt. Momenteel kan eender wie een certificaat uitschrijven. Zodoende is het certificaat op zich niet voldoende. Maar een certificaat uitgegeven door een erkende kunsthandelaar zorgt wel voor 100% zekerheid. Momenteel is Zeberg bezig met het opstellen van een vestigingswet om de personen die een certificaat kunnen uitschrijven in te perken. Deze wet staat echter nog in zijn kinderschoenen maar er wordt voor gelobbyd.

Dessers **sponsort jonge kunstenaars**. Het komt erop neer dat ze jonge talentvolle kunstenaars opzoekt en met hen een samenwerking aangaat. Zij maakt promotie voor jonge kunstenaars en zorgt ervoor dat hun naamsbekendheid stijgt. De jonge kunstenaar heeft het voordeel dat zijn kunstwerken gemakkelijker verkocht geraken. Uiteindelijk worden de kunstwerken verkocht en krijgt Dessers een commissie. Deze vorm van investering vormt 1/3 van de omzet van Galerie Dessers terwijl de aan- en verkoop van kunstwerken de resterende 2/3 van de omzet vormt.

Een **kunsthonds** blijkt door vier van onze geïnterviewden gekend te zijn. De Landtsheer vindt dat een kunsthonds geen interessante belegging kan zijn. Hij zegt:

Als je in een kunstfonds stapt, kan je niet kiezen in welke kunstwerken je investeert. Je weet dus niet of je die kunst graag ziet of niet. Op die manier verlies je een gedeelte van de return want het graag zien van een kunstwerk mag gerust als rendement gezien worden.

Scheelen en Waegemans zijn ervan overtuigd dat investeren in een kunstfonds een aantrekkelijke belegging is. Volgens hen is dit een vrij gewaarborgde belegging omdat er een aantal experts mee bezig zijn. Het grote voordeel dat een kunstfonds biedt, is dat je in een zeer gediversifieerde portefeuille belegt. Bij het oprichten van een fonds worden een aantal kunstwerken geselecteerd. Volgens Waegemans gaat dit vooral over kunstwerken van minder bekende kunstenaars. Dit wil zeggen dat de prijzen nog laag zijn en dat er nog heel wat groeipotentieel in zit. Eens de werken aangekocht zijn, gaan de fondsbeheerders de kunstenaars promoten om via deze weg de prijzen te stimuleren.

Over **Artprice** kunnen we kort zijn. Al onze geïnterviewden kennen deze onderneming en hun website en weten hoe zij werken. Enkel Zeberg vindt Artprice niet nuttig. Scheelen, Waegemans en De Landtsheer maken op regelmatige basis gebruik van Artprice. Dessers gebruikt *Artnet* maar de werking is ongeveer hetzelfde. Desondanks Scheelen het vrij duur vindt, vernieuwt hij toch ieder jaar zijn abonnement op *artprice.com* omdat hij er alle veilingresultaten van de hele wereld kan opvragen. Zeberg vindt het overbodig dat al deze resultaten via een website beschikbaar zijn en verkiest het om de resultaten te volgen via vaktijdschriften en beurzen.

4.3 Prijsbepaling

Bij de bespreking van de prijsbepaling van kunstwerken zullen we een onderscheid maken tussen hedendaagse en antieke kunst. In tabel 34 kan u de determinanten, die de prijs van hedendaagse kunst bepalen, terugvinden.

Tabel 34: Determinanten die de prijs van hedendaagse kunst bepalen

	De Landtsheer	Dessers	Scheelen	Waegemans	Zeberg
Mode	X				X
Schaarste	X	X			
Regio	X		X		
Staat	X				X
Kwaliteit	X	X	X	X	X
Naam	X	X	X	X	X
Formaat		X			

Bron: eigen verwerking

De belangrijkste factor die de prijs van een kunstwerk bepaalt, is volgens al onze geïnterviewden de **naam** van de kunstenaar. Dessers vertelt ons dat de prijzen enorm de hoogte ingaan wanneer de handtekening van de kunstenaar op het werk staat. Een Panamarenko zonder handtekening is van weinig waarde terwijl een werk van dezelfde kunstenaar met handtekening van enorme waarde kan zijn. Scheelen merkt in zijn veiling dat er voor kunstwerken van bekende kunstenaars meer interesse is. Bijgevolg zal een hogere vraag leiden tot een stijging van de prijs. Volgens Zeberg speelt de naam van de kunstenaar enorm mee in de prijsbepaling van ieder kunstwerk, maar bij schilderijen heeft de naam de grootste invloed.

De naam alleen is uiteraard niet voldoende om de prijs van een kunstwerk te beïnvloeden. De Landtsheer zegt dat de naam enorm belangrijk is, maar dat **kwaliteit** minstens even belangrijk is. Hij zegt:

Je investeert beter in een goede Pieter Huys dan een slechte Emile Claus.

Hiermee wil hij zeggen dat je beter in een kwalitatief goed kunstwerk van een bovengemiddelde kunstenaar investeert dan in een kunstwerk van een topkunstenaar dat van mindere kwaliteit is. Ook naar mening van de andere vier geïnterviewden is de kwaliteit van het kunstwerk zeer cruciaal voor de prijsbepaling. De topwerken van een kunstenaar zullen volgens Zeberg weinig prijsdalingen ondergaan. De werken van mindere kwaliteit daarentegen kennen meer prijsfluctuaties.

Ook op de kunstmarkt zijn er **modeverschijnselen**. De Landtsheer heeft dertig jaar geleden een periode meegemaakt waarin iedere kunstliefhebber Romantische kunst wilde hebben. Stijgende Romantische kunstprijzen waren het gevolg van een stijgende vraag. Tegenwoordig worden deze kunstwerken voor lage prijzen verkocht. Zeberg stelt mode gelijk aan vraag en aanbod. Als een bepaalde kunststroming of kunstenaar in de mode is, stijgt de prijs enorm. Net zoals bij kleding wil niemand uit de mode vallen.

Een vierde factor die bepalend is voor de prijs is **schaarste**. Hoe minder exemplaren er beschikbaar zijn hoe hoger de prijs. Dessers vertelt ons dat er door sommige galeries een kunstmatige schaarste gecreëerd wordt. Een aantal kunstwerken worden voor een geruime tijd achtergehouden om zo de prijs de hoogte in te drijven. De Landtsheer bevestigt dit verhaal en voegt eraan aan toe dat sommige kunstliefhebbers hier nog verder in gaan. Als er nog twee exemplaren van een bepaald kunstwerk in omloop zijn,

komt het soms voor dat er een exemplaar vernietigd wordt om zo de prijs van het overblijvend exemplaar de hoogte in te jagen.

Volgens Zeberg is de **staat** van het kunstwerk de belangrijkste determinant van de prijs. Vanaf het moment dat er restauraties aan een kunstwerk nodig zijn, daalt de prijs enorm. Zeberg zoekt steeds naar kunstwerken met een minimumgraad van restauratie. Ook De Landtsheer meldt dat de staat van een kunstwerk enorm van belang is. Volgens hem dient iedere kunstliefhebber voorzorgsmaatregelen te nemen om het kunstwerk zo goed mogelijk te bewaren. Zo mag de omgeving niet te droog of te vochtig zijn en mag het niet te stoffig zijn in de ruimte waar de kunst aanwezig is.

Ook de **regio** waarvan de kunstenaar afkomstig is, beïnvloedt de prijs. De Landtsheer en Scheelen zijn ervan overtuigd dat een kunstwerk van een Limburgse kunstenaar duurder verkocht kan worden in Limburg dan in andere provincies. Dit gaat dat vooral om werken van jonge minder bekende kunstenaars.

Tot slot vertelt Dessers dat vooral bij jonge kunstenaars het **formaat** van een schilderij de prijs zal bepalen. Jonge kunstenaars hebben nog geen naam verworven waardoor zij hun werken prijzen volgens het formaat.

Bovenstaande factoren zijn zowel van toepassing op hedendaagse als antieke kunst. Specifiek voor antieke kunst zijn naar mening van Waegemans **ouderdom, gebruikte materialen en afwerking** prijsbepalende factoren.

4.4 Vergelijking met traditionele beleggingen

Onze geïnterviewden zijn niet thuis in de traditionele beleggingswereld en kunnen zodoende weinig vertellen over de relatie tussen een belegging in kunst en een traditionele belegging in aandelen of obligaties. Wel vertelde Dessers ons dat men met aandelen zowel op korte als op lange termijn winst kan maken. Een belegging in kunst kan alleen op lange termijn als belegging slagen. Aan een galerie moet je 21% BTW betalen waardoor je op korte termijn zeer moeilijk winst kan maken.

Al onze geïnterviewden zijn ervan overtuigd dat kunst een extra rendement kan opleveren. Het bezitten en aanschouwen van een kunstwerk mag volgens iedereen gezien worden als een extra rendement. Dit rendement is niet kwantificeerbaar maar mag zeker en vast niet vergeten worden.

4.5 Risico's

Tijdens de interviews haalden de geïnterviewden verschillende risico's aan die je niet mag vergeten indien je in kunst wenst te beleggen. Tabel 35 geeft een overzicht van de naar voren gebrachte risico's.

Tabel 35: Risico's beleggen in kunst

	De Landtsheer	Dessers	Scheelen	Waegemans	Zeberg
Vervalsing	X	X		X	X
Prijrisico			X		X
Diefstal	X		X	X	X
Bewaring			X	X	
Illiquiditeit		X			

Bron: eigen verwerking

Het grootste risico dat door onze geïnterviewden wordt aangehaald, is **vervalsing**. De Landtsheer, Dessers, Waegemans en Zeberg geven alle vier dezelfde tip: "Koop nooit kunst via internetsites zoals www.ebay.com." Via dit soort websites is de kans op vervalsing enorm groot omdat er geen rechtstreeks contact is met de verkoper. Dessers raadt aan om kunst te kopen via erkende kunsthandelaren of veilingen. Op een veiling wordt immers alles door experts gekeurd waardoor de kans op vervalsing miniem is. Zeberg beveelt sterk aan dat je alleen kunst moet kopen indien er een betrouwbaar certificaat toegevoegd is.

Zeberg en Scheelen hebben in hun loopbaan al heel wat **prijswaerfluctuaties** meegemaakt. Beiden zijn ze het erover eens dat hedendaagse kunst gevoeliger is voor prijsfluctuaties. De prijzen van antieke kunstwerken zijn stabiel omdat deze al vele jaren gezet zijn. Zeberg geeft wel aan dat de prijs van aandelen naar nul kan zakken terwijl dit bij kunst niet voorkomt.

Scheelen en Waegemans raden iedere kunstliefhebber aan om zich te beveiligen tegen **diefstal**. Iemand die in het bezit is van waardevolle kunstvoorwerpen kan best zijn huis beveiligen. Zeberg adviseert om van ieder kunstvoorwerp detailfoto's te maken. In geval van diefstal moet je kunnen voorleggen wat er exact gestolen is. De gerechtelijke politie heeft een speciaal platform³⁸ opgericht waarmee men hoopt op het sneller terugvinden van gestolen kunstvoorwerpen. Dit bewijst dat diefstal een risico is dat men niet mag vergeten.

³⁸ <http://www.stolenart.be/>

Waegemans waarschuwt ons dat slechte **bewaring** ook een risico vormt waarmee rekening dient gehouden te worden. Een kunstvoorwerp kan uitdrogen of te vochtig worden waardoor de staat van het voorwerp verslechtert. Ook kan kunst brand- of waterschade oplopen. Waegemans en Scheelen adviseren iedere kunstinvesteerder om een kunstvoorwerpenverzekering te nemen. Ook een brandverzekering dekt dit risico maar vanaf €60.000 aan kunstvoorwerpen kan je volgens Scheelen beter een speciale verzekering nemen.

Ten slotte waarschuwt Dessers ons voor de **illiquiditeit** dat een belegging in kunst met zich meebrengt. Volgens haar kunnen de dure stukken moeilijk verkocht worden omdat er ten eerste iemand geld moet voor willen betalen en ten tweede moet deze persoon het ook nog graag zien.

4.6 Evolutie doorheen de tijd

Door de **financiële crisis** heeft de aandelenmarkt een enorme klap gekregen. Ook de kunstmarkt heeft hieronder geleden maar volgens Zeberg is de impact niet zo zwaar als verwacht. Dit heeft te maken met het feit dat Zeberg weinig klanten heeft verloren. Er heeft echter wel een verschuiving plaatsgevonden in haar klantenbestand. Enerzijds heeft ze een aantal klanten verloren. De mensen die kunst kochten met de winst van hun aandelen zijn geen klant meer omdat ze enorme bedragen hebben verloren. Anderzijds zijn er nieuwe klanten bijgekomen. Mensen die vroeger nooit kunst kochten, zijn plots geïnteresseerd in iets tastbaarder dan waardepapieren en kopen kunst als een belegging. Wel heeft ze gemerkt dat haar klanten veeleisender zijn geworden. Ze willen bijvoorbeeld een extra korting of een gratis staander bij de aankoop van een vaas.

Volgens Dessers hebben haar klanten weinig last ondervonden van de crisis omdat haar klantenbestand voornamelijk bestaat uit vrije beroepen. Toch kende Galerie Dessers een omzetverlies van 10% tot 15%. Dit is voornamelijk het gevolg van het wegvallen van de interesse voor jonge kunstenaars. Haar klanten kiezen in tijden van crisis voor iets meer zekerheid en opteren bijgevolg voor bekende namen.

De Landtsheer ziet dat er tijdens de crisis minder aanbod op de kunstmarkt is. Mensen die kunst bezitten, wachten betere tijden af om hun kunstobjecten te verkopen. Daarentegen geeft Waegemans aan dat bij het uitbreken van de crisis mensen een paniecreactie hebben vertoond. Hij is dan ook van mening dat in het begin van de crisis veel mensen verkeerd gereageerd hebben. Er werd gekocht en verkocht op verkeerde

momenten waardoor mensen veel geld verloren hebben. Volgens hem moeten kunstbezitters rustig blijven tijdens de crisis en vooral geen overhaaste beslissingen nemen want die leiden meestal tot slechte resultaten.

Volgens Zeberg en De Landtsheer hebben topkunstwerken minder last gehad van de crisis in vergelijking met werken van iets mindere kwaliteit.

Volgens onze geïnterviewden is het ergste van de crisis op de kunstmarkt ondertussen achter de rug. Dessers, De Landtsheer en Zeberg geven aan dat de kunstmarkt zich lichtjes aan het herstellen is.

De **toekomst** kan je moeilijk voorspellen. Dessers verwacht dat er in 2010 een aantal galleries zullen moeten sluiten omdat zij zich alleen toegespitst hebben op het promoten van jonge kunstenaars terwijl het juist deze sector is die zware klappen heeft gekregen. Ze vermoedt dat deze markt pas in 2011 terug zal openbloeien. Dessers en Zeberg zijn ervan overtuigd dat er een nieuwe generatie van kunstliefhebbers zal ontstaan. Door hun jarenlange carrière weten ze dat kinderen van kunstliefhebbers ook kunst zullen appreciëren. Zeberg merkt aan haar klantenbestand dat er meer en meer jonge mensen in kunst geïnteresseerd zijn en daarom ziet ze de toekomst voor de kunstmarkt rooskleurig in.

4.7 Advies voor een beginnend kunstbelegger

Het meest voorname advies dat al onze geïnterviewden gaven, is dat kunst niet gekocht moet worden als een pure belegging. In de eerste plaats moet kunst graag gezien worden want anders verliest een investeerder al een gedeelte van zijn rendement.

Dessers geeft haar klanten als tip om te investeren in levende kunstenaars omdat de prijzen hiervan nog niet aan het plafond zitten. Zoals het verleden al heeft uitgewezen kunnen de prijzen van een kunstwerk spectaculair stijgen wanneer de kunstenaar overlijdt.

Zowel Dessers als Zeberg moedigen aan om in meerdere kunstvoorwerpen te investeren. Volgens beiden is het beter om vier kunstvoorwerpen van €5.000 te kopen dan een van €20.000. Het heeft namelijk twee voordelen. Ten eerste is een collectie die uit meerdere voorwerpen bestaat beter bestand tegen een prijsdaling en ten tweede zijn voorwerpen van circa €5.000 meer liquide waardoor ze gemakkelijker verhandelbaar zijn.

Als laatste geven alle geïnterviewden mee dat het niet verstandig is om in kunst te investeren als je weinig kennis hebt. Ze raden allen aan om bij mensen met ervaring advies in te winnen over de kunstmarkt omdat er veel factoren zijn waarvan de 'gewone mens' niets afweet.

Deel 2: Enquête

1 Beschrijving van de steekproef

1.1 Betrouwbaarheid van de steekproef

De kanalen, besproken in de onderzoeksopzet, hebben ons voorzien van 178 ontvangen enquêtes. Na een eerste analyse bleken er hiervan 25 niet bruikbaar om verder aan te wenden bij de verwerking. Uiteindelijk hebben we dus een steekproef van 153 respondenten. Om de betrouwbaarheid van deze steekproef te berekenen, dienen we volgende formule in te vullen: $n = z^2 x p(1 - p) / F^2$ met:

- n: de grootte van de steekproef (153)
- z: de standaardafwijking van een bepaald betrouwbaarheidspercentage
- p: de nauwkeurigheid (50%)
- F: de foutmarge (5%)

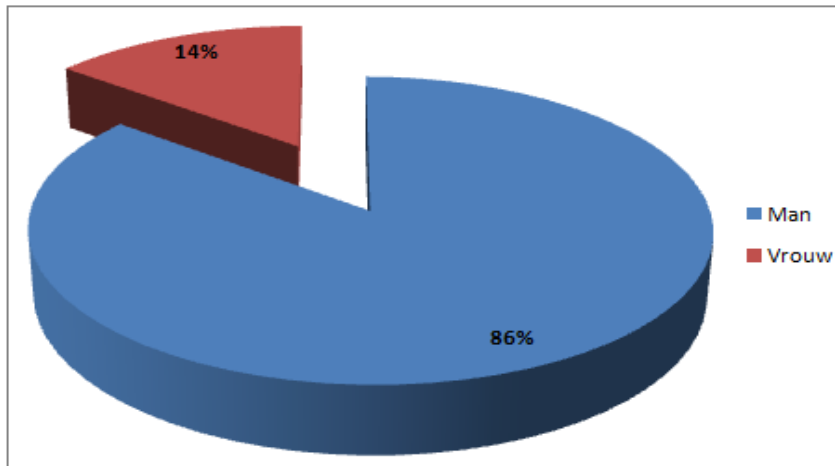
We zoeken dus eigenlijk de z-waarde. Eens we deze gevonden hebben kunnen we via de tabel van de standaardnormale verdeling het betrouwbaarheidspercentage vinden (Anderson et al., 2003). Als we de formule uitrekenen, bekomen we een z-waarde van 1,24. Dit betekent dat we met een steekproef van 153 een betrouwbaarheidspercentage van 78,5% hebben. Hierdoor kunnen we uitspraken doen die voor 78,5% van de populatie van particuliere beleggers geldig zijn.

1.2 Profiel van de respondenten

Wie zijn onze respondenten? Dit hebben we achterhaald aan de hand van de eerste negen vragen van onze enquête.

Onze respondenten zijn 131 mannen en 22 vrouwen. Volgens Jef De Ridder, verantwoordelijke van de ledenadministratie van de VFB, bestaan de leden van de VFB voor 88% uit mannen. De procentuele verdeling van mannen ten opzichte van vrouwen in onze steekproef kan u in figuur 35 zien. Dit komt nagenoeg overeen met de meest recente gegevens die we verkregen hebben van de VFB.

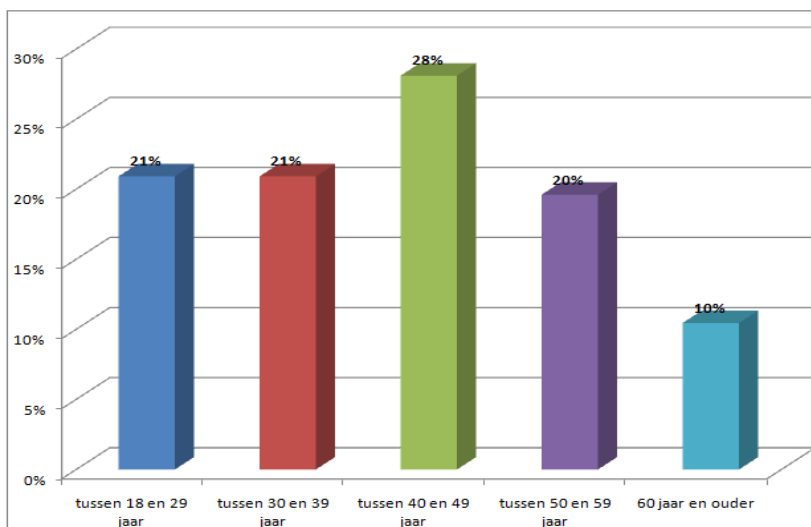
Figuur 35: Verdeling tussen mannen en vrouwen



Bron: eigen verwerking

Om een beeld te krijgen van de leeftijd van de respondenten hebben we hen gevraagd tot welke categorie ze behoren. Figuur 36 biedt een overzicht van deze leeftijdscategorieën.

Figuur 36: Leeftijdscategorieën



Bron: eigen verwerking

Via onze enquête wilden we graag achterhalen wat het beroep is van onze respondenten. Dit leverde zeer veel verschillende antwoorden op. Om hier iets over te kunnen vertellen,

hebben we deze beroepen ingedeeld via de meest gebruikte categorieën³⁹. In tabel 36 kan u de samenstelling van onze respondenten volgens beroeps categorie vinden.

De grondige lezer zal opmerken dat als men deze beroepen optelt, men niet aan 153 zal komen. Dit komt omdat niet alle respondenten hun beroep ingevuld hebben.

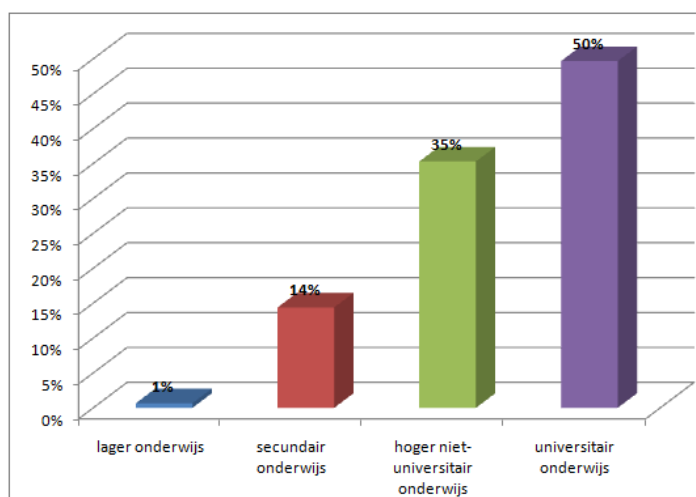
Tabel 36: Overzicht beroepen

Administratie & secretariaat	3
Boekhouding & financieel	33
Ondernemer	20
Ingenieur	23
Bediende	45
Arbeider	8
Student	11

Bron: eigen verwerking

Om een inzicht te krijgen van het opleidingsniveau diende iedere ondervraagde zich binnen één van de vier vooropgestelde opleidingsniveaus te plaatsen. Zoals verwacht, heeft het grootste deel van onze respondenten hoger (universitair) onderwijs gevolgd. Dit is duidelijk te zien in onderstaande grafiek. Maar liefst 85% van onze respondenten heeft op zijn minst hoger onderwijs gevolgd.

Figuur 37: Opleidingsniveau

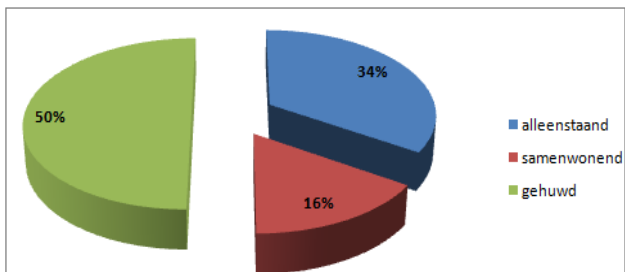


Bron: eigen verwerking

³⁹ De categorieën die gebruikt worden zijn afkomstig van www.randstad.be

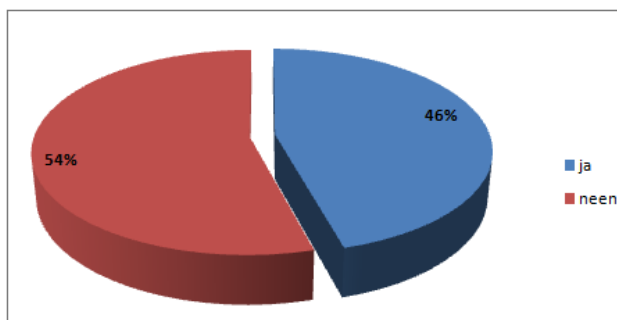
De gezinssituatie van onze ondervraagden kan in de volgende twee figuren voorgesteld worden en heeft verder weinig uitleg nodig.

Figuur 38: Gezinssituatie



Bron: eigen verwerking

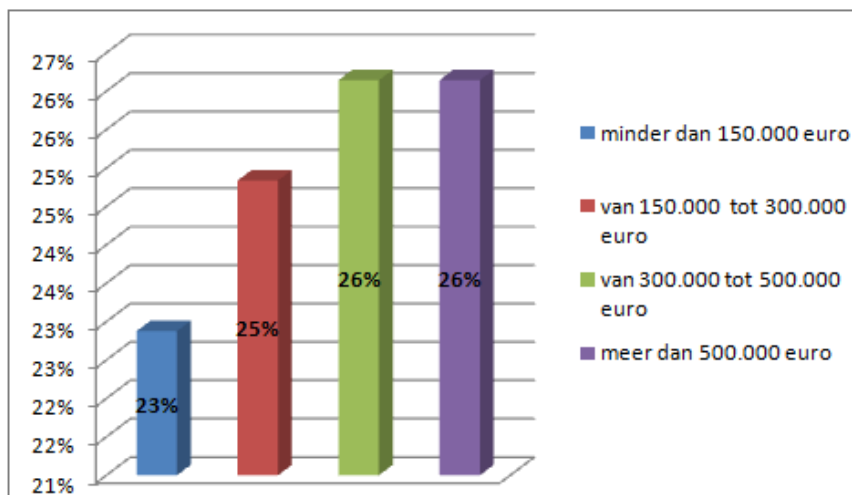
Figuur 39: Kinderen ten laste



Bron: eigen verwerking

Om het profiel van de respondent af te ronden stelden we nog drie vragen in verband met hun financiële situatie. De eerste vraag die we vroegen, had betrekking op de grootte van het onroerend vermogen. In onderstaande figuur is te zien dat 26% van de respondenten een onroerend vermogen heeft van meer dan €500.000 terwijl 23% een onroerend vermogen heeft van minder dan €150.000.

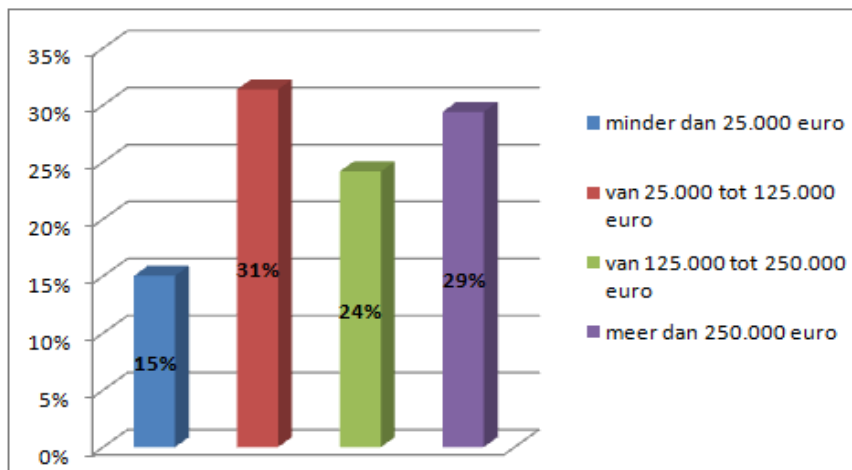
Figuur 40: Grootte van het onroerend vermogen



Bron: eigen verwerking

De tweede vraag peilde naar de omvang van de spaar- en beleggingstegoeden. Uit figuur 41 kunnen we concluderen dat 15% van onze ondervraagden minder dan €25.000 ter beschikking heeft. De grootste groep bevindt zich in de categorie van €25.000 tot €125.000. Hierin bevinden zich namelijk 31% van onze ondervraagden. De volgende twee categorieën bevatten respectievelijk 24% en 29%.

Figuur 41: Omvang van de beleggingsportefeuille

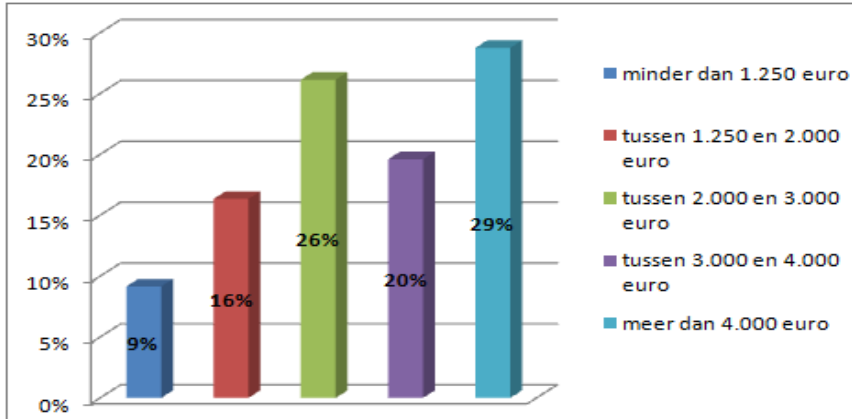


Bron: eigen verwerking

De laatste vraag die we stelden, met betrekking tot de financiële situatie, bevroeg naar de grootte van het maandelijks netto-inkomen. Omdat 50% van onze respondenten universitair onderwijs heeft gevolgd, mogen we verwachten dat het maandelijks netto-inkomen vrij hoog zal liggen. Onderstaande figuur bevestigt dit want als we de twee

hoogste categorieën optellen, verdient 49% van de respondenten meer dan €3.000 netto per maand. De overige verdeling tussen de categorieën kan u in figuur 42 zien.

Figuur 42: Maandelijks netto-inkomen

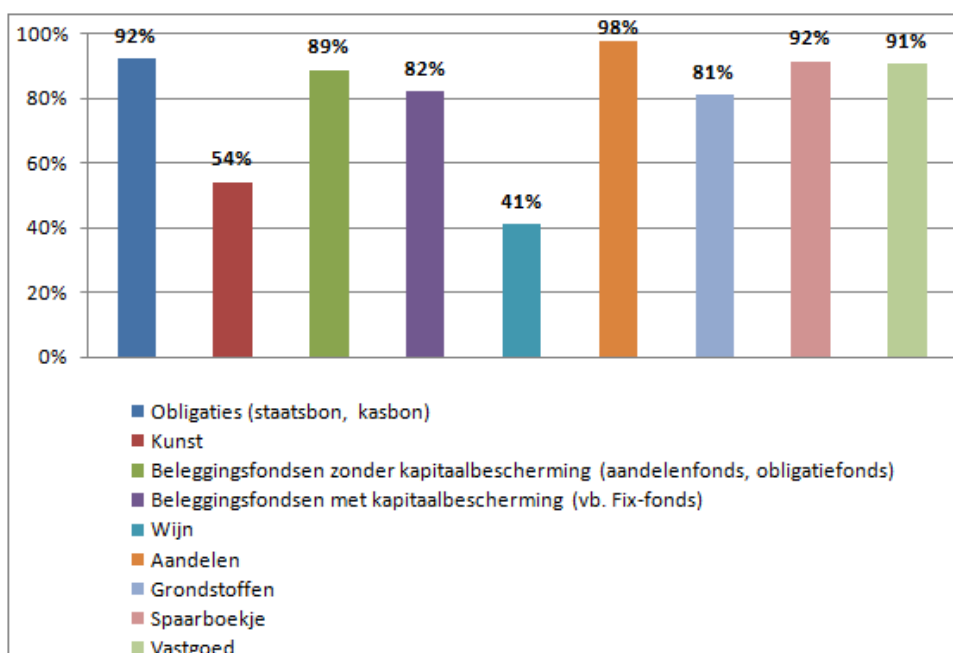


Bron: eigen verwerking

2 Waarin belegt de particuliere investeerder?

De particuliere investeerder belegt in verschillende financiële activa. Maar welke zijn de meest gekozen beleggingsvormen binnen onze steekproef? Het antwoord op voorgaande vraag bestaat uit twee delen. Ten eerste zullen we via vraag 10 achterhalen in welke mate verschillende beleggingen gekend zijn bij de particuliere investeerder. Ten tweede toetst vraag 11 in welke beleggingen de respondent reeds in het verleden heeft belegd.

Figuur 43: Frequentietabel vraag 10



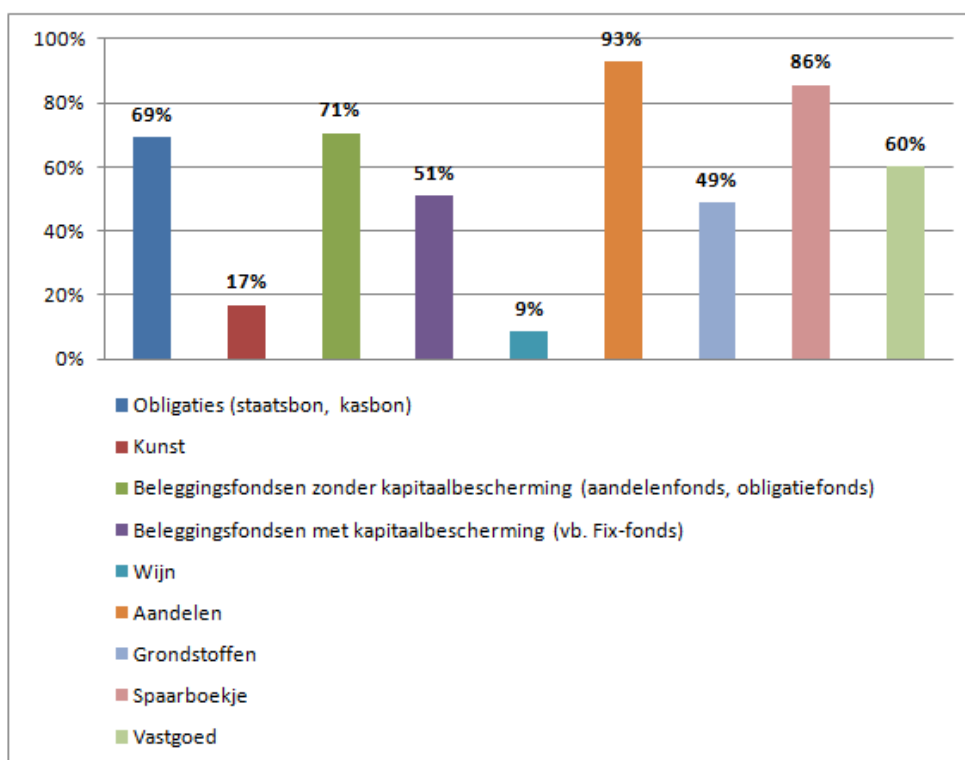
Bron: eigen verwerking

Indien we bovenstaande tabel analyseren, kunnen we vaststellen dat alle traditionele beleggingen zoals aandelen, obligaties en het spaarboekje door meer dan 90% van onze respondenten gekend zijn. Tevens zijn de beleggingsfondsen met en zonder kapitaalbescherming door meer dan 80% van onze respondenten geïdentificeerd als een beleggingsvorm. Binnen onze vier alternatieve beleggingen worden vastgoed en grondstoffen met respectievelijk 91% en 81% erkend als een belegging. Kunst en wijn zijn door de respondenten met respectievelijk 54% en 41% minder bekend als een product waarin men kan beleggen.

Nu we een overzicht hebben bekommen van de bekendheid van de verschillende beleggingen, bestuderen we in welke mate de particuliere investeerder reeds belegd

heeft in deze beleggingsvormen. Opmerkelijk is dat er voor vrijwel alle beleggingen een kloof bestaat tussen het "kennen" van een bepaalde belegging en het reeds belegd hebben in deze belegging. Enkel voor aandelen en het spaarboekje is deze kloof in mindere mate aanwezig. Het zijn voornamelijk de alternatieve beleggingen waarbij de kloof het grootst is. Hierdoor wordt duidelijk dat alternatieve beleggingen minder opgenomen worden in een beleggingsportefeuille in vergelijking met traditionele beleggingen.

Figuur 44: Frequentietabel vraag 11



Bron: eigen verwerking

Verder kunnen we uit figuur 44 besluiten dat vastgoed en grondstoffen de twee meest gehanteerde alternatieve beleggingen zijn met respectievelijk 60% en 49%. Slechts 17% van de respondenten heeft reeds in kunst belegd. Ten slotte zijn er slechts 9% van de respondenten die wijn in het verleden als beleggingsobject gekocht hebben.

2.1 Clustering

Op basis van de eerste negen vragen zullen we achterhalen welk type investeerder in de vier alternatieve beleggingen belegt. Aan de hand van kruistabellen tussen de eerste

negen vragen en vraag 11 kunnen we een profiel opstellen voor de typische kunst-, wijn-, grondstof- en vastgoedbelegger. We onderzoeken of er een relatie bestaat tussen de eerste negen vragen en vraag 11.

Voor de variabele **leeftijd, geslacht, beroep, opleidingsniveau** en **kinderen ten laste** bestaat er geen relatie met de verschillende beleggingscategorieën. Dit betekent bijvoorbeeld voor de variabele leeftijd dat elke leeftijdscategorie ongeveer evenveel vertegenwoordigd is in elke beleggingsvorm. Bovendien zijn de werkelijke waarden van elke leeftijdscategorie niet significant verschillend van de verwachte waarden.

Voor de overige variabelen zoals **het onroerend vermogen, de spaar- en beleggingstegoeden, het netto-inkomen en de gezinssituatie** bestaat er wel degelijk een verband met de diverse beleggingscategorieën. Om de analyse per variabele te verduidelijken, zullen we de analyse van het onroerend vermogen ten opzichte van de beleggingsvormen uitvoerig bespreken. De relatie tussen de beleggingsvormen en de andere variabelen wordt op een gelijkaardige manier geanalyseerd.

In werkelijkheid, geeft tabel 37 aan dat personen met een **onroerend vermogen** groter dan €500.000 meer in kunst, wijn en vastgoed investeren dan statistisch gezien verwacht wordt. Een belegging in grondstoffen blijkt in elke categorie van onroerend vermogen ongeveer evenveel vertegenwoordigd.

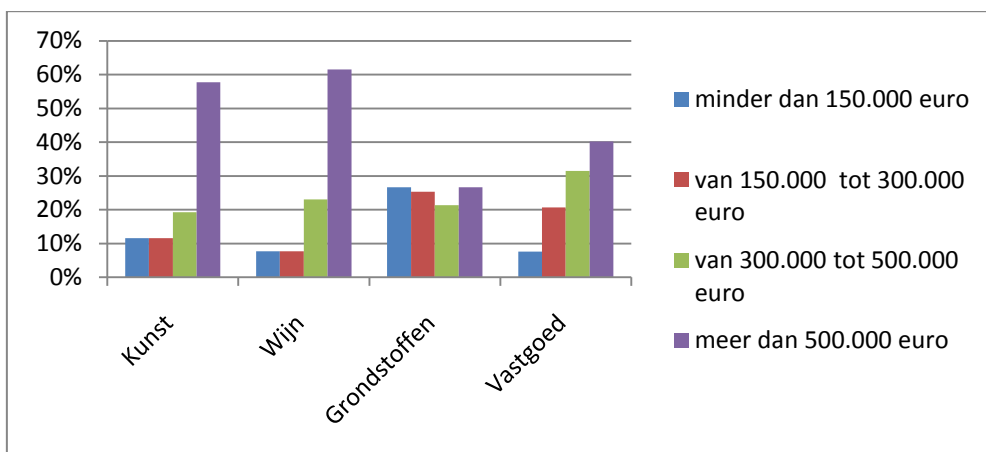
Tabel 37: Kruistabel grootte van het onroerend vermogen – alternatieve beleggingen

<div style="display: inline-block; width: 15px; height: 15px; background-color: #4F81BD; border: 1px solid black; margin-right: 5px;"></div> Werkelijke waarde	Totaal	Reeds belegd in:			
		Kunst	Wijn	Grondstoffen	Vastgoed
<div style="display: inline-block; width: 15px; height: 15px; background-color: #92D050; border: 1px solid black; margin-right: 5px;"></div> Verwachte waarde	153	26	13	75	92
		17,00%	8,50%	49,00%	60,10%
minder dan 150.000 euro	35	3	1	20	7
	22,90%				
		5	2	14	17
van 150.000 tot 300.000 euro	38	3	1	19	19
	24,80%				
		6	3	18	22
van 300.000 tot 500.000 euro	40	5	3	16	29
	26,10%				
		7	4	21	25
meer dan 500.000 euro	40	15	8	20	37
	26,10%				
		8	4	22	27

Bron: eigen verwerking

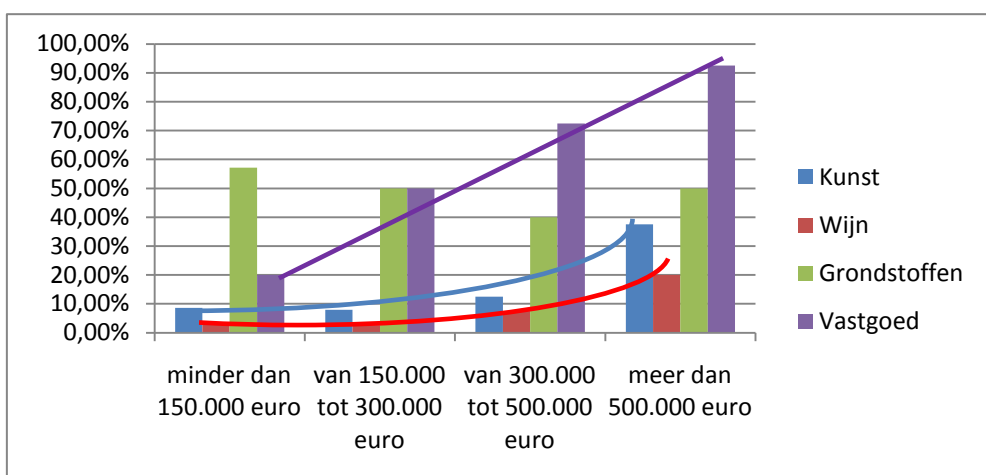
Bij het raadplegen van figuur 45 kunnen we eveneens besluiten dat respectievelijk 77%, 85% en 72% van de kunst-, wijn- en vastgoedbeleggers een onroerend vermogen heeft dat groter is dan €300.000. Figuur 46 geeft bovendien aan dat hoe groter het onroerend vermogen hoe groter de kans dat een particuliere investeerder belegt in kunst, wijn of vastgoed. De grootte van het onroerend vermogen geeft geen indicatie dat een investeerder meer of minder belegt in grondstoffen.

Figuur 45: Grootte van het onroerend vermogen - alternatieve beleggingen



Bron: eigen verwerking

Figuur 46: Alternatieve beleggingen - grootte van het onroerend vermogen



Bron: eigen verwerking

Via een aantal statistische toetsen beschreven in tabel 38 kunnen we nagaan of er wel degelijk een relatie bestaat tussen de grootte van het onroerend vermogen en de verschillende beleggingscategorieën. De eerste vraag die we moeten stellen is: bestaat er een betekenisvol verband tussen de twee variabelen? Deze vraag kunnen we beantwoorden door een Chi-kwadraat test uit te voeren. Opdat de Chi-kwadraat test geldig zou zijn, moet men eerst voldoen aan twee voorwaarden.

- Het aantal observaties moet groter zijn dan 50

- Het percentage van de cellen met een verwachte waarde kleiner dan 5 mag niet groter zijn dan 20%

Omdat aan beide voorwaarden voldaan werd, is de Chi-kwadraat test geldig. De Chi-kwadraat waarde van 38,83 is groter dan de kritische waarde (36,42) op 5% bij 24 vrijheidsgraden. De nulhypothese, die stelt dat er geen verband bestaat tussen beide variabelen, kunnen we zodoende verwerpen.

Tabel 38: Statistische toetsen op basis van alle 9 categorieën

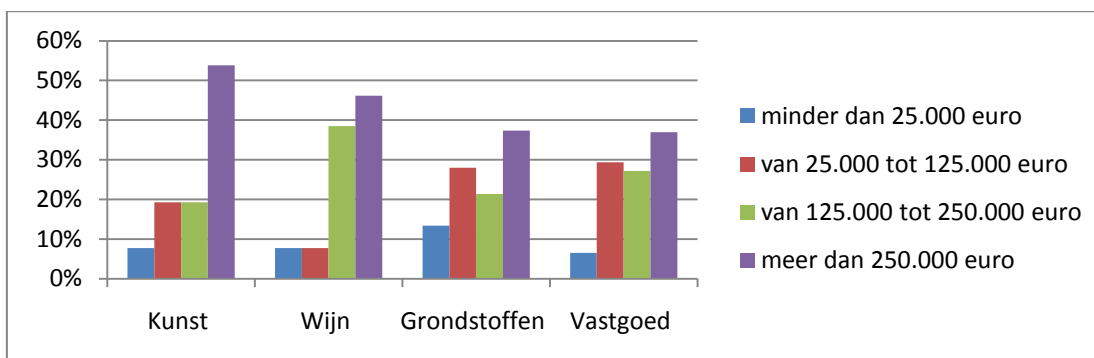
Chi-squared value	38,83869
Degrees of freedom	24
Cramér's V	0,129582
There is evidence of a relationship, significant at the 5% level.	
13,9% of cells have an expected value of less than 5.	

Bron: eigen verwerking

Vervolgens verifiëren we hoe sterk het verband is tussen beide variabelen. Dit testen we aan de hand van de Cramers V coëfficiënt. De Cramers V coëfficiënt kan een waarde aannemen tussen 0 en 1. Hoe dichter de waarde bij 1 ligt, hoe groter de associatie tussen beide categorische variabelen is. Een waarde van 0,13 duidt dus op een beperkte associatie tussen de grootte van het onroerend vermogen en de verschillende beleggingscategorieën. Er is een verband tussen beide variabelen maar dit verband is niet sterk.

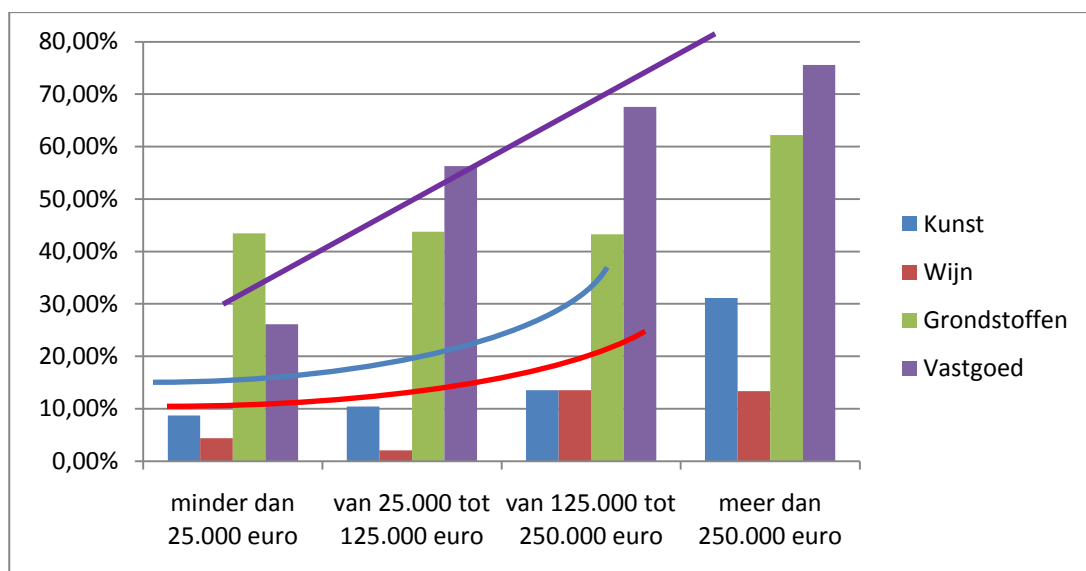
De hoeveelheid **spaar- en beleggingstegoeden** bepaalt ook voor een groot stuk of men al dan niet in alternatieve beleggingen investeert. De bijhorende kruistabel kan u terugvinden in bijlage 4.2. Uit figuur 47 kan men besluiten dat meer dan 50% van de respondenten, die beleggen in kunst, een vermogen heeft van meer dan €250.000. Verder heeft 82% van de wijnbeleggers spaar- en beleggingstegoeden groter dan €125.000. De meerderheid van vastgoed- en grondstofbeleggers zijn in het bezit van meer dan €25.000 spaar- en beleggingstegoeden. Bovendien geeft figuur 48 aan dat respondenten met spaar- en beleggingstegoeden groter dan €125.000 meer in kunst, wijn en vastgoed investeren dan respondenten met beperkte spaar- en beleggingstegoeden. Voor grondstofbeleggingen blijkt de grootte van de spaar- en beleggingstegoeden geen noemenswaardige impact te hebben op het investeren in grondstoffen want meer dan 40% van de respondenten uit elke groep investeert in grondstoffen.

Figuur 47: Spaar- en beleggingstegoeden – alternatieve beleggingen



Bron: eigen verwerking

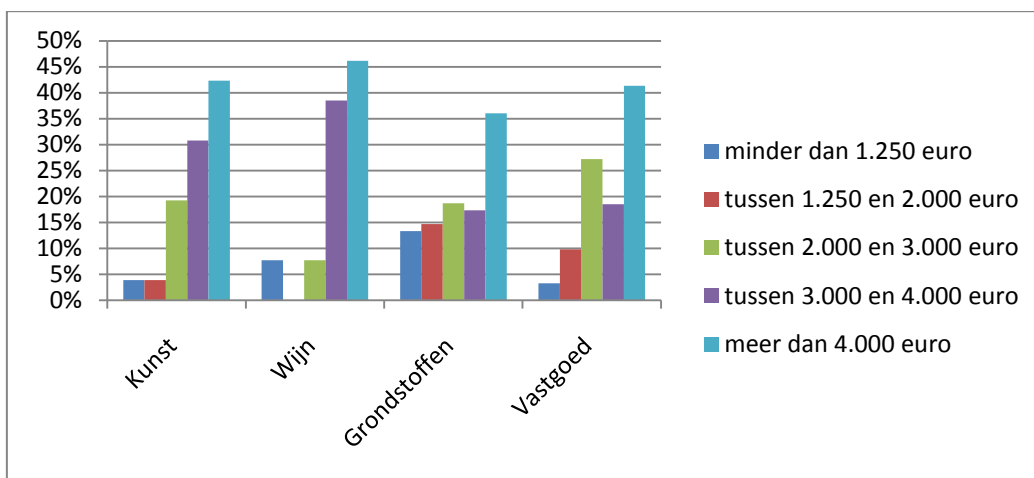
Figuur 48: Alternatieve beleggingen – spaar- en beleggingstegoeden



Bron: eigen verwerking

De grootte van het **netto-inkomen** beschrijft ook de typische alternatieve belegger. Respectievelijk 73% en 82% van de respondenten die in kunst en wijn investeren, ontvangen een netto-inkomen vanaf €3.000 per maand. De drempel om in vastgoed te investeren, blijkt lager te zijn. Ruim 87% van de respondenten die in vastgoed investeert, verwerft maandelijks een netto-inkomen van minstens €2.000.

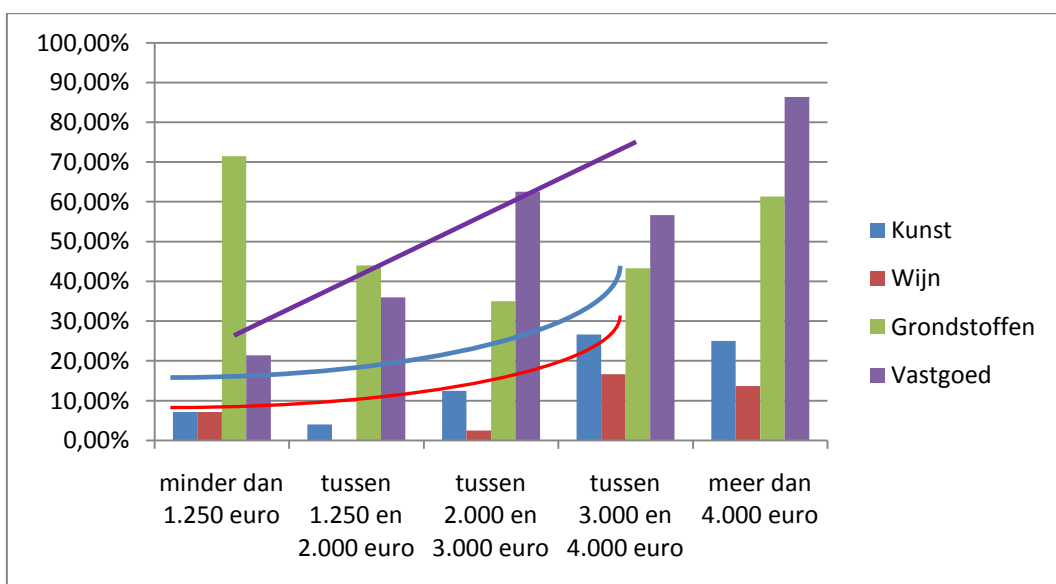
Figuur 49: Netto-inkomen – alternatieve beleggingen



Bron: eigen verwerking

Onderstaande figuur geeft tevens aan dat een groter netto-inkomen in meer kunst, wijn en vastgoedbeleggers resulteert. Een belegging in grondstoffen is in iedere categorie van netto-inkomen even populair. Minstens 35% van iedere netto-inkomen categorie investeert in grondstoffen.

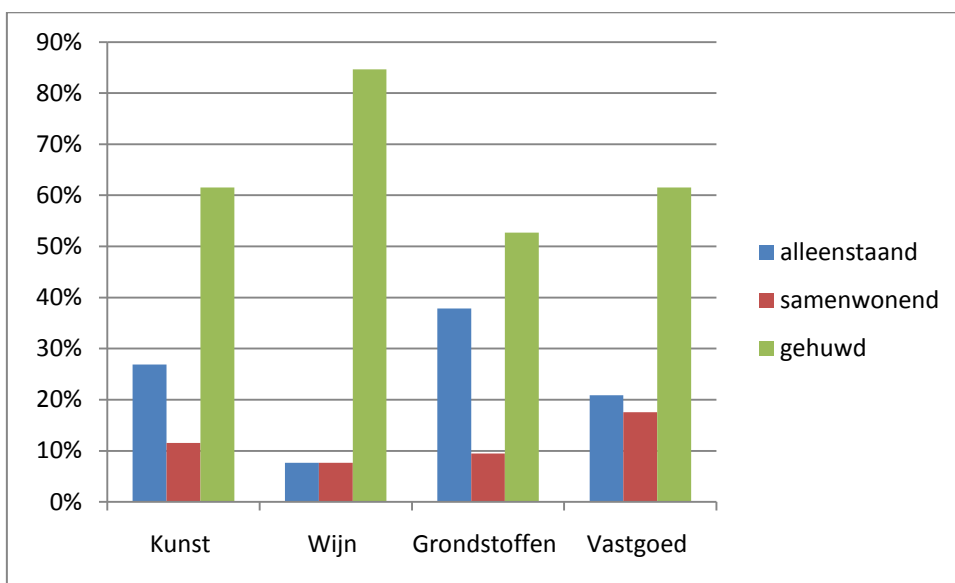
Figuur 50: Alternatieve beleggingen – netto inkomen



Bron: eigen verwerking

De **gezinssituatie** beïnvloedt ook voor een stuk of men één van de vier alternatieve beleggingen in een portefeuille opneemt. Meer dan 50% van alle investeerders, die beleggen in deze alternatieve producten, is gehuwd. Nochtans maken alleenstaanden een behoorlijk deel uit van de personen die investeren in wijn, grondstoffen en vastgoed met respectievelijk 27%, 38% en 21%. Indien we de kruistabel in bijlage 4.3 raadplegen, kunnen we besluiten dat er in werkelijkheid meer gehuwden in kunst, wijn en vastgoed beleggen dan statistisch gezien verwacht wordt.

Figuur 51: Alternatieve beleggingen - gezinssituatie



Bron: eigen verwerking

2.2 Profiel van de alternatieve belegger

Aan de hand van de profielvragen waarvoor een verband is gevonden met de vier alternatieve beleggingen kunnen we vervolgens een beschrijving geven van de typische alternatieve belegger. Bovendien kunnen variabelen zoals leeftijd en geslacht ook helpen om te profileren ondanks dat SNAP geen verband heeft gevonden met de verschillende beleggingscategorieën. Tabel 39 geeft aan dat 74% van de respondenten die in grondstoffen beleggen tussen de 18 en 49 jaar zijn. Ongeveer 77% van de vastgoedbeleggers heeft een leeftijd van 30 tot en met 59 jaar. De jongste en oudste leeftijdscategorieën vertegenwoordigen het minst aantal vastgoedbeleggers. Wijn- en kunstinvesteerders zijn in alle leeftijdscategorieën ongeveer evenveel aanwezig.

Tabel 39: Kruistabel leeftijd – grondstoffen en vastgoed

	tussen 18 en 29 jaar	tussen 30 en 39 jaar	tussen 40 en 49 jaar	tussen 50 en 59 jaar	60 jaar en ouder
Grondstoffen	29,3%	20,7%	24,0%	14,0%	12,0%
Vastgoed	8,7%	22,8%	29,3%	25,0%	14,1%

Bron: eigen verwerking

Zoals eerder vermeld, bestaat onze steekproef uit 86% mannen en 14% vrouwen. Hieruit kunnen we concluderen dat een belegger doorgaans een man is. Wijn en vastgoed benaderen de basispercentages ongeveer. In kunst wordt daarentegen door 9% meer vrouwen belegd dan statistisch gezien verwacht wordt. In grondstoffen investeren 6% meer mannen in vergelijking met het basispercentage.

Tabel 40: Kruistabel geslacht – alternatieve beleggingen

	Aantal	man	vrouw
Basis	153	86%	14%
Kunst	26	77%	23%
Wijn	13	85%	15%
Grondstoffen	75	92%	8%
Vastgoed	92	85%	15%

Bron: eigen verwerking

Nu we elke profielvraag geanalyseerd hebben, beogen we een beschrijving te geven van de personen die investeren in de vier alternatieve beleggingsvormen. Op basis van de steekproefanalyse kunnen we uitspraken doen voor de populatie van particuliere beleggers met een betrouwbaarheid van 78,5%.

De typische **kunstbelegger** is doorgaans een gehuwde persoon met een onroerend vermogen groter dan €500.000, is tevens in het bezit van spaar- en beleggingstegoeden van meer dan €250.000 en verdient een netto-inkomen vanaf €3.000 per maand.

Volgens deze enquête is het kenmerkend voor een **wijnbelegger** dat hij een gehuwde persoon is met een onroerend vermogen vanaf €500.000, spaar- en beleggingstegoeden heeft van meer dan €125.000 en een netto-inkomen ontvangt vanaf €3.000.

Een **grondstoffenbelegger** heeft geen eenduidig profiel. Hij is veelal tussen de 18 en 49 jaar. Hij investeert in grondstoffen ongeacht de grootte van het onroerend vermogen

en de grootte van de spaar- en beleggingstegoeden. Verder heeft het netto-inkomen geen invloed op het feit dat men al dan niet in grondstoffen investeert.

Een gehuwd persoon tussen de 30 en 59 jaar oud met een onroerend vermogen van meer dan €300.000, die tevens beschikt over spaar- en beleggingstegoeden groter dan €25.000 en bovendien maandelijks een netto-inkomen van minstens €2.000 ontvangt, is een kenmerkende beschrijving voor de gemiddelde **vastgoedbelegger**.

3 Hoe belegt de investeerder bij verschillende marktomstandigheden?

3.1 Gemiddelde van alle beleggingsvormen bij diverse marktomstandigheden

De samenstelling van een beleggingsportefeuille heeft een dynamisch karakter. In dit hoofdstuk zullen we achterhalen hoe de belegger zijn portefeuillesamenstelling wijzigt onder drie marktomstandigheden.

We vroegen de belegger telkens een portefeuille samen te stellen met verschillende objecten. Deze objecten waren:

- Obligaties
- Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming
- Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming
- Aandelen
- Spaarboekje
- Grondstoffen
- Kunst
- Vastgoed
- Wijn
- Andere

De respondent diende een percentage in te vullen per object naargelang het gewicht dat hij of zij aan dit object wilde geven in de portefeuille. Dit diende hij of zij te doen voor drie marktomstandigheden. De drie marktomstandigheden waren:

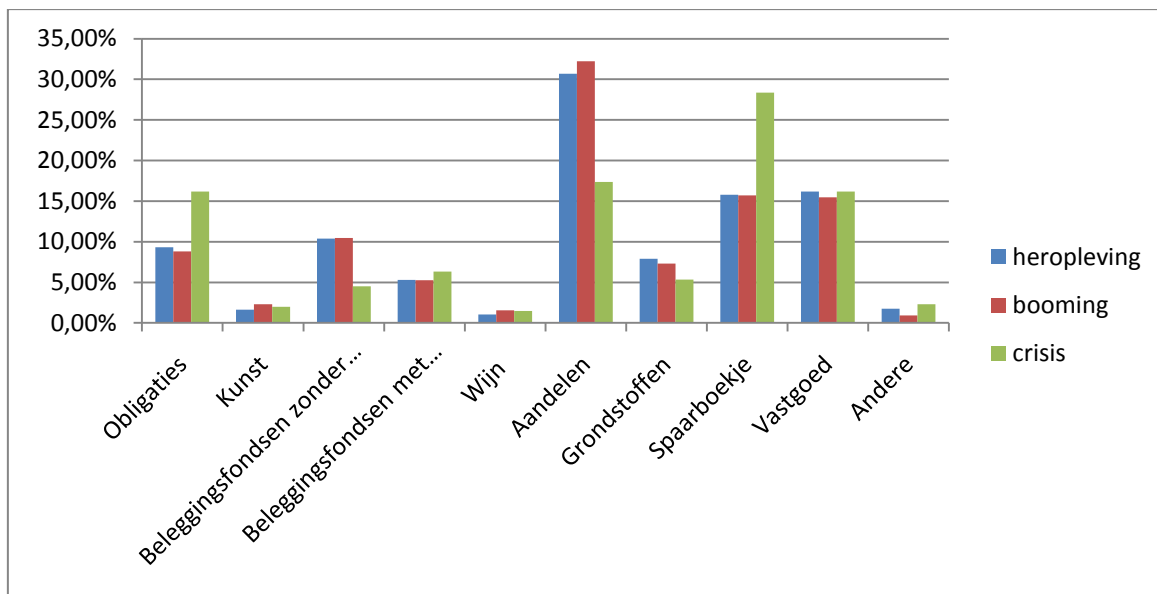
- Heropleving van de markt na een recessie
- Booming van de markt
- Crisis

Verdere uitleg van de verschillende marktomstandigheden kan u vinden bij vragen 12, 13 en 14 van de enquête in bijlage 4.

Figuur 52 geeft het gemiddelde gewicht weer dat onze ondervraagden gaven aan de diverse beleggingsvormen. Zoals verwacht bezitten kunst, wijn en grondstoffen geen groot gewicht in de portefeuille van een belegger. Vastgoed daarentegen is gemiddeld

voor meer dan 15% vertegenwoordigd in de beleggingsportefeuille van onze ondervraagden.

Figuur 52: De beleggingsvormen onder de verschillende marktomstandigheden



Bron: eigen verwerking

Figuur 52 kan ons van opmerkelijke vaststellingen voorzien. Als je de klassieke beleggingsvormen (obligaties, beleggingsfondsen met of zonder kapitaalbescherming, aandelen en spaarboekje) met elkaar vergelijkt, kan je deze in twee groepen verdelen.

De ene groep bevat **obligaties, beleggingsfondsen met kapitaalbescherming en het spaarboekje**. Deze beleggingsvormen zijn minder risicovol. In figuur 52 is duidelijk te zien dat deze groep het meeste gewicht krijgt toegekend in tijden van crisis. In perioden van expansieve groei is deze groep het minst interessant voor onze respondenten.

De tweede groep bevat **aandelen en beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming**. Deze beleggingsvormen zijn risicovoller dan de eerste groep. In figuur 52 kan je nu net het omgekeerde zien. In crisistijd is deze groep duidelijk minder vertegenwoordigd in de beleggingsportefeuille van de belegger. Als de conjunctuur zich in een expansieve fase bevindt, stijgt het gewicht dat de belegger aan deze beleggingsvormen geeft.

We kunnen dus concluderen dat in tijden van crisis de belegger op zoek gaat naar minder risicovolle beleggingsvormen. Men geeft dan het meeste gewicht aan objecten uit groep

1 en het minste gewicht aan objecten uit groep 2. In tijden van booming kiest de belegger juist voor meer risico. Men geeft dan het meeste gewicht aan objecten uit groep 2 en het minste gewicht aan objecten uit groep 1.

De vier alternatieve beleggingsvormen (kunst, wijn, grondstoffen en vastgoed) zijn minder gemakkelijk in groepjes te plaatsen.

Kunst en wijn vertonen hetzelfde patroon onder de drie marktomstandigheden. In tijden van heropleving scoren kunst en wijn het laagst. In crisistijden geeft de belegger iets meer gewicht aan deze beleggingsvormen. Nochtans zal de belegger het meest in kunst en wijn investeren tijdens een booming.

Aan **grondstoffen** geven onze respondenten het minste gewicht tijdens een crisis en het meeste gewicht tijdens een heropleving.

Vastgoed blijkt de meest gekozen alternatieve belegging te zijn. In figuur 52 kan je zien dat er weinig verschil is tussen de drie marktomstandigheden wat betreft het gewicht van vastgoed in de beleggingsportefeuille. In tijden van booming geeft de belegger het minste gewicht aan vastgoed. Tijdens een heropleving en een crisis is het gewicht nagenoeg gelijk.

3.2 Gewicht van de alternatieve beleggingsvormen in de portefeuille

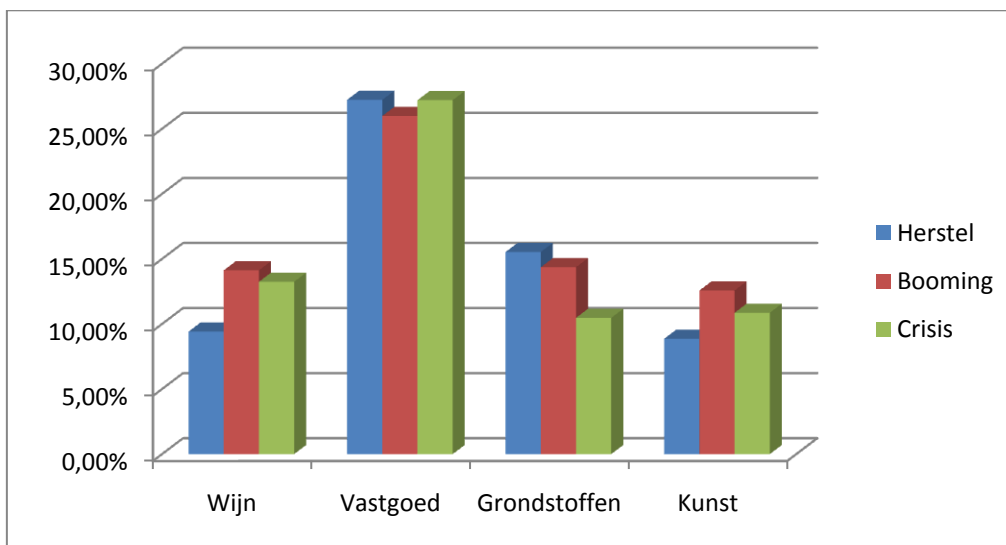
Om een beter beeld te vormen van het gewicht van de alternatieve beleggingsvormen in de portefeuille van een belegger dienen we de data te filteren. We verwijderen alle cases waarin onder geen enkele van de drie marktomstandigheden in bijvoorbeeld wijn wordt geïnvesteerd. Dit doen we ook voor kunst, grondstoffen en vastgoed. We houden dan het volgende aantal cases over:

- Grondstoffen: 78
- Kunst: 28
- Vastgoed: 91
- Wijn: 17

Hieruit kunnen we concluderen dat vastgoed de populairste alternatieve belegging van onze respondenten is. Van elk van deze cases gaan we nu het gemiddelde gewicht berekenen om een beter beeld te krijgen van de omvang van deze alternatieve beleggingsvormen.

Figuur 53 geeft het procentuele gewicht van een bepaalde beleggingsvorm in de portefeuille weer. **Kunst en wijn** hebben een gewicht van 9% - 13% in de beleggingsportefeuille. **Grondstoffen** vertegenwoordigen 10% - 15% van de portefeuille van onze respondenten. **Vastgoed** blijkt het grootste gewicht te hebben, namelijk 26% - 27%. We kunnen dus besluiten dat vastgoed niet alleen in absolute getallen het meest populair is maar ook dat vastgoed procentueel gezien de grootste van de vier alternatieve beleggingsvormen is.

Figuur 53: Alternatieve beleggingen bij verschillende marktomstandigheden

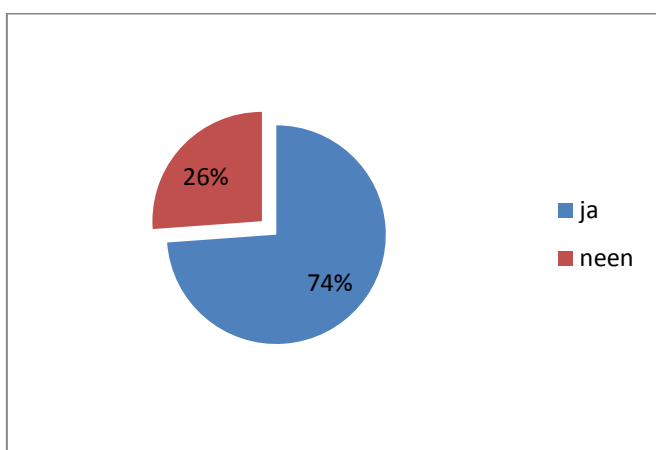


Bron: eigen verwerking

4 Waarom opteert een particuliere investeerder voor alternatieve beleggingen?

Allereerst zullen we in onze steekproef de verdeling van de respondenten bekijken die reeds in alternatieve beleggingen geïnvesteerd hebben. Figuur 54 geeft aan dat 113 respondenten of 74% reeds geïnvesteerd heeft in alternatieve beleggingen.

Figuur 54: Wel of niet geïnvesteerd in alternatieve beleggingen?



Bron: eigen verwerking

We weten nu dat ongeveer 74% van de respondenten alternatieve beleggingen in het verleden opgenomen hebben in hun portefeuille. Maar wat zijn de redenen waarom een belegger opteert voor de opname van alternatieve producten in zijn portefeuille? We hebben deze 113 respondenten in vraag 16 gevraagd wat hun aanzet is tot investeren in deze alternatieve beleggingen. Tabel 41 geeft een overzicht van de antwoordmogelijkheden. De respondenten mochten maximaal drie antwoorden aanduiden en dit in volgorde van belangrijkheid.

Tabel 41: Antwoordmogelijkheden vraag 16

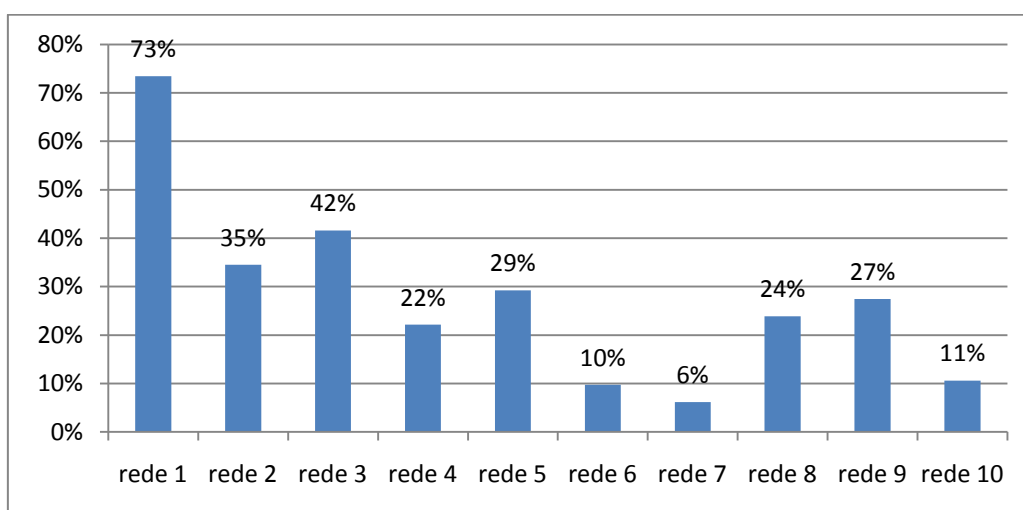
De voornaamste reden(en) waarom ik in alternatieve beleggingen	
Reden:	(grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst) investeer is/zijn omdat:
1	ik een gediversifieerde portefeuille wil aanhouden.
2	ik een hogere return wil behalen.
3	ik mij wil indekken tegen de inflatie.
4	ik mij wil indekken tegen een financiële crisis.
5	het spaarboekje te weinig opbrengt.

6	obligaties te weinig opbrengen.
7	investeren in aandelen een te groot risico is.
8	ik een tastbaar activa in handen wil hebben in plaats van een waardepapier.
9	alternatieve beleggingen beter hun waarde behouden tijdens een recessie.
10	andere reden:

Bron: eigen verwerking

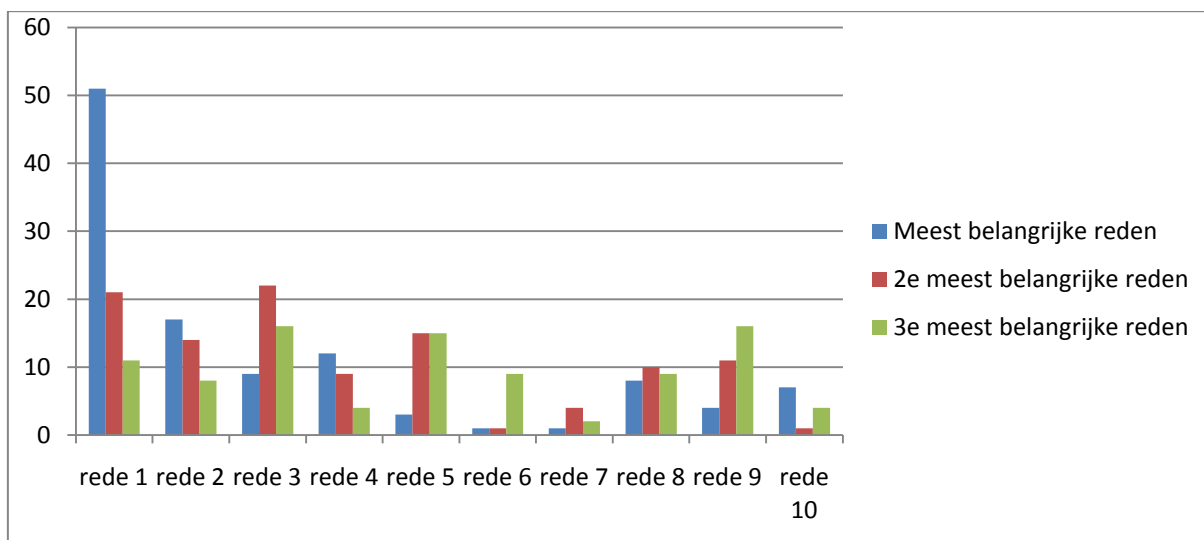
Figuur 55 geeft het aantal keren weer dat deze redenen werden aangehaald als argumentatie voor het investeren in alternatieve beleggingen. De frequentie van elke beweegreden is telkens de som van het aantal keren dat de reden werd beantwoord met 1 (meest belangrijke reden), 2 en 3. Opmerkelijk is dat 73% van de respondenten, die reeds geïnvesteerd hebben in alternatieve beleggingen, diversificatie als meest gekozen antwoord naar voren bracht. Daarenboven wordt diversificatie van een portefeuille door 45% aangehaald als het meest belangrijke argument. Het indekken tegen inflatie, het behalen van een hogere return, de minimale opbrengst van het spaarboekje en het feit dat alternatieve beleggingen beter hun waarde behouden tijdens een recessie, vervolledigen de top vijf van de meest aangehaalde beweegredenen voor het investeren in alternatieve beleggingen. Niet onbelangrijk is dat twaalf respondenten andere redenen naar voren brachten waarom zij investeren in alternatieve beleggingen. Het bezitten van een wijnkelder, het aanschouwen van kunstobjecten en het woningplezier wordt eveneens door vijf respondenten beschouwd als een onderdeel van het rendement. Twee respondenten deelden mee dat een portefeuille met verschillende activa ervoor zorgt dat het rendement van een portefeuille stabiel en minder volatiel is.

Figuur 55: Beweegredenen voor het investeren in alternatieve beleggingsvormen



Bron: eigen verwerking

Figuur 56: Beweegredenen in volgorde van belangrijkheid



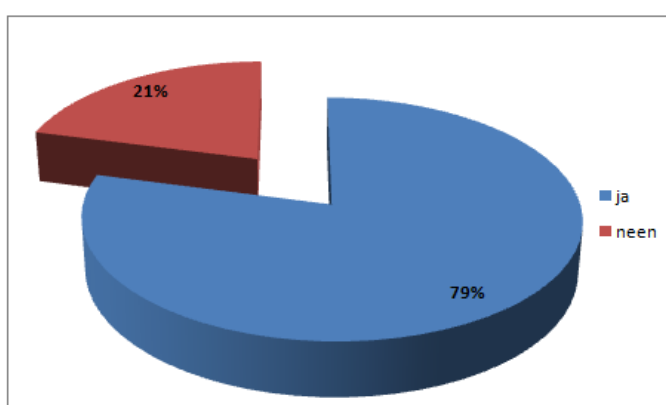
Bron: eigen verwerking

Vervolgens kunnen we onze analyse vergelijken met onderzoeken gedaan door Morningstar and Barrons (2009) en JPMorgan (2008). Deze onderzoeken hebben betrekking op de perceptie die institutionele investeerders hebben over het investeren in alternatieve beleggingen. De beweegredenen die institutionele investeerders aanhalen, zijn gelijkaardig met deze van onze enquête. Het diversifiëren van een portefeuille door de opname van alternatieve beleggingen wordt door ongeveer 80% van de institutionele investeerders aangehaald. Vijftig procent van de institutionele investeerders vindt het rendement, dat te verdienen is met het beleggen in alternatieve beleggingen, aantrekkelijk. Aanvullend maken de diverse investeringstechnieken zoals arbitrage en shorting sommige alternatieve beleggingen zoals hedge funds en grondstoffen attractief (Morningstar and Barrons, 2009).

5 Wat zijn de redenen waarom men niet wil investeren in alternatieve beleggingen?

In vraag 17 van de enquête vroegen we aan onze respondenten of ze bereid zijn om in de toekomst te investeren in alternatieve beleggingsvormen. In onderstaand taartdiagram is te zien dat de grote meerderheid een alternatieve belegging in de toekomst overweegt. Liefst 121 van onze 153 respondenten zal in de toekomst een investering in alternatieve beleggingsvormen overwegen. Dit komt neer op 79%.

Figuur 57: Procentuele verdeling vraag 17



Bron: eigen verwerking

De redenen waarom een investeerder opteert voort alternatieve beleggingen zijn in hoofdstuk 4 besproken. In dit hoofdstuk zijn we vooral geïnteresseerd in de redenen waarom men hierin niet wil investeren. We hebben 32 respondenten, die niet in alternatieve beleggingen willen investeren, gevraagd waarom ze dit niet willen. De antwoordmogelijkheden kan u vinden in tabel 42. Deze respondenten mochten maximaal drie motieven aanduiden en dienden deze te rangschikken in volgorde van belangrijkheid.

Tabel 42: Antwoordmogelijkheden vraag 19

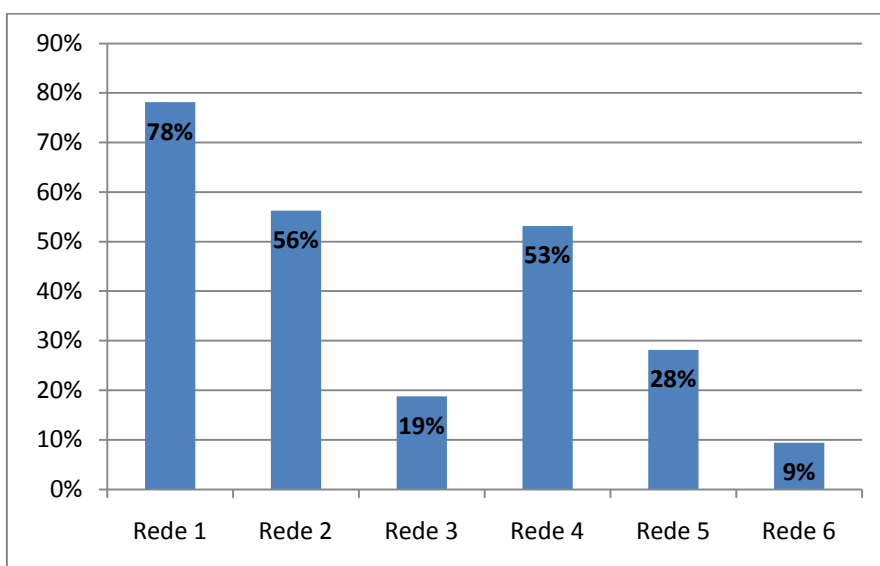
Reden	Waarom wil u niet investeren in alternatieve beleggingen?
1	Ik heb te weinig kennis om doordacht te kunnen investeren in deze beleggingen.
2	Ze vormen een te groot risico om te investeren.
3	Ze brengen een te laag rendement op in vergelijking met traditionele investeringen.

-
- 4** Ik blijf in traditionele beleggingen investeren omdat ik hier vertrouwd mee ben.
 - 5** Er bestaat geen instantie of financiële instelling die mij de mogelijkheid biedt om te investeren in deze beleggingen.
 - 6** Andere reden:
-

Bron: eigen verwerking

In onderstaande grafiek wordt duidelijk dat 78% van de respondenten, die niet in alternatieve beleggingsvormen wensen te investeren, dit niet doen omdat ze er te weinig kennis van hebben. Respectievelijk 56% en 53% wil niet investeren omdat ze het een te groot risico vinden of omdat ze meer vertrouwd zijn met traditionele beleggingen.

Figuur 58: Redenen tegen alternatieve beleggingen



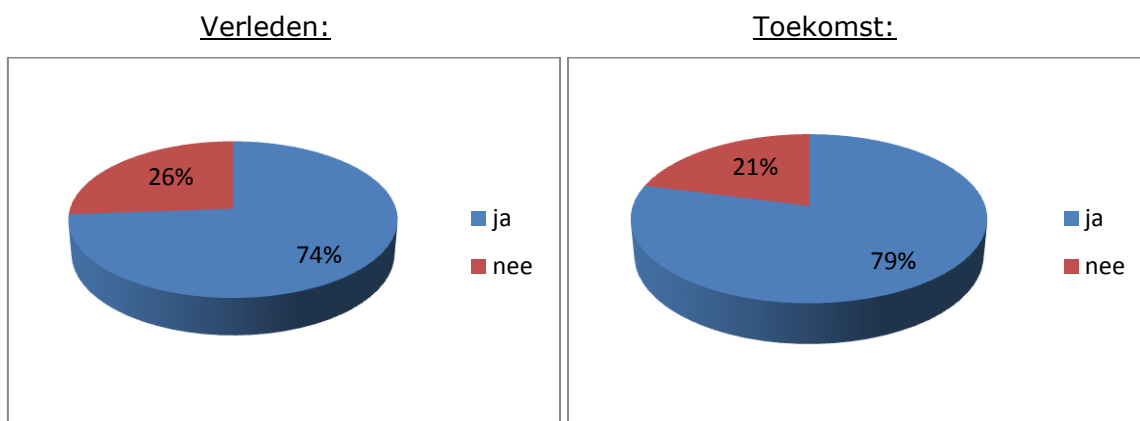
Bron: eigen verwerking

We kunnen dus concluderen dat kennis van grote invloed is op het al dan niet investeren in deze vier alternatieve beleggingsvormen.

6 Investerings in het verleden vergelijken met de toekomst.

Om de toekomstige bereidheid naar het investeren in alternatieve beleggingen te toetsen, hebben we onze respondenten vraag 17 gesteld: *Bent u in de toekomst bereid om te investeren in alternatieve beleggingen (grondstoffen, vastgoed, wijn en/of kunst)?* Ruim 79% van de respondenten is in de toekomst bereid om te investeren in ten minste één van deze alternatieve beleggingen. Indien we dit vergelijken met de eerder beschreven resultaten uit vraag 15, merken we op dat de bereidheid tot investeren in alternatieve beleggingen met 5% is gestegen. Deze 5% stijging is te wijten aan twee groepen respondenten. De eerste groep bestaat uit veertien respondenten die in het verleden niet geïnvesteerd hebben in alternatieven maar wel bereid zijn om dit te doen in de toekomst. De tweede groep omvat zes personen die in het verleden geïnvesteerd hebben in de alternatieve beleggingen maar in de toekomst niet gewillig zijn om hierin te investeren. Tabel 43 toont alle combinaties met bijhorende frequenties.

Figuur 59: Frequentiefiguur vraag 15 en vraag 17



Bron: eigen verwerking

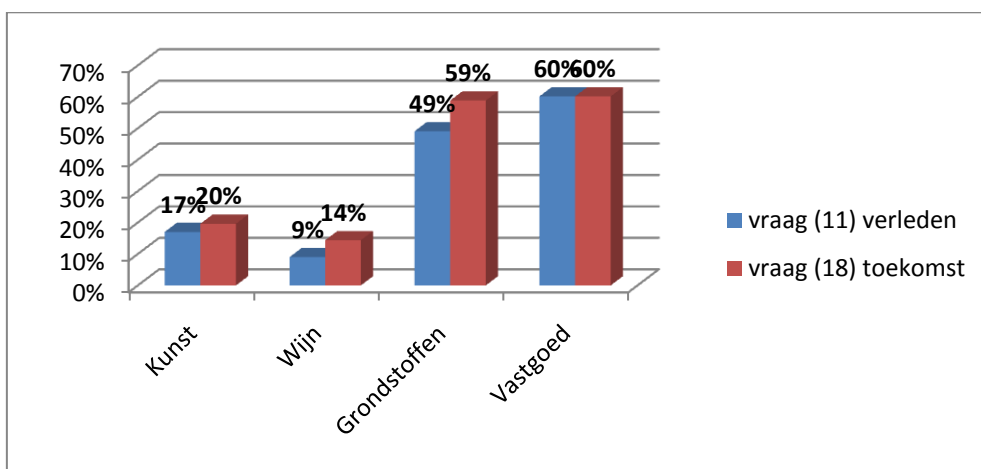
Tabel 43: Combinaties vraag 15 en vraag 17

Groep	Vraag 15	Vraag 17	Frequentie
(1)	ja	ja	107
(2)	nee	nee	26
(3)	ja	nee	6
(4)	nee	ja	14

Bron: eigen verwerking

Vervolgens verrichten we onze analyse per alternatieve belegging. Om de beleggingen in het verleden te vergelijken met de toekomst zullen we de antwoorden op vraag 11 en vraag 18 analyseren. In figuur 60 zien we dat er meer respondenten zijn die hun beleggingstegoeden in de toekomst zullen aanwenden om investeringen in wijn, kunst en grondstoffen aan te gaan in tegenstelling tot vroeger. In onze steekproef zijn er evenveel investeerders die een toekomstige vastgoedbelegging willen aangaan in vergelijking met het verleden.

Figuur 60: Frequentie vraag 11 en vraag 18



Bron: eigen verwerking

Bij het verwerken van vraag 20, die naar het investeringsklimaat van de vier beleggingsvormen binnen vijf jaar polst, kunnen we een aantal zaken vaststellen. Grondstoffen en aandelen blijken binnen 5 jaar volgens onze ondervraagden, een zeer gunstig investeringsklimaat te bezitten. Bovendien zal een belegging in vastgoed binnen 5 jaar nog steeds aantrekkelijk zijn. Een belegging in wijn, kunst en obligaties wordt binnen de 5 jaar als een matige tot slechte belegging beschouwd. Tot slot is de helft van onze ondervraagden in de nabije toekomst niet overtuigd van een belegging in het spaarboekje. Tabel 44 geeft een overzicht van deze bevindingen. Hoe lager het gemiddelde, hoe positiever de ondervraagden het investeringsklimaat van een bepaalde belegging inzien.

Tabel 44: Toekomstverwachting investeringsklimaat van de beleggingsvormen

	zeer (=1)	goed (=2)	goed (=3)	matig (=4)	slecht (=5)	zeer (=5)	slecht	Gemid- delde
Aandelen	11%		51%	30%	7%	1%		2,36
Obligaties	3%		18%	50%	24%	6%		3,12
Spaar- boekje	1%		11%	38%	39%	11%		3,46
Vastgoed	10%		37%	38%	12%	3%		2,61
Grondstof fen	18%		51%	23%	8%	0%		2,20
Wijn	3%		13%	45%	33%	7%		3,27
Kunst	3%		20%	43%	29%	6%		3,16

Bron: eigen verwerking

Vervolgens analyseren we vraag 20 in combinatie met vraag 17. De vraag die we ons kunnen stellen is de volgende: zullen respondenten in de toekomst willen investeren in alternatieve beleggingen omdat ze het investeringsklimaat van deze beleggingen in de toekomst rooskleurig inschatten? Met andere woorden verwachten respondenten die vraag 17 beantwoorden met "ja" een positiever investeringsklimaat in vergelijking met de respondenten die in de toekomst niet in alternatieve beleggingen willen investeren?

Bij het raadplegen van tabel 45 merken we op dat de respondenten die toekomstige alternatieve investeringen willen aangaan, het investeringsklimaat van deze beleggingen in de toekomst positiever inzien. Maar zijn de gemiddelden tussen de "ja" en de "nee" groep statistisch significant verschillend van elkaar? Om dit te testen zullen we een hypothesetoets uitvoeren. Hieruit blijkt dat de gemiddelden van de groepen voor een belegging in grondstoffen, wijn en kunst significant van elkaar verschillen op 5% significantieniveau. Enkel voor het toekomstig investeringsklimaat van vastgoed zijn de groepen niet significant verschillend op 5%. Bijgevolg kunnen we besluiten dat respondenten die vraag 17 beantwoorden met "ja" een significant verschillende mening op nahouden betreffende het investeringsklimaat van grondstoffen, wijn en kunst in vergelijking met personen die in de toekomst niet zullen opteren voor deze alternatieve beleggingen. Het al dan niet bereid zijn om toekomstige alternatieve investeringen te doen, hangt dus af van de perceptie over het toekomstige investeringsklimaat. Doch zal de toekomstige bereidheid van het investeren in alternatieve beleggingen ook afhankelijk zijn van andere redenen, die bijvoorbeeld vermeld zijn in hoofdstuk 4: redenen waarom een particuliere investeerder opteert voor alternatieve beleggingen.

Tabel 45: Gemiddelde vraag 20 per groep

		Vastgoed	Grondstoffen	Wijn	Kunst
“Nee” op vraag 17	gemiddelde (X1)	2,6875	2,40625	3,5	3,5
#: 32	variantie(V1)	0,673387	0,507056	0,387097	0,774194
“ja” op vraag 17	gemiddelde(X2)	2,595041	2,14876	3,214876	3,07438
#: 121	variantie(V2)	0,926309	0,727686	0,836777	0,786088
t-statistiek		0,634088	2,311317	2,786593	2,756719
kritische waarde op 5%	1,96	Aanvaard H_0		Verwerp H_0	

Bron: eigen verwerking

Als we SNAP een clusteranalyse laten uitvoeren op basis van de antwoorden van vraag 20, bekomen we in tabel 46 vijf verschillende clusters. Respondenten die behoren tot cluster 1 zien het investeringsklimaat van aandelen, obligaties, vastgoed en grondstoffen positief in. Cluster 2 bevat respondenten die hetzelfde verwachten als cluster 1 behalve dat het investeringsklimaat van wijn en kunst als slecht aanzien wordt. De andere clusters kunnen op een gelijkaardige manier geïnterpreteerd worden. Indien we in tabel 47 de F-waarden vergelijken met de kritische waarde (3,25) op 5% significantieniveau, kunnen we afleiden dat de bekomen clusters voldoende homogeniteit bezitten binnen de clusters en tegelijkertijd verschillen met andere clusters. Indien we onderzoeken welk type personen in deze clusters zitten, vindt SNAP geen enkel significant verband tussen deze clusteranalyse en de negen profielvragen. Het opstellen van kruistabellen tussen de negen profielvragen en deze vijf clusters kan ons eveneens van geen beschrijving per cluster voorzien. Elke cluster bevat dus respondenten met verschillende karakteristieken. Een profiel opstellen per cluster is zodoende uitgesloten.

Tabel 46: Clusteranalyse vraag 20

Cluster		1	2	3	4	5
Label		(Cluster 1)	(Cluster 2)	(Cluster 3)	(Cluster 4)	(Cluster 5)
Final Centre	Aandelen	goed	goed	matig	matig	matig
	Obligaties	goed	matig	slecht	matig	matig
	Spaarboekje	matig	matig	slecht	matig	matig
	Vastgoed	goed	goed	matig	goed	matig
	Grondstoffen	goed	goed	goed	matig	matig
	Wijn	matig	slecht	matig	matig	slecht
	Kunst	matig	slecht	matig	goed	slecht
Counts		38	35	41	21	18

Bron: eigen verwerking

Tabel 47: F-waarden clusteranalyse

		Between Clusters		Within Cluster		F-Value
		Mean Square	Degrees of Freedom	Mean Square	Degrees of Freedom	
Question	Aandelen	15,71613	4	0,585769	148	26,82991
	Obligaties	11,91519	4	0,692191	148	17,21372
	Spaarboekje	5,703464	4	0,849166	148	6,716551
	Vastgoed	11,78833	4	0,700442	148	16,82984
	Grondstoffen	12,58912	4	0,651427	148	19,32544
	Wijn	19,56524	4	0,497851	148	39,29936
	Kunst	20,72518	4	0,447744	148	46,288

Bron: eigen verwerking

D Besluiten

Na het voltooien van de literatuurstudie en ons praktijkonderzoek zijn er een aantal opmerkelijke bevindingen die we in de volgende alinea's nader willen belichten. Deze bevindingen kunnen evenwel niet veralgemeend worden tot de volledige populatie van beleggers, maar desondanks zijn de inzichten die we hebben opgedaan op zijn minst interessant te noemen.

1 Conclusies grondstoffen

In de literatuurstudie en ons praktijkonderzoek zijn een aantal strategische beweegredenen voor het investeren in grondstoffen aangehaald. Een aantrekkelijke return, decorrelatie met traditionele beleggingen en hedge tegen zowel de inflatie als de conjunctuurcyclus zouden een particuliere belegger kunnen aanzetten tot een opname van deze activaklasse in zijn portefeuille.

Participeren in de grondstoffenmarkt kan op verschillende manieren gebeuren. Als je gebruik wil maken van futures, managed futures, ETF's of certificaten dien je rekening te houden met de termijnstructuur. Zo zorgt een contango termijnstructuur namelijk voor een negatief rolrendement. Bovendien is de structuur van deze financiële producten nogal complex waardoor onze geïnterviewden meer eenvoudige producten voorstellen zoals bijvoorbeeld grondstofaandelen of een directe investering. Daarenboven zal een particuliere investeerder over een basiskennis van de financiële producten moeten beschikken en notie van de macro-economische fundamenten moeten hebben om weloverwogen en adequaat te beleggen in grondstoffen.

Uit onze enquête blijkt dat 49% van onze respondenten reeds in het verleden belegd heeft in grondstoffen. Bovendien geeft 59% van diezelfde respondenten aan dat ze bereid zijn om grondstoffen in de toekomst op te nemen in hun portefeuille. De enquête kon helaas geen eenduidig profiel opstellen van de gemiddelde grondstoffenbelegger. Een belegging in grondstoffen blijkt zonder meer voor iedereen toegankelijk ongeacht de grootte van het onroerend vermogen, de spaar- en beleggingstegoeden en het netto-inkomen.

De financiële crisis heeft een enorme impact veroorzaakt op de grondstoffenmarkt. Er was tegelijkertijd zowel een leegloop van investeringen in grondstoffenindices als een forse koersdaling van de grondstofaandelen. Desondanks zal, naar mening van onze

geïnterviewden, een beperkt aanbod in combinatie met een stijgende vraag vanuit de groeilanden zorgen voor de handhaving van de huidige stierenmarkt. Bovendien bevestigt ons de analyse van de enquête dat maar liefst 68% van onze respondenten het toekomstig investeringsklimaat als "goed" bestempelt. Een belegging in grondstoffen kan dan ook op dit ogenblik omwille van de rooskleurige toekomstverwachting van de marktdeelnemers verantwoord zijn om op te nemen in een portefeuille.

2 Conclusies vastgoed

“De Belg wordt met een baksteen in de maag geboren”, luidt het spreekwoord. Er zijn dan ook een aantal voordelen verbonden met een investering in vastgoed. Vastgoed kan niet alleen een aantrekkelijke return opleveren, het kan ook zorgen voor een diversificatie-effect en een hedge tegen inflatie.

Toch mag een belegger niet te optimistisch zijn over een vastgoedinvestering. Zo zijn er een aantal risico's aan verbonden waarmee rekening moet worden gehouden. Als verhuurder kan je te maken hebben met wantbetalers, met leegstand of met extra renovatiekosten. Ook bestaat het gevaar dat een bepaalde regio in aantrekkelijkheid afneemt. Hierdoor zal een woning minder aantrekkelijk worden voor potentiële huurders of kopers.

Een vastgoedinvestering is niet alleen een huis kopen. Ook tal van andere vormen zijn te beschouwen als vastgoedinvestering. Zo zijn er de vastgoedfondsen, vastgoedvennootschappen, vastgoedcertificaten, vastgoedbevaks en dakfondsen waarin een investeerder kan beleggen.

Uit onze enquête kunnen we afleiden dat 60% van onze respondenten reeds in vastgoed heeft belegd. Vergeleken met de drie andere alternatieve beleggingsvormen, die we in deze masterproef aangekaart hebben, is vastgoed doorgaans het populairst bij onze respondenten. Het profiel van een typische vastgoedbelegger is een gehuwd persoon tussen 30 en 59 jaar oud met een onroerend vermogen van meer dan €300.000, die tevens over spaar- en beleggingstegoeden groter dan €25.000 beschikt en bovendien maandelijks een netto-inkomen van minstens €2.000 verdient.

Natuurlijk heeft de financiële crisis duidelijk een negatieve invloed gehad op het investeringsklimaat van vastgoed. Het derde en vierde trimester van 2008 kenden een daling van respectievelijk 12,76% en 8,62% wat betreft het aantal vastgoeddossiers behandeld door de Belgische notarissen. Vanaf het tweede trimester van 2009 is er echter een heropleving van de vastgoedmarkt waarneembaar. Toch staat vastgoed tegenwoordig langer te koop dan voor de crisis. Gemiddeld staat een huis nu vijf tot zeven maanden te koop terwijl dit voor de crisis maar de helft bedroeg.

Uit onze interviews ten slotte blijkt dat de absolute top in vastgoed minder geleden heeft onder de financiële crisis. Hierdoor is de kloof tussen de topklasse en de mindere klassen groter geworden.

3 Conclusies wijn

Beleggen in wijn is niet voor iedereen weggelegd. Het praktijkonderzoek leert ons dat slechts 9% van onze respondenten reeds in het verleden in wijn heeft belegd. Bovendien zijn deze personen in het bezit van een groot onroerend vermogen, een aanzienlijk bedrag aan spaar- en beleggingstegoeden en een netto-inkomen van meer dan €3.000. Wijn als belegging blijkt volgens onze enquête wel degelijk een alternatieve belegging te zijn. Overigens zijn er een aantal kenmerken gelinkt aan het beleggen in wijn die beleggers soms belemmeren om wijn als beleggingsobject aan te kopen. Alle geïnterviewden geven aan dat je als particuliere belegger voldoende kennis moet hebben van de wijnmarkt om een doordachte investering aan te gaan. Volgens een aantal geïnterviewden is het ook belangrijk dat je een onderscheid maakt tussen investeringswijnen en drinkwijnen. Transactie- en opslagkosten kunnen ten slotte aanzienlijk hoog oplopen waardoor sommige personen ontmoedigd worden om te investeren in wijn.

Nochtans bezit de wijnmarkt een aantal sterke troeven die wijzen op een positief toekomstig investeringsklimaat. De belangrijkste oorzaak van een positieve tendens in de wijnprijzen is de wijnconsumptie. Doordat er geconsumeerd wordt, zal het gelimiteerd aanbod van een bepaalde wijn voortdurend afnemen. Doch een aanbodsbeperking alleen, is niet voldoende voor een continue prijsstijging. Ook de vraag moet op zijn minst constant blijven voor een stijging van de wijnprijs. Zo zorgde bijvoorbeeld de financiële crisis voor een vraagdaling die geresulteerd heeft in een onmiddellijke prijscorrectie. Desalniettemin heeft de stijgende vraag naar wijn vanuit nieuwe groeilanden de prijzen van investeringswijnen opnieuw naar hun hoogste niveau gebracht. De geïnterviewden bevestigen dat deze groeilanden in de toekomst zullen zorgen voor een potentieel positief rendement. Een belegging in wijn met een beleggingshorizon van tien jaar of meer, kan dus volgens onze bevindingen wel degelijk deel uitmaken van een ruim gediversifieerde portefeuille.

4 Conclusies kunst

Een belegging in kunst is geen vaak gebruikte belegging. Toch kan kunst van belang zijn in een beleggingsportefeuille. Kunst kan niet alleen een positieve return opleveren, het kan ook dienen als een hedge tegen inflatie en de conjunctuurcyclus. Ook kunst is in staat om een portefeuille te diversifiëren.

Een investeerder die ervoor kiest kunst op te nemen in zijn portefeuille moet wel aandacht hebben voor een aantal knelpunten. Ten eerste is vervalsing een vrij groot risico waarmee hij rekening dient te houden. Kunstobjecten aankopen zonder dat je enige expertise bezit is dus geen goed idee. Ten tweede is er het prijsrisico. De echte waarde van een kunstobject kan moeilijk geraamd worden en dus zal er altijd twijfel bestaan over het feit dat het kunstobject wel of niet overgewaardeerd is. Ten slotte is er ook nog het materieel risico. Kunstwerken kunnen occasioneel beschadigd worden door brand- of waterschade. Ook diefstal is een veel voorkomend risico bij dure kunstwerken.

Kunstinvesteringen zijn mogelijk onder verschillende vormen. Zo kan een investeerder een directe belegging doen door kunst aan te kopen en te verkopen. Daarnaast zijn er ook indirecte investeringen in kunst mogelijk. Zo bestaan er kunstfondsen waar je als belegger kan instappen. Dan krijg je het voordeel dat er voor een relatief kleiner bedrag in een zeer gediversifieerde portefeuille kan belegd worden.

De enquêteresultaten doen ons besluiten dat slechts 17% van onze respondenten in kunst heeft geïnvesteerd. Hiermee is kunst de minst populaire beleggingsvorm van de vier alternatieve beleggingen die in deze masterproef aan bod zijn gekomen. Aan de hand van onze enquête hebben we een typisch profiel opgesteld voor een kunstbelegger. De typische kunstbelegger is doorgaans een gehuwde persoon met een onroerend vermogen groter dan €500.000, is tevens in het bezit van spaar- en beleggingstegoeden van meer dan €250.000 en verdiener van een netto-maandinkomen boven €3.000.

In het begin heeft de kunstmarkt weinig last gehad van de financiële crisis. Tot het einde van 2008 bleven de prijzen van kunstwerken hoog en leek er niets aan de hand. Maar critici waarschuwden toen voor het feit dat de kunstmarkt op dat moment overgewaardeerd was. Begin 2009 sloeg de crisis pas echt toe op de kunstmarkt. In oktober 2009 waren de prijzen ten opzichte van begin 2009 globaal gezien met 29% gedaald. Toch geeft Artprice echter daarna aan dat ook op de kunstmarkt reeds enig herstel merkbaar is.

Net zoals bij vastgoed hebben de topwerken beduidend minder last gehad van de financiële crisis dan de mindere werken. Hierdoor is de kloof tussen goede en minder goede kunstobjecten groter geworden.

5 Aanzet tot verder onderzoek

Na analyse van de enquêteresultaten willen we enkele aanbevelingen geven voor verder onderzoek. We dringen met name aan op een allesomvattend en uitgebreider onderzoek naar de opname van alternatieve beleggingen in de portefeuille van de particuliere investeerder. Het verwerken van de enquête heeft ons doen beseffen dat een diepgaande bestudering van dit onderwerp zeker aan orde is. Onze enquête kan dus een aanzet betekenen voor academici en studenten om het gebruik van alternatieve beleggingen door de particuliere investeerder grondiger te onderzoeken.

Naast de vier alternatieve beleggingen die we in deze masterproef besproken hebben, bestaan er nog andere alternatieve beleggingsformules zoals hedge funds, private equity en andere activa. Bij een volgend onderzoek zouden ook hedge funds en private equity kunnen opgenomen worden. Tevens kan via een open vraag gepeild worden naar andere alternatieve vormen van beleggen.

Binnen elke vorm of categorie van een alternatieve belegging is bovendien zeker na te gaan welk soort investeringen het meest populair zijn. Kiest in kwestie de particuliere investeerder binnen de categorie grondstoffen voor een directe investering, een ETF, een turbo, futures, een optie, een fonds of andere manier om zijn belegging te doen?

Er zou volgens ons ook nog een uitbreiding mogelijk zijn voor gerichte vragen die helpen om de alternatieve belegger exacter te beschrijven. We denken hierbij aan items zoals de beleggingshorizon, de doelstellingen van de belegger en de MiFID beleggersprofielen⁴⁰. Een MiFID beleggersprofiel kan opgesteld worden door het stellen van vragen die te maken hebben met rendementsdoelstellingen en risicoaversie van de individuele belegger. Deze hierboven vermelde variabelen zouden de volgende vragen meteen grondiger kunnen beantwoorden: Wat is typerend voor een belegger die investeert in alternatieve beleggingen? Waarom investeert men in alternatieve beleggingen?

Uit onze enquête kunnen we bovendien afleiden dat vastgoed en grondstoffen door respectievelijk 91% en 81% van onze ondervraagden gekend zijn als een belegging. Daarenboven beleggen respectievelijk 60% en 49% effectief in vastgoed of grondstoffen.

⁴⁰ Financiële instellingen moeten volgens de MiFID regelgeving voor elke klant een beleggersprofiel opstellen. Fortis onderscheidt bijvoorbeeld vijf beleggersprofielen: conservatief, defensief, neutraal, dynamisch en agressief

De vraag die dan gesteld kan worden is: In welke mate behoren vastgoed en grondstoffen nog tot de alternatieve beleggingsvormen?

Tot slot is het voor een bijkomend onderzoek aangewezen om een onderscheid te maken tussen de diverse alternatieve beleggingen wat betreft de beweegredenen om al dan niet te kiezen voor een welbepaald alternatief. In onze vragenlijst hebben we gepolst naar de motieven waarom een particuliere investeerder al dan niet kiest voor alternatieve beleggingen in het algemeen. Nochtans kan bijvoorbeeld de reden waarom een belegger kiest voor kunst verschillend zijn van de drijfveer die een belegger doet grijpen naar vastgoed. Een onderscheid tussen de verscheidene alternatieve vormen durven stellen in vraag 16 en 19 is dus zeker opportuun.

Bibliografie

- Abowd, J., & Ashenfelter, O. (2002). Using price indices and sale rates to assess short run changes in the market for Impressionist and Contemporary paintings. *Mimeo* .
- Aedifica. (2009). *Identiteit Vastgoedbevak*. Retrieved oktober 25, 2009, from Aedifica: <http://www.aedifica.be/index.php?id=17&L=2>
- AFM. (2005). *Vastgoed-CV's en maatschappen*. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- Alles over Marktonderzoek. (2009). *Steekproefcalculator*. Retrieved april 8, 2010, from <http://www.allesovermarktonderzoek.nl/>
- Amro, A. (n.d.). *Actuele koersen turbo's*. Retrieved maart 21, 2010, from <http://www.abnamro.nl/nl/beleggen/koersinformatie/turbo.html>
- Amro, A. (2008). *Beleggen in grondstoffen*.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (2003). *Statistiek voor economie en bedrijfskunde*. Schoonhoven: Academic Service.
- ArtPrice. (2009). *Art Investment*. Retrieved november 24, 2009, from ArtPrice: www.artprice.com
- Ashenfelter, O. (2007). *Predicting the quality and prices of Bordeaux wines*. American Association of Wine Economics.
- Basenese, L. (2009). Art Investing: The Inflation Hedge Nobody's Talking About. *Investment U* .
- Baumol, J. (1986). Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game. *American Economic Review* .
- Bjornson, & Carter. (1997). New evidence on agricultural commodity return performance under time-varying risk. *American Journal of Agricultural economics* , 918-930.
- Bodie, & Rosansky. (1980). *Risk and return in commodity futures*.
- Brounen, D., & Eichholtz, P. (2003). Property, Common Stock, and Property Shares. *Journal of Portfolio Management* , 129-137.
- Bruno, B., & Nocera, G. (2008). *Investing in Art: the Informational Content of Italian Painting Pre-Sale Estimates*.
- Burton, R., & Jacobsen, J. (2001). The rate of return on investment in wine. *Economic Inquiry* , 40-53.
- BVA. (2010). *About private equity and venture capital*. Retrieved maart 28, 2010, from Belgian venture capital and private equity association: <http://www.bva.be/>

- Byron, R., & Ashenfelter, O. (1995). Predicting the quality of an unborn grange. *Economic Record* , 40-53.
- Campbell, R. A. (2007). *Art as a Financial Investment*. Maastricht: University of Maastricht.
- Campbell, R. (2005). *Art as an Alternative Asset Class*.
- Campbell, R. (2007). *Art as an Financial Investment*.
- Campbell, R., & Koedijk, G. (2005). *The Art of Portfolio Diversification*. Maastricht University.
- Campbell, R., & Kraeusl, R. (2006). Financial Bubbles in Art Markets. *Fiducie* , 14e jaargang, nummer 3, 35-45.
- Chanel, O. (1995). Is Art Market Behaviour Predictable. *European Economic Review* , 519-527.
- Chun, G., Sa-Aadu, J., & Shilling, J. (2004). The role of real estate in an institutional investors portfolio revisited. *Journal of real estate finance and economics* , 2004 Nr.3, 295-320.
- CME, G. (2008). *Enhance returns and lower votatility*.
- Coslor, E. (2008). *Art Investment in London*. Chicago: University of Chicago.
- De Standaard. (1999). Bijna vijftig vrouwenclubs. *De Standaard* .
- Decanter. (2009). Decanter's Wine Investment Guide part 2. *Decanter* .
- Deneef, A., & Reweghs, D. (2008). *Rendabel beleggen in moeilijke beurstijden. De beste beleggingen tot 2011*. Roeselare: Roularta.
- Dubois, P., & Nauges, C. (2007). *Identifying the effect of unobserved quality and expert reviews in the pricing of experience goods*. American Association of Wine Economics.
- Dunsby, A., Eckstein, J., Gaspar, J., & Mulholland, S. (2008). *Commodity investing: Maximizing Returns through Fundamental Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Dupuis, F., & D'Anjou, M. (2008). *The financial crisis exacerbates the correction in commodities prices*. Desjardin Economic Studies.
- Ehrmann, T. (Director). (2009). *ArtPrice or the Revolution of the Art Market* [Motion Picture].
- EPRA. (2005). *Size of the Total Real Estate Markets*. Amsterdam.
- Fabozzi, F., Füss, R., & Kaiser, D. (2008). *The Handbook of Commodity Investing*. Wiley.
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds . *Journal of Financial Economics* , 3-56.

- Fama, F., & French, K. (1987). *Commodity futures prices: some evidence of forecast power, premiums and the theory of storage*. no.1, 55-73: *Journal of Business* 60.
- Fogarty, J. (2007). *Rethinking Wine Investment in the UK and Australia*. Crawley: University of Western Australia.
- Fogarty, J. (2006). The return to Australian Fine Wine. *European Review of Agricultural Economics* , Vol. 33, Issue 4, pp. 542-561.
- Frankel, J. (2006). The effect of monetary policy on real commodity prices. *NBER* .
- Frey, B., & Eichenberger, R. (2003). Art Investment Returns. *Art & Economics - Analysis & Cultural Policy* .
- Frey, B., & Eichenberger, R. (1995). On the Rate of Return in the Art market: Survey and Evaluation. *European Economic Review* , 528-537.
- Geltner, D. (1993). Estimating Market Values from Appraised Values Without Assuming an Efficient Market. *Journal of real estate research* , 325-345.
- Georgiev, G. (2001). *Benefits of commodity investing*. CISDM.
- Goetzmann, W. (1993). Accounting for Taste: Art and the Financial Markets over Three Centuries. *American Economic Review* , 1370-1376.
- Goetzmann, W. N., & Valaitis, E. (2006). *Simulating Real Estate in the Investment Portfolio: Model Uncertainty and Inflation Hedging*. Yale: Yale ICF.
- Gordon, R. J. (2009). *Macroeconomics*. Boston: Pearson.
- Gorton, G., & Rouwenhorst, G. (2008). *The Fundamentals of Commodity Futures Returns*. Yale International Center for Finance.
- GrandCru. (2009). Retrieved november 1, 2009, from <http://www.grandcru.nl/index.php?id=4090&mid=1595>
- Grécourt, Y. (2009). *De MiFID richtlijn*. Brussel: Deutsche Bank.
- Greer. (1978). Conservative commodities: A key inflation hedge. *Journal of Portfolio Management* , Vol. 4, No. 4: pp. 26-29.
- Hamilton. (2009, mei 20). Investing in Wine: Now May Be the Time. *New York Times* .
- Harrington, D. (1983). *Modern portfolio theory and the capital asset pricing model: a user's guide*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Hoesli, M., & Lekander, J. (2005). *Suggested vs. Actual Institutional Allocation to Real Estate in Europe: A Matter of Size*. Geneva: University of Geneva.

Hoesli, M., Lekander, J., & Witkiewicz, W. (2004). International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier. *Journal of real estate research* , 161-206.

Hordijk, A., & Theebe, M. (2004). Long-run Return Series for the European Continent: 25 Years of Dutch Commercial Real Estate. *Journal of Real Estate Portfolio Management* , 217-230.

Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F. J., & Gordon, J. N. (2003). *Why Real Estate?*

Hull, J. C. (2008). *Fundamentals of futures and options markets sixth edition*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Hunt, J. H. (2008). *Next generation alternative investing*. J.P. Morgan.

Hurst, B., Yao, H. O., & Pederson, L. (2010). *Understanding managed futures*. AQR Capital management.

Indogo, C. (2010). *Mezzanine capital: What is it?* Retrieved maart 28, 2010, from Indigo Capital: http://www.indigo-capital.com/mezzanine_capital/what_is_it/1/

INREV. (2004). *Manager styles in real estate, a model approach on non-listed European real estate vehicles*.

J.P.Morgan. (2008). *Next Generation Alternative Investing*. New York: J.P.Morgan Asset Management.

Jensen, G., Johnson, R., & Mercer, J. (2000). Efficient Use of Commodity Futures in Diversified Portfolios. *Journal of Futures Market* , no.5, 489-506.

Jobman, D. (2002). *The handbook of alternative investments*. New York: John Wiley & Sons.

Jöhri, S. (2004). *Portfolio optimization with hedge funds*. Zurich: ETH.

Joye, V. (2009). Vastgoed bestand tegen de crisis? *Moneytalk* , 20-25.

Kaplan, & Lummer. (1998). *GSCI collateralized futures as a hedging and diversification tool for institutional portfolios: an update*. Journal of Investing.

Kat, H., & Oomen, R. (2006). *What every investor should know about commodities: part 1 univariate return analysis*. Alternative Investment Research Center.

Kat, H., & Oomen, R. (2006). *What every investor should know about commodities: part 2 multivariate return analysis*. Alternative Investment Research Center.

Kbc. (2009). *Beleggingsvormen: sterke en zwakke punten*. Brussel: Kbc Groep NV.

- Kbc. (2009). *Overzicht vastgoedcertificaten*. Retrieved oktober 25, 2009, from Kbc Bank & Verzekering: <https://www.kbc.be>
- Keeris, W. (2001). *Vastgoedbeheer lexicon: begrippen, omschrijving, toelichting*. Groningen: Wolters-Noordhoff.
- Kimmons, J. (2009). *Top 8 Ways Your Clients Can Invest for Profits in Real Estate*. Retrieved April 12, 2009, from About.com: <http://realestate.about.com/>
- Kraeussl, R., & Van Elsland, N. (2008). Constructing the True Art Market Index A Novel 2-Step Hedonic Approach and its Application to the German Art Market.
- Kraeussl, R., & Wiehenkamp, C. (2008). *A Call on Art Investments*. VU University Amsterdam.
- Krasker, W. (1979). The Rate of Return to Storing Wine. *Journal of Political Economy* , 1363-1367.
- Kumar, M. (2005). *Wine Investment for Portfolio Diversification*. San Francisco: The Wine Appreciation Guild.
- Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2002). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen: Intersentia.
- Lecocq, S., & Visser, M. (2006). What determines Wine prices: objective vs. sensory characteristics. *Journal of Wine economics* , 42-56.
- Lecocq, S., Ali, H. H., & Visser, M. (2005). *The impact of gurus: Parker grades and en primeur wine prices*. American Association of Wine Economics.
- Liang, B. (2003). *On the Performance of Alternative Investments: CTAs, Hedge Funds, and Funds-of-Funds*. Massachusetts: University of Massachusetts.
- Liv-ex. (2009). Retrieved oktober 25, 2009, from <http://www.liv-ex.com/>
- Longman. (2005). *Longman dictionary of contemporary English*. Pearson.
- Lourgand, M., & McDaniel, M. (1991). Price efficiency in the art auction market. *Journal of Cultural Economics* , Vol. 15, no. 2, pp. 53-65.
- Mamarbachi, R., Day, M., & Favato, G. (2007). *Art as an Alternative Investment Asset*.
- Mamarbachi, R., Day, M., & Favato, G. (2008). *Evaluating Art as an Alternative Investment Asset*.
- Manceaux, J. (2009). *De vastgoedmarkt in 2009: correctie in zicht*. Brussel: ING België.
- Markowitz. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* , 7: 77-91.
- Masset, P., & Henderson, C. (2008). *Wine as an Alternative Asset Class Price Evolution over the Period 1996-2007, Market Segmentation and Portfolio Diversification*.

- Masset, P., & Weisskopf, P. (2009). *Wine Investment: Impact of the Financial Crisis and Outlook*.
- McAllister, P., & Baum, A. (2002). *Appraiser behaviour and appraisal smoothing: some qualitative and quantitative evidence*. Florida.
- McAndrew, C. (2008). *The Art Economy: An Investor's Guide to the Art Market*. Liffey Dublin .
- McAndrew, C., & Thompson, R. (2008). The collateral value of fine art. *Elsevier* , 589-607.
- Mei, J., & Moses, M. (2002). *Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces*.
- Milan, V. (2009). Onder de hamer. *Wine Life* , No 1; 86-87.
- Miles, M., & Hartzell, D. (1988). *Real estate as an asset class: a 25-year perspective*. New York: Salomon Brothers.
- Moerman, B. (2009, oktober 17). Belg drinkt dure wijn thuis. *Het Nieuwsblad* .
- Morningstar and Barron's. (2009). *Alternative Investment Survey of Institutions and Financial Advisors*.
- Netto.be. (2008, September). *Hoe investeren in wijn?* Retrieved April 13, 2009, from Netto: Alles over geld: <http://netto.tijd.be/>
- Nicholas, J. G. (2004). *Hedge fund of fund investing*. Bloomberg Press.
- Panorama (Director). (2009). *De Zeepbel Moderne Kunst* [Motion Picture].
- Pesando, J. (1993). Art as an Investment: The Market for Modern Prints. *American Economic Review* , 1075-1089.
- Pimco. (2006, Juli). *What Are Commodities and Why Invest in Them?* Retrieved April 12, 2009, from Commodity Basics: <http://www.pimco.com/>
- PropertyNL. (n.d.). *Real Estate Research Quarterly*. Retrieved oktober 25, 2009, from PropertyNL, voorop in vastgoed: <http://www.propertynl.com/>
- Ralevski, O. (2008). *Hedging the Art Market: Creating Art Derivatives*. University of Edinburgh Management School.
- Razzak, W. A. (2002). *Monetary policy and forecasting inflation with and without the output gap*. Wellington: Reserve bank of New Zealand.
- Renneboog, L., & Spaenjers, C. (2009). *Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market*.
- Russel. (2007). *Russel Investments Survey on Alternative Investing*. Washinton: Russel Investments.
- Sandberg, B. (2007). *Mixed-use vastgoed*. Meteren: Amsterdam School of Real Estate.

- Sanning, L., Shaffer, S., & Sharratt, J. M. (2006). *Alternative investments: the case of wine*.
- Schamel, G. (2000). *Individual and collective reputation indicators of wine quality*. Centre for international economic studies.
- Schneeweis, T. (2002). *Alternative investments in an institutional portfolio*. Massachusetts: University of Massachusetts.
- Schweizer, D. (2008). *Portfolio optimization with alternative investments*. Vallendar: Otto Beisheim School of Management.
- Simoens, K. (2010). Vastgoed dubbel zo lang te koop. *Het Nieuwsblad* .
- Spranzi, A. (2005). *Art Economics: A New Approach*.
- Srinivasan, S. (2008). *Futures trading in agricultural commodities*.
- Stockton, K. (2007). *Understanding Alternative Investments: The Role of Commodities in a Portfolio*. Vanguard Investment Counseling & Research.
- Thomas, M. (1998, januari 19). Alternative Investing: Wine collectors drive up prices. *Business News New Jersey* .
- Tiemstra, B. (2006). *Toegevoegde waarde van alternatief vastgoed in de beleggingsportefeuille*. Amsterdam.
- Till, H. (2006). *Structural sources of return and risk in commodity futures investments*. Lille: EDHEC.
- Trends. (2009). *Beleggen in een vastgoedbevak*. Retrieved november 14, 2010, from Real estate news & more: <http://www.vastgoedplatform.be/>
- Trends. (2010). *Forse toename leegstand in Belgische winkelsteden*. Retrieved november 23, 2009, from Nieuws en opinie over economie en financiën: www.trends.be
- Troostwijk. (2005). *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse particuliere beleggers*. Amsterdam.
- van Aert, D. (2006). *Investeren in Europese private vastgoedfondsen*. Amsterdam.
- Van Gool, P., Brounen, D., Jager, P., & Weisz, R. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Van Gool, P., Jager, P., & Weisz, R. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Stenfert Kroese.
- Van Lokhorst, L. (2009). Investeren in wijn: doen of laten? *Wine Life* , nummer 1; 79-89.
- Van Opstal, B. (2010). Iedere belg moet een huis kunnen verwerven. *Het Nieuwsblad* .

- Van Opstal, B. (2009). *Notarisbarometer Augustus*. Brussel: Belgisch Notariaat.
- Van Thienen, L. (1976). Is de Belgische Aandelenmarkt efficiënt? *Tijdschrift voor Economie en Management*, 383-362.
- Veseth. (2008). How will the economic crisis affect wine? *The Wine Economist*.
- Veseth. (2009, mei 24). Time to Invest in Wine? *The Wine Economist*.
- VFB. (2010). *Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers*. Retrieved april 8, 2010, from <http://www.vfb.be/>
- Victorho. (n.d.). *Beleggen in vastgoed: wat zijn de mogelijkheden?* Retrieved oktober 21, 2009, from Informatie van A tot Z: <http://financieel.infonu.nl/beleggen/17677-beleggen-in-vastgoed-wat-zijn-de-mogelijkheden.html>
- Vis, J. W. (2006). *Moderne Portefeuille Theorie & Indirect Beursgenoteerd Onroerend Goed*. Nunspeet: Amsterdam School of Real Estate.
- Vitilease. (2009). Retrieved november 1, 2009, from <http://www.vitilease.nl/>
- Waldmann, M. (2008). *ROZ / IPD Nederlandse Vastgoedindex*. Retrieved oktober 28, 2009, from Zicht op vastgoed: <http://www.roz.nl/>
- Wall, E. (2009). Retrieved September 26, 2009, from The Fine Wine Investment Blog: <http://premiumliquidassets.typepad.com/wineblog/2009/09/index.html>
- Weil, R. (n.d.). Do not invest in wine unless you plan to drink it. *1993*. Verona, Italy: International Conference of the Vineyard Quantification Society.
- Went, P., Jirasakuldech, B., & Emekter, R. (2009). *Bubbles in commodities markets*. Jersey City: GARP Research Center.
- Winedoctor, T. (2003). Retrieved oktober 24, 2009, from The Winedoctor: <http://www.thewinedoctor.com/author/enprimeur5.shtml>
- Worthington, A. C., & Higgs, H. (2001). *Art as an Investment: Risk, Return and Comovements in Major Painting Markets*. Brisbane: School of Economics and Finance.
- Worthington, A., & Higgs, H. (2002). *Art as an Investment: Risk, Return and Comovements in Major Painting Markets*.

Interviews

Bloeykens, A. (2010, februari 8). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Cukon, B. (2010, maart 9). Beleggen in grondstoffen. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

De Landtsheer, G. (2010, maart 17). Beleggen in kunst. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Deforche, K. (2010, maart 12). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Deneef, A. (2010, maart 9). Beleggen in grondstoffen. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Dessers, K. (2010, februari 11). Beleggen in kunst. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Geraerts, R. (2010, februari 19). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Henckens, K. (2010, februari 10). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Indekeu, J. (2010, maart 25). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Julius, M. (2010, februari 10). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Kiers, E. (2010, april 20). Beleggen in grondstoffen. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Kuyps, R. (2010, maart 16). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Martens, A. (2010, april 6). Beleggen in grondstoffen. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Nysten, S. (2010, april 23). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Prinsen, K. (2010, maart 9). Beleggen in grondstoffen. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Thiran, C. (2010, februari 9). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Scheelen, W. (2010, februari 11). Beleggen in kunst. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Scott, J. (2010, februari 9). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Van Praet, B. (2010, februari 16). Beleggen in wijn. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Vandenhende, M. (2010, maart 11). Beleggen in vastgoed. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Waegemans, K. (2010, februari 9). Beleggen in kunst. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Zeberg, G. (2010, april 15). Beleggen in kunst. (J. Van Holzaet, & N. Deckers, Interviewers)

Bijlagen

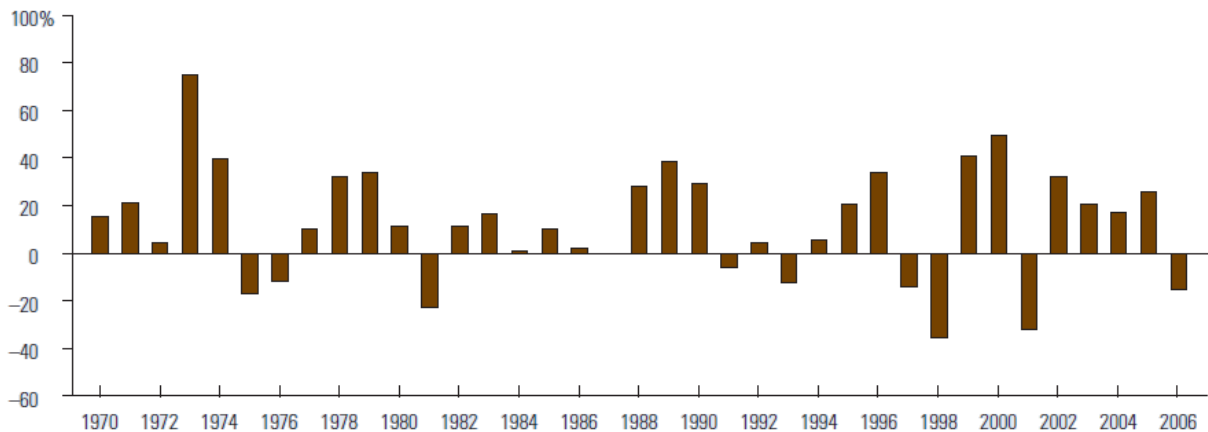
Bijlage 1: Grondstoffen

Bijlage 1.1: Een overzicht van de meest bekende grondstoffenindices

	Reuters/ Jeffries/ CRB Index	S&P GSCI Index	Dow Jones AIG Commodity Index	Rogers International Commodity Index	Deutsche Bank Liquid Commodity Index	Lehman Brothers Commodity Index
Descriptive Information						
First month of data	1/1940	12/1969	1/1991	7/1998	11/1988	12/2000
When index was constructed	1/1940	1/1991	7/1998	7/1998	2/2003	7/2006
Returns collateralized?	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Bloomberg Code	CRY Index	SPGSCITR Index	DJAIGTR Index	RICIGLTR Index	DBLCMAVL Index	LBCITR Index
ETF Ticker						
Estimate of Assets Tracking Index		GSG, GSP \$60 Billion	DJP \$35 Billion	\$7 Billion	DBC \$1 Billion	
Returns						
Annual return 1/70-12/06	3.0%	11.5%	7.8%	15.7%	13.2%	7.2%
Annualized std. dev.	12.0%	18.8%	12.3%	16.7%	19.7%	19.6%
Number of years	37	37	16	8	18	6
Annual return, in sample		15.8%	4.1%		12.7%	
Annual return, out of sample		6.0%	11.2%		15.1%	

Bron: Dunsby et al. (2008)

Bijlage 1.2: Jaarlijkse returns S&P GSCI 1970-2006



Bron: Stockton (2007)

Bijlage 1.3: ETF marktkapitalisatie

ETF Name	ETF Tracks	2007 Market Cap (\$ billion)	Ticker
Streettracks Gold Trust	Gold	\$14.60	GLD
iPath DJ-AIG Commodity Index	DJ-AIG index	\$2.30	DJP
Deutsche Bank Commodity Index	DB index	\$1.30	DBC
Powershares DB Agricultural	Deutsche Bank Agricultural Index	\$0.70	DBA
US Natural Gas Fund LP	Natural Gas	\$0.50	UNG
US Oil Fund LP	WTI Oil	\$0.40	USO
iShares GSCI Commodity	S&P GSCI	\$0.40	GSG
iPath S&P GSCI	S&P GSCI	\$0.20	GSP

Bron: Dunsby et al. (2008)

Bijlage 2: Wijn

Bijlage 2.1: Verwachte return

EXPECTED RETURN RESULTS FOR UK & US DATA INCORPORATING 2003 DATA FROM 1983 TO 2003

Expected Return Results For Fine Wine, Equities & Government Bonds

Observation Period	UK Data					
	Fine Wine 50 Index		FTSE 100 Index		UK Govt. Bonds Index	
	per month	per annum	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	0.2%	3.0%	(0.3%)	(4.0%)	0.1%	0.8%
5 Years from 1999 to 2003	0.7%	8.6%	(0.4%)	(4.2%)	(0.2%)	(1.9%)
10 Years from 1983 to 1992	0.8%	9.5%	1.2%	14.1%	0.1%	1.3%
10 Years from 1993 to 2002	1.3%	15.0%	0.4%	4.3%	0.1%	1.1%
10 Years from 1994 to 2003	1.1%	13.8%	0.3%	3.8%	(0.0%)	(0.3%)
11 Years from 1993 to 2003	1.2%	13.9%	0.4%	5.2%	0.1%	0.7%
20 Years from 1983 to 2002	1.0%	12.3%	0.8%	9.2%	0.1%	1.2%
20 Years from 1984 to 2003	1.0%	11.5%	0.7%	8.9%	0.1%	0.9%
21 Years from 1983 to 2003	1.0%	11.8%	0.8%	9.4%	0.1%	1.0%

Observation Period	US Data					
	Fine Wine 50 Index		Dow Jones Index		US 30 Yr Treas. Bonds Inde:	
	per month	per annum	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	0.2%	3.0%	0.2%	2.9%	(0.0%)	(0.3%)
5 Years from 1999 to 2003	0.7%	8.6%	0.3%	4.1%	0.0%	0.1%
10 Years from 1983 to 1992	0.8%	9.5%	1.1%	12.8%	(0.0%)	(0.2%)
10 Years from 1993 to 2002	1.3%	15.0%	0.9%	10.6%	(0.0%)	(0.3%)
10 Years from 1994 to 2003	1.1%	13.8%	1.0%	11.6%	(0.0%)	(0.1%)
11 Years from 1993 to 2003	1.2%	13.9%	1.0%	11.7%	(0.0%)	(0.2%)
20 Years from 1983 to 2002	1.0%	12.3%	1.0%	11.7%	(0.0%)	(0.3%)
20 Years from 1984 to 2003	1.0%	11.5%	1.0%	11.9%	(0.0%)	(0.3%)
21 Years from 1983 to 2003	1.0%	11.8%	1.0%	12.3%	(0.0%)	(0.2%)

Bron: Kumar (2005)

STANDARD DEVIATION RESULTS FOR UK & US DATA INCORPORATING 2003 DATA FROM 1983 TO 2003

Standard Deviation Results For Fine Wine, Equities & Government Bonds

Observation Period	UK Data					
	Fine Wine 50 Index		FTSE 100 Index		UK Govt. Bonds Index	
	per month	per annum	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	4.2%	14.7%	4.7%	16.2%	1.4%	4.8%
5 Years from 1999 to 2003	3.9%	13.4%	4.6%	15.8%	1.3%	4.5%
10 Years from 1983 to 1992	3.3%	11.5%	5.3%	18.4%	2.1%	7.2%
10 Years from 1993 to 2002	4.6%	15.9%	4.1%	14.3%	1.5%	5.1%
10 Years from 1994 to 2003	4.6%	15.8%	4.2%	14.7%	1.4%	4.9%
11 Years from 1993 to 2003	4.4%	15.4%	4.1%	14.4%	1.4%	5.0%
20 Years from 1983 to 2002	4.0%	13.9%	4.8%	16.5%	1.8%	6.2%
20 Years from 1984 to 2003	4.0%	13.9%	4.8%	16.7%	1.8%	6.1%
21 Years from 1983 to 2003	3.9%	13.7%	4.7%	16.4%	1.8%	6.1%

Observation Period	US Data					
	Fine Wine 50 Index		Dow Jones Index		US 30 Yr Treas. Bonds Index	
	per month	per annum	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	4.2%	14.7%	5.5%	19.1%	0.3%	1.1%
5 Years from 1999 to 2003	3.9%	13.4%	5.1%	17.5%	0.4%	1.3%
10 Years from 1983 to 1992	3.3%	11.5%	4.6%	16.0%	0.3%	1.1%
10 Years from 1993 to 2002	4.6%	15.9%	4.6%	16.0%	0.3%	1.1%
10 Years from 1994 to 2003	4.6%	15.8%	4.7%	16.3%	0.3%	1.2%
11 Years from 1993 to 2003	4.4%	15.4%	4.5%	15.6%	0.3%	1.2%
20 Years from 1983 to 2002	4.0%	13.9%	4.6%	15.9%	0.3%	1.1%
20 Years from 1984 to 2003	4.0%	13.9%	4.6%	16.0%	0.3%	1.1%
21 Years from 1983 to 2003	3.9%	13.7%	4.5%	15.8%	0.3%	1.1%

Bron: Kumar (2005)

CORRELATION COEFFICIENT RESULTS FOR UK & US DATA INCORPORATING 2003 DATA FROM 1983 TO 2003

Correlation Coefficient Results For Fine Wine, Equities & Government Bonds

Observation Period	UK Data		
	Fine Wine 50 Index FTSE 100 Index	Fine Wine 50 Index/ Govt. Bonds Index	FTSE 100 Index/ Govt. Bonds Index
5 Years from 1998 to 2002	(0.13)	(0.10)	(0.17)
5 Years from 1999 to 2003	0.02	(0.04)	(0.23)
10 Years from 1983 to 1992	0.02	(0.02)	0.33
10 Years from 1993 to 2002	0.02	0.01	0.19
10 Years from 1994 to 2003	0.05	0.04	0.09
11 Years from 1993 to 2003	0.03	0.02	0.14
20 Years from 1983 to 2002	0.02	(0.00)	0.28
20 Years from 1984 to 2003	0.02	0.00	0.27
21 Years from 1983 to 2003	0.02	(0.00)	0.26

Observation Period	US Data		
	Fine Wine 50 Index Dow Jones Index	Fine Wine 50 Index/ US 30 Yr Treas. Bonds Index	Dow Jones Index / US 30 Yr Treas. Bonds Index
5 Years from 1998 to 2002	(0.05)	0.11	0.37
5 Years from 1999 to 2003	0.06	0.06	0.29
10 Years from 1983 to 1992	0.05	0.06	(0.29)
10 Years from 1993 to 2002	0.01	0.04	0.08
10 Years from 1994 to 2003	0.03	(0.02)	0.10
11 Years from 1993 to 2003	0.02	0.01	0.09
20 Years from 1983 to 2002	0.03	0.05	(0.11)
20 Years from 1984 to 2003	0.03	0.03	(0.07)
21 Years from 1983 to 2003	0.03	0.03	(0.09)

Bron: Kumar (2005)

Bijlage 2.4: Sharpe ratio's

**SHARPE RATIO RESULTS FOR UK & US DATA
INCORPORATING 2003 DATA FROM 1983 TO 2003**

Sharpe Ratio Results For Fine Wine, Equities & Government Bonds

Observation Period	UK Data	
	Fine Wine 50 Index/ FTSE 100 Index/ UK Govt. Bonds Index	
5 Years from 1998 to 2002	(0.05)	Please note that for each observation period the Sharpe Ratio for a portfolio consisting of only financial assets i.e. equities & bonds is lower than the Sharpe Ratio for a portfolio consisting of Fine Wine & financial assets as shown in Appendix 14
5 Years from 1999 to 2003	0.09	
10 Years from 1983 to 1992	0.04	
10 Years from 1993 to 2002	0.14	
10 Years from 1994 to 2003	0.15	
11 Years from 1993 to 2003	0.16	
20 Years from 1983 to 2002	0.06	
20 Years from 1984 to 2003	0.07	
21 Years from 1983 to 2003	0.07	
Observation Period	US Data	
	Fine Wine 50 Index/ Dow Jones Index/ US 30 Yr Treas. Bonds Index	
5 Years from 1998 to 2002	(0.03)	Please note that for each observation period the Sharpe Ratio for a portfolio consisting of Fine Wine & financial assets i.e. equities & bonds for the UK data (as above) is lower than that for the corresponding US data. This in turn implies that for the US data the Sharpe Ratio for a portfolio consisting of only financial assets would be lower than the Sharpe Ratio for a portfolio consisting of Fine Wine & financial assets
5 Years from 1999 to 2003	0.10	
10 Years from 1983 to 1992	0.10	
10 Years from 1993 to 2002	0.21	
10 Years from 1994 to 2003	0.20	
11 Years from 1993 to 2003	0.22	
20 Years from 1983 to 2002	0.15	
20 Years from 1984 to 2003	0.15	
21 Years from 1983 to 2003	0.14	

Bron: Kumar (2005)

OPTIMAL RISK-RETURN EFFICIENT PORTFOLIO RESULTS FOR UK & US DATA INCORPORATING 2003 DATA FROM 1983 TO 2003

Optimal Risk-Return Efficient Portfolio Results For Fine Wine, Equities & Government Bonds

Observation Period	UK Data			Optimal Risk-Return Efficient Portfolio			
	Weights			Expected Return		Standard Deviation	
	Fine Wine 50 Index	FTSE 100 Index	UK Govt. Bonds Index	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	100%	0%	0%	0.2%	3.0%	4.2%	14.7%
5 Years from 1999 to 2003	98%	0%	2%	0.7%	8.4%	3.8%	13.1%
10 Years from 1983 to 1992	0%	100%	0%	1.2%	14.1%	5.3%	18.4%
10 Years from 1993 to 2002	100%	0%	0%	1.3%	15.0%	4.6%	15.9%
10 Years from 1994 to 2003	100%	0%	0%	1.1%	13.8%	4.6%	15.8%
11 Years from 1993 to 2003	92%	8%	0%	1.1%	13.2%	4.1%	14.2%
20 Years from 1983 to 2002	91%	9%	0%	1.0%	12.0%	3.7%	12.7%
20 Years from 1984 to 2003	72%	28%	0%	0.9%	10.8%	3.2%	11.1%
21 Years from 1983 to 2003	100%	0%	0%	1.0%	11.8%	3.9%	13.7%

Observation Period	US Data			Optimal Risk-Return Efficient Portfolio			
	Weights			Expected Return		Standard Deviation	
	Fine Wine 50 Index	Dow Jones Index	US 30 Yr Treas. Bonds Index	per month	per annum	per month	per annum
5 Years from 1998 to 2002	100%	0%	0%	0.2%	3.0%	4.2%	14.7%
5 Years from 1999 to 2003	95%	5%	0%	0.7%	8.4%	3.7%	12.8%
10 Years from 1983 to 1992	26%	74%	0%	1.0%	12.0%	3.6%	12.4%
10 Years from 1993 to 2002	59%	41%	0%	1.1%	13.2%	3.3%	11.5%
10 Years from 1994 to 2003	73%	27%	0%	1.1%	13.2%	3.6%	12.5%
11 Years from 1993 to 2003	67%	33%	0%	1.1%	13.2%	3.4%	11.6%
20 Years from 1983 to 2002	58%	42%	0%	1.0%	12.0%	3.1%	10.6%
20 Years from 1984 to 2003	52%	41%	7%	0.9%	10.8%	2.8%	9.8%
21 Years from 1983 to 2003	91%	9%	0%	1.0%	12.0%	3.7%	12.7%

Bron: Kumar (2005)

Bijlage 2.6: Selectiecriteria en kerngegevens Grand Cru beleggingsfonds

<p>Selectiecriteria:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Minimaal 85% rode Bordeauxwijnen uit de topklasse: grands crus uit de Médoc, Saint Emilion en Graves, aangevuld met Pomerols. • Maximaal 15% andere rode en witte wijnen uit de topklasse. • Aankoop bij voorkeur in de 'primeur campagne', het jaar van uitkomst. • Wijnen die reeds bewezen hebben dat ze na jaren van rijping aanzienlijk in waarde toenemen. • Goede houdbaarheid en ontwikkelingspotentieel. • Spreiding van jaargangen, châteaux en leveranciers om het beleggersrisico zo veel mogelijk te beperken. <p>Juridische structuur: Besloten Vennootschap</p> <p>Raad van Commissarissen:</p> <p>Jhr Mr H.W.L. de Beaufort (voorzitter)</p> <p>E.P.J.M. Sauter</p> <p>Drs D.W.N. de Boer</p> <p>Fiscale status: Fiscale Beleggingsinstelling</p> <p>Toezicht: Grand Cru beschikt over een vergunning Wtb (thans Wft.) en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).</p> <p>Beleggingsdoelstelling: Waardestoename van tenminste 15 procent per jaar over het gestort kapitaal.</p> <p>Bron: website Grand Cru</p>	<p>Beleggingsobjecten:</p> <p>Exclusieve topwijnen, voornamelijk afkomstig uit de Bordeauxstreek.</p> <p>Fondsvermogen: € 30.000.000 (maximaal volgestort)</p> <p>Looptijd: 13 jaar</p> <p>Verhandelbaarheid: Geen beursnotering, vrijelijk verhandelbaar tussen aandeelhouders, beperkte inkoopregeling. Semi open-end karakter.</p> <p>Dividendbeleid: Jaarlijkse uitkering van de fiscale winst; naar verwachting vanaf 2013 jaarlijks dividend in contanten. De directie kan aanbieden dividenden om te zetten in wijnen uit de beleggingsportefeuille. Slotuitkering naar keuze in wijn of contanten.</p> <p>Minimum deelname: Eén aandeel van € 5.000 nominaal met volstortingsverplichting tot € 25.000</p> <p>Stortingsverplichtingen: Bij deelname € 5.000 nominaal aandelenkapitaal, gevolgd door vier jaarlijkse agiostortingen (2007-2010) van ieder € 5.000, totdat per aandeel € 25.000 is volgestort. Eerste storting: 10 januari 2006.</p> <p>Inschrijvingstermijn emissie 2008: 10 maart 2008 t/m 31 mei 2008..</p>
--	--

Bijlage 3: Kunst

Bijlage 3.1: Overzicht literatuur return kunst

Study	Year	Sample	Period	N	Nominal return	Real return	Data
1. Average per year							
Stein	1977	Pre-WW II paintings (in US)	1946-1968	8,950	10.47%		Art Prices Current
		Pre-WW II paintings (in UK)	1946-1968	35,823	13.12%		Art Prices Current
Worthington and Higgs	2004	Paintings	1976-2001	94,514	2.54%		Art Market Research
2. Geometric mean estimator							
Baumol	1986	Paintings	1652-1961	640		0.55%	Reitlinger
Frey and Pommerehne	1989	Paintings	1635-1987	1,198		1.5%	Reitlinger
		Paintings	1950-1987			1.7%	Reitlinger
3. Hedonic regression							
Anderson	1974	Paintings	1800-1970	> 13,000	3.3%		Reitlinger and Mayer
Buelens and Ginsburgh	1993	Paintings	1750-1961	ca. 5,900		0.91%	Reitlinger
Chanel et al.	1996	Paintings	1855-1969	1,972		4.9%	Reitlinger
Agnello and Pierce	1996	American paintings	1971-1992	15,216	9.3%		Art Sales Index
Renneboog and Van Houtte	2002	Belgian paintings	1970-1997	10,598	5.6%		Art Sales Index
Higgs and Worthington	2005	Australian paintings	1973-2003	37,605	6.96%		Austr. Art Auction Records
4. Repeat-sales regression							
Goetzmann	1993	Paintings	1716-1986	3,329		2.0%	Reitlinger and Mayer
		Paintings	1900-1986			13.3%	Reitlinger and Mayer
Pesando and Shum	1999	Picasso prints	1977-1996	8,257		1.48%	Gordon's Print Price Annual
Mei and Moses	2002	Paintings	1875-1999	4,896		4.9%	Mei & Moses
		Paintings	1950-1999			8.2%	Mei & Moses
Pesando and Shum	2008	Modern prints	1977-2004	80,214		1.51%	Gordon's Print Price Annual

Bron: Renneboog en Spaenjers (2009)

Bijlage 3.2: Optimal active allocatie en portefeuille diversificatie

This table presents the asset weights (w) of three mean variance efficient portfolios excluding (Panel A) and including art (Panel B) as an alternative asset class. Short selling is not allowed in any portfolio and all weights must sum to unity. Restriction B constrains any asset class to get assigned a weight between 0% and 25%. Restriction C is more vigilant as asset classes can get assigned a maximum weight of 18.75%.

Panel A: Excluding art

Asset class	Asset Class Weights		
	Restriction A $\infty\% \geq w \geq 0\%$	Restriction B $25\% \geq w \geq 0\%$	Restriction C $18.75\% \geq w \geq 0\%$
Art	0.0000	0.0000	0.0000
Commodities	0.0506	0.1344	0.1866
Corp. Bonds	0.4032	0.2500	0.1875
Equity	0.0000	0.1156	0.1875
Govt. Bonds	0.2043	0.2500	0.1875
Hedge Funds	0.3419	0.2500	0.1875
Private Equity	0.0000	0.0000	0.0000
Real Estate	0.0000	0.0000	0.0634
Reward-to-variability ratio	2.4419	2.1642	1.7154
Mean portfolio return	0.0920	0.0897	0.0889
Standard dev. of portfolio return	0.0293	0.0320	0.0399

Panel B: Including art

Asset class	Asset Class Weights		
	Restriction A $\infty\% \geq w \geq 0\%$	Restriction B $25\% \geq w \geq 0\%$	Restriction C $18.75\% \geq w \geq 0\%$
Art	0.0000	0.0325	0.0572
Commodities	0.0506	0.1252	0.1875
Corp. Bonds	0.4032	0.2500	0.1875
Equity	0.0000	0.0923	0.1875
Govt. Bonds	0.2043	0.2500	0.1875
Hedge Funds	0.3419	0.2500	0.1875
Private Equity	0.0000	0.0000	0.0000
Real Estate	0.0000	0.0000	0.0053
Reward-to-variability ratio	2.4419	2.1837	1.7651
Mean portfolio return	0.0920	0.0882	0.0856
Standard dev. of portfolio return	0.0293	0.0310	0.0369

Bron: Kraussl en Elsland (2008)

Bijlage 4: Enquête

Bijlage 4.1 Online Enquête

Vragenlijst- Alternatief beleggen

Geachte mevrouw
Geachte heer

Deze vragenlijst dient als onderdeel van een **masterproef** van twee studenten handelsingenieur aan de universiteit in Hasselt, met als onderwerp: "studie naar de toekomst van alternatieve beleggingsvormen". Het doel van deze enquête is het investeringsgedrag van particuliere investeerders te achterhalen. De promotor van deze masterproef is Prof. dr. Ghislain Houben.

Het lezen van de inleiding en het invullen van de enquête duurt ongeveer **15 minuten**. De individuele gegevens worden strikt vertrouwelijk behandeld. Als u dit wenst, kunt u een samenvatting van de resultaten ontvangen. U kunt op het einde van de vragenlijst voor deze optie kiezen. Als u lid bent van een beleggingsclub en hiervan tenminste 10 leden deze enquête invullen, ontvangt uw beleggingsclub een exemplaar van onze masterproef.

Met vriendelijke groet,

Johnny Van Holzaet	Niels Deckers
	

Vragenlijst- Alternatief beleggen

Uitleg begrippen:

Traditionele beleggingen zijn investeringen in financiële producten zoals aandelen, obligaties, deposito's (spaarrekening), termijnrekeningen en beleggingsvormen zonder of met kapitaalsbescherming.

Alternatieve beleggingen kunnen verschillende vormen aannemen. Alternatieve beleggingen bezitten een ander risico- en rendementsperspectief in vergelijking met traditionele beleggingen.

Vragenlijst- Alternatief beleggen

Uitleg begrippen:

Onze masterproef en deze enquête bevatten de volgende alternatieve beleggingsvormen:

- **Grondstoffen:** directe investering, ETF's, turbo's, futures, opties en fondsen in allerlei grondstoffen zoals energie (olie, gas,...) ; metalen (aluminium, koper, zilver, goud,...) ; vee (varkens, koeien,...) ; landbouw (koffie, suiker, tarwe, rijst,...)
- **Vastgoed:** koop en verkoop van onroerende goederen, koop met als doel het pand te verhuren, vastgoedfondsen, certificaten,...
- **Wijn:** aan- en verkoop van flessen wijn, investering in een wijndomein, eigen wijnkelder, wijnleasing (huur van wijnstokken met als doel de wijnopbrengst te verkopen), wijnfonds, aankoop en verkoop via een veiling, .
- **Kunst:** kunstwerken aan- en verkopen via galerijen, veilingen, online (ArtPrice,...) ; participeren in een kunstfonds; eigen kunstcollectie,...

1. Wat is uw geslacht?
- man
 - vrouw
2. Wat is uw leeftijd?
- tussen 18 en 29 jaar
 - tussen 30 en 39 jaar
 - tussen 40 en 49 jaar
 - tussen 50 en 59 jaar
 - 60 jaar en ouder

4. Dewelke is uw hoogste opleidingsniveau?
- lager onderwijs
 - secundair onderwijs
 - hoger niet-universitair onderwijs
 - universitair onderwijs

5. Wat is uw gezinssituatie?
- alleenstaand
 - samenwonend
 - gehuwd

6. Heeft u kinderen ten laste?
- ja
 - neen

7. Wat is de grootte van uw onroerend vermogen (huizen, appartementen, bouwgronden) ?
- minder dan 150.000 euro
 - van 150.000 tot 300.000 euro
 - van 300.000 tot 500.000 euro
 - meer dan 500.000 euro

8. Hoe groot zijn uw spaar-en beleggingstegoeden?
- minder dan 25.000 euro
 - van 25.000 tot 125.000 euro
 - van 125.000 tot 250.000 euro
 - meer dan 250.000 euro

9. Hoe groot is uw maandelijks netto-inkomen?
- minder dan 1.250 euro
 - tussen 1.250 en 2.000 euro
 - tussen 2.000 en 3.000 euro
 - tussen 3.000 en 4.000 euro
 - meer dan 4.000 euro

10. Welke van onderstaande categorieën kent u als een beleggingsvorm?

- Obligaties (staatsbon, kasbon)
- Kunst
- Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming (aandelenfonds, obligatiefonds)
- Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming (vb. Fix-fonds)
- Wijn
- Aandelen
- Grondstoffen
- Spaarboekje
- Vastgoed

11. In welke van onderstaande beleggingen heeft u reeds belegd?

- Obligaties (staatsbon, kasbon)
- Kunst
- Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming (aandelenfonds, obligatiefonds)
- Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming (vb. Fix-fonds)
- Wijn
- Aandelen
- Grondstoffen
- Spaarboekje
- Vastgoed

Situatie: Stel u heeft een vermogen van 400.000 euro geërfd en u beslist vervolgens om deze som te beleggen. Met deze geldsom wilt u een beleggingsportefeuille samenstellen naar uw keuze en naargelang uw eigen risicoaversie. De volgende reeks vragen zal u telkens een beschrijving geven over de algemene toestand van de economie. Bij elk van deze scenario's dient u overeenkomstig een percentage in te vullen die de procentuele beleggingswaarde weergeeft van de beleggingen waarin u wenst te investeren.

12. Stel dat de economie net aan het herstellen is van een economische recessie. De werkloosheid daalt en de gezinnen consumeren geleidelijk aan meer. In welke van de volgende beleggingen wenst u te investeren. Gelieve een percentage in te vullen zodat de totale som 100% is. De periode 2002-2003 kan als referentieperiode dienen.

Obligaties (staatsbon, kasbon)	<input type="text"/>	%
Kunst	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming (aandelenfonds, obligatiefonds)	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming (Fix-fonds)	<input type="text"/>	%
Wijn	<input type="text"/>	%
Aandelen	<input type="text"/>	%
Grondstoffen	<input type="text"/>	%
Spaarboekje	<input type="text"/>	%
Vastgoed	<input type="text"/>	%
Andere:	<input type="text"/>	%
Totaal:	<input type="text"/>	

Situatie: Stel u heeft een vermogen van 400.000 euro geërfd en u beslist vervolgens om deze som te beleggen. Met deze geldsom wilt u een beleggingsportefeuille samenstellen naar uw keuze en naargelang uw eigen risicoaversie. De volgende reeks vragen zal u telkens een beschrijving geven over de algemene toestand van de economie. Bij elk van deze scenario's dient u overeenkomstig een percentage in te vullen die de procentuele beleggingswaarde weergeeft van de beleggingen waarin u wenst te investeren.

13. stel dat de economie zich in een sterk expansieve fase bevindt. Dit betekent dat de werkloosheid heel laag is en de gezinnen veel consumeren. De financiële markten zijn gunstig en vertonen een opwaartse trend. In welke van de volgende beleggingen wenst u te investeren. Gelieve een percentage in te vullen zodat de totale som 100% is. De periode 2004-2007 kan als referentieperiode dienen.

Obligaties (staatsbon, kasbon)	<input type="text"/>	%
Kunst	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming (aandelenfonds, obligatiefonds)	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming (Fix-fonds)	<input type="text"/>	%
Wijn	<input type="text"/>	%
Aandelen	<input type="text"/>	%
Grondstoffen	<input type="text"/>	%
Spaarboekje	<input type="text"/>	%
Vastgoed	<input type="text"/>	%
Andere:	<input type="text"/>	%
Totaal:	<input type="text"/>	%

Situatie: Stel u heeft een vermogen van 400.000 euro geërfd en u beslist vervolgens om deze som te beleggen. Met deze geldsom wilt u een beleggingsportefeuille samenstellen naar uw keuze en naargelang uw eigen risicoaversie. De volgende reeks vragen zal u telkens een beschrijving geven over de algemene toestand van de economie. Bij elk van deze scenario's dient u overeenkomstig een percentage in te vullen die de procentuele beleggingswaarde weergeeft van de beleggingen waarin u wenst te investeren.

14. Stel de economie zich in een recessie bevindt. Dit betekent een hoge werkloosheid en een verminderde consumptie. De financiële markten zijn ongunstig en vertonen een neerwaartse trend. In welke van de volgende beleggingen wenst u te investeren. Gelieve een percentage in te vullen zodat de totale som 100% is. De huidige financiële crisis (2008-2009) kan als referentieperiode dienen.

Obligaties (staatsbon, kasbon)	<input type="text"/>	%
Kunst	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen zonder kapitaalbescherming (aandelenfonds, obligatiefonds)	<input type="text"/>	%
Beleggingsfondsen met kapitaalbescherming (Fix-fonds)	<input type="text"/>	%
Wijn	<input type="text"/>	%
Aandelen	<input type="text"/>	%
Grondstoffen	<input type="text"/>	%
Spaarboekje	<input type="text"/>	%
Vastgoed	<input type="text"/>	%
Andere:	<input type="text"/>	%
Totaal:	<input type="text"/>	%

15. Heeft uzelf reeds in alternatieve beleggingen (grondstoffen, vastgoed, wijn, kunst,...) geïnvesteerd?

ja
 neen

16. Duid aan wat voor u past. U mag maximaal 3 antwoorden aanduiden. Indien u meerdere antwoorden aanduidt, rangschik dan van 1 tot 3 in volgorde van belangrijkheid. (1= belangrijkste reden)
 De voornaamste reden(en) waarom ik in alternatieve beleggingen (grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst) investeer is/zijn omdat:

- ik een gediversifieerde portefeuille wil aanhouden.
- ik een hogere return wil behalen.
- ik mij wil indekken tegen de inflatie.
- ik mij wil indekken tegen een financiële crisis.
- het spaarboekje te weinig opbrengt.
- obligaties te weinig opbrengen.
- investeren in aandelen een te groot risico is.
- ik een tastbaar activa in handen wil hebben in plaats van een waardepapier.
- alternatieve beleggingen beter hun waarde behouden tijdens een recessie.

andere reden:
 Welke andere reden(en)?

17. Bent u in de toekomst bereid om te investeren in alternatieve beleggingen (grondstoffen, vastgoed, wijn en kunst)?

ja
 neen

18. In welke van de volgende alternatieve beleggingen bent u bereid te investeren?

- Kunst
- Vastgoed
- Grondstoffen
- Wijn

19. Waarom wilt u niet investeren in alternatieve beleggingen? U mag maximaal 3 antwoorden aanduiden. Indien u meerdere antwoorden aanduidt, rangschik dan van 1 tot 3 in volgorde van belangrijkheid. (1= de belangrijkste reden)

- ik heb te weinig kennis om doordacht te kunnen investeren in deze beleggingen.
- Ze vormen een te groot risico om te investeren.
- Ze brengen een te laag rendement op in vergelijking met traditionele investeringen.
- ik blijf in traditionele beleggingen investeren omdat ik hier vertrouwd mee ben.
- Er bestaat geen instantie of financiële instelling die mij de mogelijkheid biedt om te investeren in deze beleggingen.

Andere reden:
 Welke andere reden?



20. Hoe verwacht u dat het investeringsklimaat binnen nu en 5 jaar zal zijn voor de volgende beleggingsvormen?

	Zeer goed	goed	matig	slecht	zeer slecht
Aandelen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Obligaties	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Spaarboekje	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vastgoed	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Grondstoffen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wijn	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kunst	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

21. Indien u lid bent van een beleggingsclub, maakt uw club kans op een exemplaar van onze masterproef. Gelieve hieronder de naam van uw beleggingsclub in te vullen indien u dit wenst.

22. Indien u een samenvatting van de resultaten van deze enquête wenst, kan u hieronder uw e-mail adres achterlaten.

Bijlage 4.2: Kruistabel vraag 8 en vraag 11

 Werkelijke waarde	Totaal				
		Kunst	Wijn	Grondstoffen	Vastgoed
 Verwachte waarde	153	26	13	75	92
		17,00%	8,50%	49,00%	60,10%
minder dan 25.000 euro	23	2	1	10	6
	15,00%				
		3	1	8	10
van 25.000 tot 125.000 euro	48	5	1	21	27
	31,40%				
		7	4	22	26
van 125.000 tot 250.000 euro	37	5	5	16	25
	24,20%				
		7	3	20	24
meer dan 250.000 euro	45	14	6	28	34
	29,40%				
		9	4	25	31



Bron: eigen verwerking

Bijlage 4.3: Kruistabel vraag 9 en vraag 11

 Werkelijke waarde	Totaal				
		Kunst	Wijn	Grondstoffen	Vastgoed
 Verwachte waarde	153	26	13	75	92
		17,00%	8,50%	49,00%	60,10%
minder dan 1.250 euro	14	1	1	10	3
	9,20%				
		2	1	5	6
tussen 1.250 en 2.000 euro	25	1	-	11	9
	16,30%				
		4	2	11	13
tussen 2.000 en 3.000 euro	40	5	1	14	25
	26,10%				
		7	3	19	23
tussen 3.000 en 4.000 euro	30	8	5	13	17
	19,60%				
		6	3	16	20
meer dan 4.000 euro	44	11	6	27	38
	28,80%				
		8	4	24	29

Bron: eigen verwerking

Bijlage 4.4: Kruistabel vraag 5 en vraag 11

 Werkelijke waarde	Totaal				
		Kunst	Wijn	Grondstoffen	Vastgoed
 Verwachte waarde	152	26	13	74	91
alleenstaand	52	7	1	28	19
	34,20%				
		8	4	23	28
samenwonend	24	3	1	7	16
	15,80%				
		4	2	10	12
gehuwd	76	16	11	39	56
	50,00%				
		14	7	41	51

Bron: eigen verwerking

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Studie naar de toekomst van alternatieve beleggingsvormen

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2010**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Deckers, Niels

Van Holzaet, Johnny

Datum: **31/05/2010**