

• FINANCIAL MAGAZINE •

LE POINT

FINANCIER

JAARGANG 7 • NR. 3 • LE POINT Q3 2020 • WWW.STEVENSDEMUNTER.COM



STEVENS &
DE MUNTER

Generations you can bank on®

06

HOOFDARTIKEL

Follow the money

Een ervaren collega verraste mij ooit met de uitspraak "Beleggen is gemakkelijk, follow the money". Ze klinkt als een boutade waar je praktisch niets mee kunt. Maar indien je het letterlijke niveau overstijgt, bevat deze stelling veel waarheid.



12

SPOTLIGHT

A Goldilocks scenario

Gold prices are back at levels not seen since 2012. Are they here to stay or is it time to take profit?

16

VASTGOED

Is uw vastgoed coronabestendig?

Terwijl vastgoedmakelaars en notarissen noodgedwongen tijdelijk de deuren moesten sluiten, kon de beursgenoteerde vastgoedbelegger naar hartenlust kopen en verkopen in elk van de Belgische GVV's.

20

TECHNOLOGIE

Corona, de supergeleider voor de technologiesector

Vele bedrijven lijden onder de corona-epidemie maar er zijn ook winnaars, zoals de technologiebedrijven. Door deze gezondheidscrisis zijn mensen immers afhankelijker geworden van technologie.

24

ONDERNEMEN

Interview met Frédéric Rouvez, CEO EXKI

Over gezond eten, Covid-19 en economische vooruitzichten

28

RESEARCH

Achtergestelde obligaties een interessant alternatief?

Deze leveren een regelmatig inkomen maar bieden vaak nog wel een aantrekkelijk rendement. Een analyse.

32

SUCCESSIE

Het einde van de 'kaasroute'?

Zal er binnenkort een einde komen aan de schenkingen die in Nederland bij notariële akte moeten worden gedaan om de registratiekosten van 3%, 3,3%, 5,5% of 7% in België te vermijden?

04 POINT

Voorwoord Anne-Cécile Rozet

34 BELASTINGEN

Coronamaatregelen Vlaamse Belastingdienst inzake registratie- en erfbelasting

37 PUZZEL

Even ontspannen? Tijd voor onze zomerzoeker



STEVENS &
DE MUNTER

LUXEMBURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIË

Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm.lu

Follow us



LE POINT FINANCIER Q3 2020

Copyright © 2020 Stevens & De Munter.
All rights reserved.

DISCLAIMER

Dit magazine is een publicatie van Stevens & De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg.

Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Stevens & De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal.

Medewerkers van Stevens & De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden.

De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Stevens & De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Stevens & De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency



THE 6TH EDITION
OF THE
SDM CLASSIC

5 & 6
SEPTEMBER
2020

1 DAY DRIVE
CONDROZ REGIO
MET OVERNACHTING

2020
SDM
CLA
SSIC

goodie bag – rally plates & signage – personalised apparel limited edition

Ralph Lauren – breakfast – lunch – Taittinger apero – fancy dinner with

musical entertainment – overnight stay with breakfast

www.sdmclassic.com

"Mens en economie" en welk post-coronavirus economisch model?

Al jaren, en des te meer sinds de derde fase van de lockdown die leidde tot de heropening van winkels, restaurants en bars, krijgen we voortdurend te horen dat "we de economie boven de mens plaatsen". Echter, de beslissing voor een sluiting van de economie met een wereldwijde ineenstorting van de financiële markten en een enorme werkloosheid tot gevolg, werd net genomen om onze ouderen en de meest kwetsbaren in onze samenleving te beschermen. Dit terwijl we dachten dat we naar een meer individualistische samenleving toegroeien.

Niettemin, leidde deze crisis ertoe dat we dieper nadenken over onze relatie met anderen, onze relatie met het werk, maar ook over verandering binnen de familie sfeer, ... of zelfs over het veranderen van ons bedrijfsmodel. Een crisis is altijd een versneller van mutatie. De coronaviruscrisis zal geen uitzondering zijn. Vandaag, met de Covid-19 crisis, is er een significant verschil met eerdere crises. 2019 toonde aan dat de politieke en economische machten beseften dat verandering nodig was. Deze crisis komt na een bewustmaking in onze samenleving (klimaatprotest, gele hesjesdemonstra-

tie, politieke crisis, concrete aankondigingen van bedrijven die op weg zijn naar meer duurzaamheid, enz.).

Men kan echter het huidige economische systeem willen veranderen, maar er is geen samenleving zonder economie. Zonder economie is er geen financiering voor gezondheidszorg, huisvesting, onderwijs, cultuur, pensioenen, ... Het is noodzakelijk om te ondernemen, te investeren en te produceren om rijkdom te creëren in een land. En, het is deze productiecapaciteit die opeenvolgende technologische en wetenschappelijke revoluties voor het menselijk welzijn mogelijk maakt.

Door de Covid-19 crisis en de 6-weeken durende lockdown, voorspellen statistieken dat 15% van de bedrijven failliet zou kunnen gaan. Veel mensen worden geconfronteerd met problemen in verband met liquiditeit en bedrijfscontinuïteit als gevolg van een aanzienlijke daling van de omzet (afwezigheid of daling van de vraag en problemen in toeleveringsketens). Dit is een menselijk probleem, niet alleen voor aandeelhouders, eigenaars of zelfstandigen, maar ook voor werknemers. Het risico van faillissement kan leiden tot verregaande armoede. De economie is niet tegen de mens, maar deel van de mens.

Bij Stevens & De Munter blijven mensen de kern van de bankrelatie. We kennen onze klanten dankzij de vertrouwensrelatie die zich heeft ontwikkeld. We luisteren naar de behoeften van onze klanten en geven hen het meest geschikte advies mbt hun situatie en beleggingsprofiel. Wij beheren het vermogen van onze klanten als een "goede huisvader" en ondersteunen hen bij het beheer van hun patrimonium. Zij weten precies wat er in hun portefeuille zit omdat we hun activa beleggen via directe lijnen en niet via fondsen van fondsen die vaak ondoorzichtig zijn en die we niet kunnen controleren. Hetzelfde geldt voor goud, dat dient als een veilige haven binnen een portefeuille. Hier geven we de voorkeur aan goud door middel van trackers ondersteund door fysiek goud, in plaats van synthetische trackers. We staan in nauw contact met onze klanten en richten ons op het beschermen van hun kapitaal.

Als mensen deel uitmaken van de economie, vraagt men zich af wat het economische model van morgen zal zijn, zodra deze pandemie is verdwenen of als die aanhoudt. Moeten we ermee leren leven?

We hebben het over de verplaatsing van bepaalde producties als oplossing.

Zouden we bereid zijn om smartphones, computers en auto's te betalen tegen Belgische of Europese productiekosten? Veel producten worden simpelweg onbetaalbaar. Het is waar dat aan het begin van de pandemie, België kampte met een tekort aan mondmaskers en medicijnen die van cruciaal belang waren voor de bestrijding van het virus, omdat ze gemaakt werden in China of India, waar de productiekosten lager zijn. We hebben dit ook gezien bij landen die grotendeels voeding importen en te kampen hadden met voedseltekorten. Daarom kopen steeds meer Belgische en Europese supermarkten nu lokale producten. Kunnen nationale zelfvoorziening in gezondheidsproducten en basisbehoeften van voedsel een oplossing bieden? Dat is onwaarschijnlijk. De coronacrisis zou echter de trend naar deglobalisering kunnen versnellen en de duurzame ontwikkeling van onze economieën kunnen stimuleren. Nieuwe gewoonten zijn aangemaakt tijdens de lockdown en zullen waarschijnlijk leiden tot nieuwe consumptiepatronen.

En hoe zit het met de ontwikkeling van thuiswerk? Alhoewel professionele interacties een bron zijn van creativiteit en productiviteit maar ook een belangrijk deel uitmaken van ons



ANNE-CÉCILE ROZET
Bestuurder SDM Brussel

foto Cassandra Sturbois

sociale leven, had niemand zich kunnen inbeelden in welke mate thuiswerk zowel "levenskwaliteit" en "werk" kan combineren. De thuiswerker heeft het plezier geproefd van het verzoenen van zijn gezinsleven en zijn professionele leven. Studies hebben aangetoond dat de productiviteit evenredig is aan het niveau van tevredenheid van de persoon die het produceert. Aan de andere kant had het ontbreken van reizen tijdens deze insluiting een directe invloed op de luchtkwaliteit en zorgde het voor enige rust voor de planeet. Daarnaast heeft digitalisering enkele belangrijke winnaars in deze crisis waaronder telewerk bevorderden via webinars of online meetings als e-commerce. Zelfs degenen die het meest tegen de evolutie van digitale technologie waren, zijn gedwongen zich eraan te onderwerpen, of het nu gaat om thuiswerkers of de bedrijven zelf. Thierry Geerts, CEO van

Google: "We hebben in twee maanden een digitaliseringscursus gevolgd die vijf jaar zou hebben geduurd."

En wat als de post-lockdown leidt tot een versterking van sociale netwerken en ons verplicht om ons aan te passen aan een samenleving die alsmaar sneller gaat? Zal deze crisis leiden tot definitieve veranderingen? Welke veranderingen(en) moeten we verwachten? Hoe kunnen we ons een nieuwe wereld voorstellen? En hoe kunnen we onze denkpatronen en gewoonten aanpassen? Er is een zekerheid dat niets meer hetzelfde zal zijn als voorheen en dat we kunnen hopen dat we niet volledig op dezelfde voet opnieuw zullen beginnen. Wordt vervolgd...

Anne-Cécile



Follow the money

Een ervaren collega verraste mij ooit met de uitspraak “Beleggen is gemakkelijk, follow the money”. Ze klinkt als een boutade waar je praktisch niets mee kunt. Maar indien je het letterlijke niveau overstijgt, bevat deze stelling veel waarheid.

Supertrends

In ons beleggingsproces richten wij onze aandelenbeleggingen overwegend naar bedrijven die participeren in supertrends. Dit zijn trends die meer investeringen aantrekken omdat de vraag structureel stijgt. We onderscheiden er momenteel 6:

Digitalisering (incl. AI en robotisering) : zowat elk proces in onze maatschappij maakt gebruik van informatica - het aantal toepassingen neemt almaar toe.

Duurzaamheid

Infrastructuur: Opdat de positieve effecten van globalisering en massaconsumptie maximaal doordringen tot de 7,8 miljard aardbewoners is er nood aan infrastructuur. De steden zijn al sinds de middeleeuwen de bakermat van creativiteit, vernieuwing en dus vooruitgang. Dat is vandaag evenzeer het geval.

Outsourcing: specialisatie is de basis van de vooruitgang. Bedrijven besteden steeds meer functies uit aan gespecialiseerde externen. Dit gaande van het opstellen van een strategische 'review' tot de uitbating van het bedrijfsrestaurant of het bestrijden van ongedierte in het magazijn.

Vergrijzing: de levensverwachting van de mensheid stijgt omwille van een continu verbeterende gezondheid en hygiëne.

Vrije tijd & luxe: We beschikken over meer vrije tijd enerzijds door de gestegen levensverwachting. Anderzijds door een meer 'millennial' levensfilosofie. De vraag naar luxe stijgt omwille van de groeiende middenklasse. Hier moet zeker gezegd worden dat globaal de ongelijkheid stijgt omdat de kloof tussen de rijkste enerzijds en de middelste en armste van de bevolking anderzijds, toeneemt.

Concurrentieel voordeel

Daarnaast selecteren we bedrijven die over een concurrentieel voordeel beschikken. Zo'n voordeel leidt immers tot een hogere prijszettingskracht. Dit leidt tot meer winst, hogere investeringscapaciteit en R&D en hogere prijszettingskracht. We onderscheiden 5 bronnen van concurrentieel voordeel :

Immateriële activa: een sterk merk of een patent: bvb. Gucci van Kering, Sanofi.

Netwerkeffecten: hierbij neemt de waarde van het product of dienst toe naarmate het aantal gebruikers ervan stijgt. Bijvoorbeeld WhatsApp van Facebook.

Schaalvoordeel: Als je de grootste speler bent in een industrie, heb je een schaalvoordeel. Waardoor je in verhouding de laagste kosten hebt, bvb. AB Inbev.

Kostenvoordeel: Wanneer managers de geplande strategie van de raad van bestuur efficiënt implementeren kan je een bijkomend significant kostenvoordeel bezitten. Dat leidt op zijn beurt tot hogere marges of een hoger marktaandeel zoals Colruyt.

Overstapkosten: Wanneer de kosten (of inspanning) voor een consument of bedrijf groot zijn om over te schakelen op het product van een concurrent, is de kans groot dat men ook in de toekomst jouw product blijft kopen. Bijvoorbeeld de integratie van een SAP's besturingssysteem kan lang en heel gedetailleerd zijn, waardoor het bedrijf niet snel zal overstappen naar een ander systeem.

De aandelenbeurs overdrijft meestal in negatieve zin, maar herstelt steeds

"Follow the money" werkt alleszins in een stijgende markt. Maar dan: 1) is een systeemfout ontstaan in de Amerikaanse economie die de vraag naar tweede en derde woningen irrationeel hoog heeft opgedreven. Dit hield de stevige kwaliteit van hypothecair schuld papier onderuit tot rommelstatus (grote financiële crisis 2008-09), 2) vuurt Noord-Korea een nucleaire lange-afstandsraaket af boven een Japans schiereiland (september 2017), 3) communiceert de Amerikaanse centrale Bank verkeerd over het rentebeleid (december 2018), of 4) breekt een pandemie uit: Covid-19 (maart 2020 - ...).

...en gaat de beurs enkele 10-tallen % onderuit.

De beurs hield vooraf geen rekening met deze gebeurtenissen. En dient de actuele waarde van toekomstige inkomsten van de bedrijven ad hoc bij te stellen. Afhankelijk van de impact op korte termijn, spreken we van een beurscorrectie. Deze beurscorrectie bedraagt tussen de -10% en -20%. Is de daling groter dan -20%, dan spreken we van een berenmarkt.

Snelle handelaars kunnen hier –soms– hun voordeel mee doen. Maar voor de meeste beleggers komt het volledige inzicht te laat om adequaat te kunnen reageren. Zij dienen de gebeurtenissen dus te ondergaan en te wachten op beterschap. Dat lijkt te wijzen op lankmoedigheid en dus een verkeerde attitude. Maar tenzij je de beurscapriolen op korte termijn kan voorspellen, is het de juiste. Zoals de seculaire grafiek 1 aangeeft. In die zin wens ik dan de uitspraak van mijn wijze collega dus te nuanceren: “Follow the money” naar structureel beter presterende bedrijven en laat het daar.

Covid 19

De aandelenbeurs heeft zich spectaculair hersteld van de berenmarkt van maart-april 2020. Covid-19 zal geen algemene deflatoire druk meer zetten van zodra er een vaccin bestaat. Het is redelijk om te verwachten dat dit begin 2021 het geval zal zijn. De belangrijkste conclusie hier is dat het netto BBP-effect over 2020 en 2021 mogelijks helemaal geen krimp als resultaat geeft. Maw beleggers die verder kijken dan 2021, houden al terug rekening met een groeiscenario. Zoals ook blijkt uit de onderstaande verwachtingen van JP Morgan (grafiek 2).

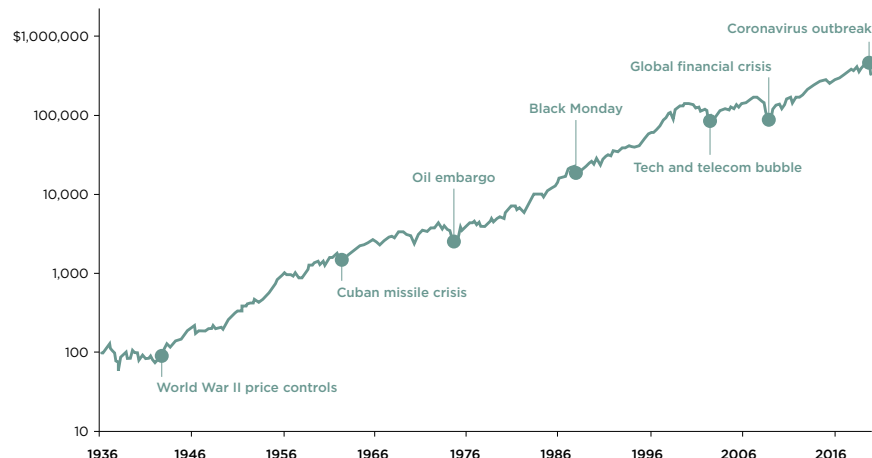
Het herstel in Europa zal in het begin sneller verlopen omwille van ons systeem van tijdelijke werkloosheid en openbare ziekteverzekering. Dit is minder in voege in de VS. Idem voor de winstverwachtingen van 2020 en 2021. Het is een onmogelijke taak om vandaag een accurate winstvoorspelling voor een cyclisch bedrijf te maken. Maar indien JP Morgan hieronder, over de volgende 7 kwartalen de gemiddelde winst van alle bedrijven min of meer juist inschat, zou binnen enkele maanden het ergste achter de rug moeten zijn (grafiek 3).

Voorwaarden

Algemeen is de markt dus van mening dat na een heftige maar korte recessie een even spectaculair herstel volgt. De 5 voorwaarden voor zo'n snel herstel zijn :

GRAFIEK 1 - 'MARKTEN OVERDRIJVEN MEESTAL, MAAR HERSTELLEN ALTIJD'

Bron: RIMES, Standard & Poor's 500 Total Return Index in USD. Periode 1936 tot 2020.

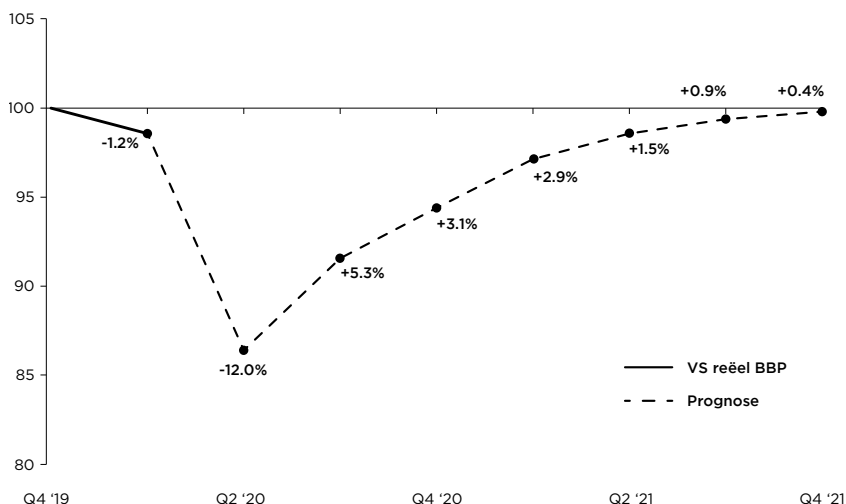


GRAFIEK 2 - ECONOMISCHE GROEIVOORUITZICHTEN

JP Morgan Market Watch (Mei 2020)

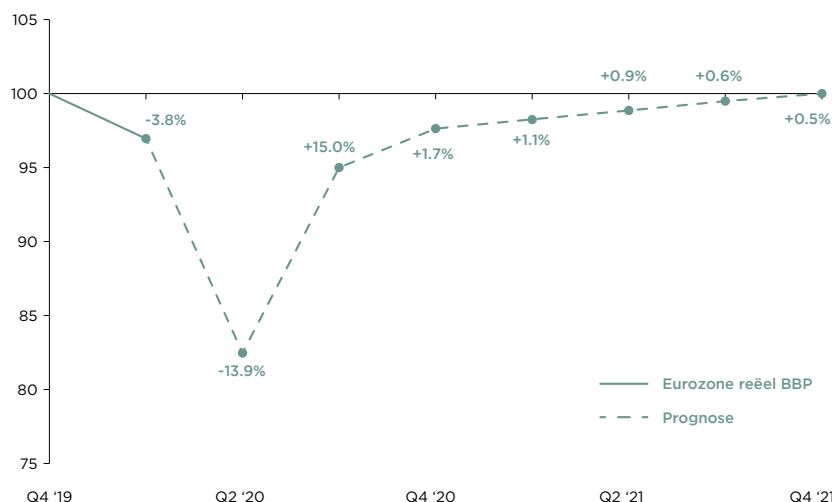
VS groeiramingen reëel BBP op kwartaalbasis

Indexniveau, omgezet naar 100 bij Q4 '19, labels zijn % verandering kwartaal op kwartaal



Eurozone groeiramingen reëel BBP op kwartaalbasis

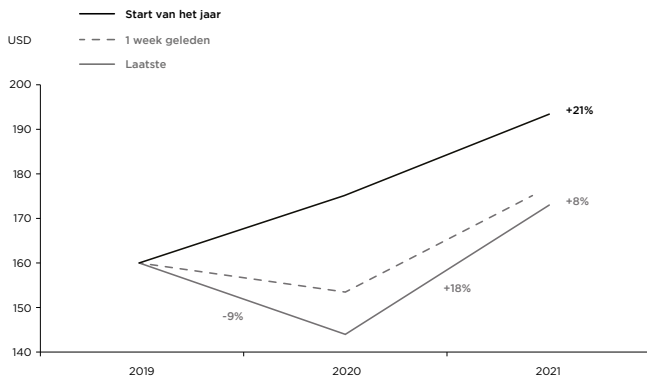
Indexniveau, omgezet naar 100 bij Q4 '19, labels zijn % verandering kwartaal op kwartaal



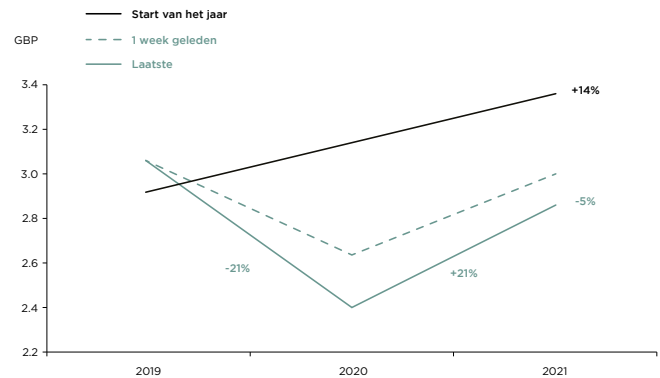
GRAFIEK 3 - VERWACHTE EVOLUTIE VAN DE WINSTEN OVER 2020 - 2021

JP Morgan Market Watch (Mei 2020). Data tot 14/04/2020

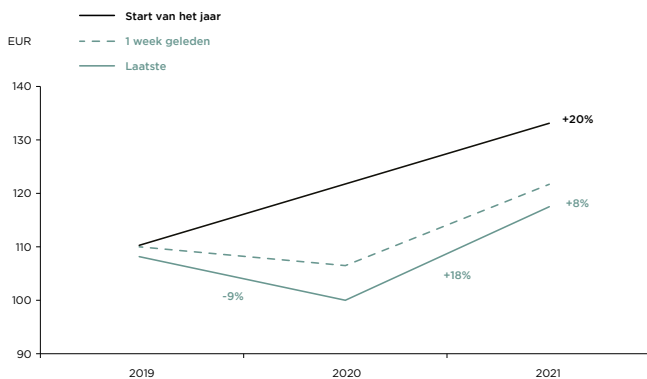
S&P 500 winst per aandeel consensus schattingen



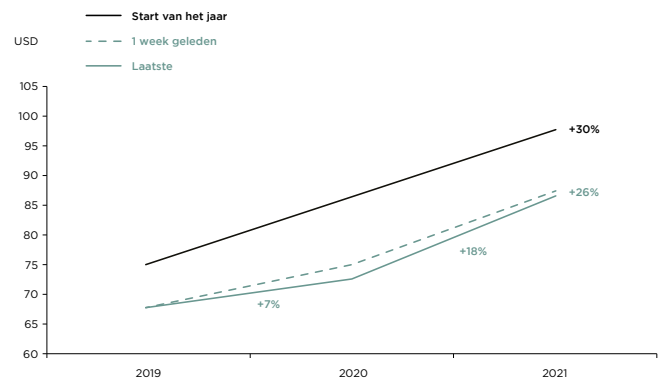
FTSE winst per aandeel consensus schattingen



MSCI Europa ex-UK winst per aandeel consensus schattingen



MSCI EM winst per aandeel consensus schattingen



1. Nieuwe besmettingen Covid-19 dienen vooralsnog te stabiliseren op een laag niveau zodat een tweede lockdown kan vermeden worden. En de ontwikkeling van een vaccin tegen begin 2021.
2. Overheden dienen de vraagschok nu op te vangen door vervangingsinkomen te voorzien voor werknemers en zelfstandigen.
3. Overheden dienen solvabiliteit/liquiditeit van de bedrijven nu te ondersteunen door maatregelen van economische werkloosheid, extra krediet voor bedrijven.
4. Overheden dienen grote deficits (> 10 % van het bbp) te kunnen aangaan om (2) en (3) te financieren. Dit om te vermijden dat de werkloosheid te sterk stijgt en de recessie een te deflatoire invloed heeft op het systeem.
5. Centrale banken dienen de verse overheidsschuld op te kopen. Deze omdat enerzijds Covid-19 een crisis is die niemand te verwijten valt. Anderzijds is het de zorg van de centrale banken om de stabiliteit te garanderen.

Let op: er zijn twee verschillende definities van "herstel" :

- Terug naar het pre-Corona niveau op het gebied van BBP/capita, werkloosheidsgraad.

- Terug naar een duurzame stijging van het BBP/capita, resp. daling van de werkloosheid na het hebben bereikt van een relatief dieptepunt.

De beurs hanteert de tweede definitie; verschillende macro-economen hanteren de eerste. Voorwaarden 2, 3, 4 en 5 zijn sinds +/- 18 maart vervuld. De eerste voorwaarde lijkt ook vervuld te worden nu sinds 8 juni de lockdown maatregelen grotendeels zijn opgeheven. De beurs heeft zich dus spectaculair kunnen herstellen (grafiek 4).

De pessimisten beweren

Extrapolatie van de huidige overvloed aan negatieve feiten leidt tot negatieve vooruitzichten op korte termijn. "Dit hebben we nog nooit meegemaakt". Statistisch gezien vangt een fundamenteel herstel pas binnen 5 à 10 maanden aan. Een 'V' vormig herstel komt uiterst zelden voor.

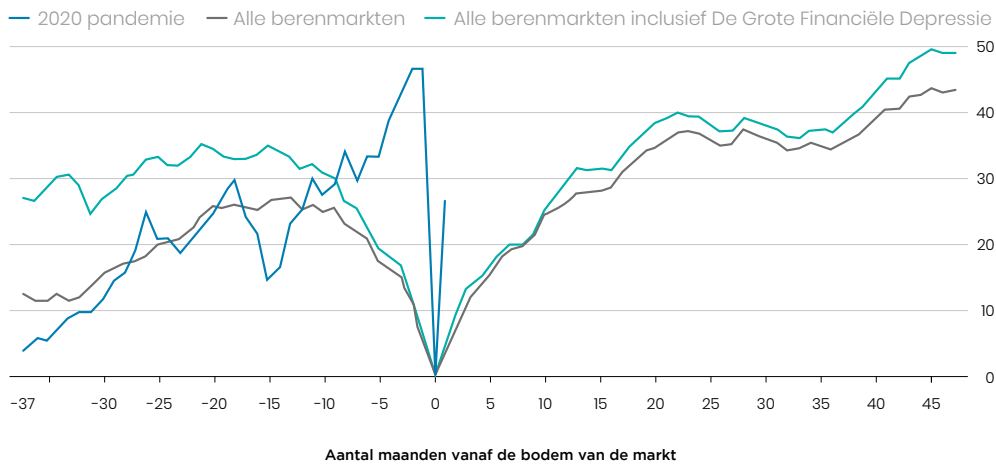
De optimisten beweren

- 1) Deze crisis heeft een exogene oorsprong. De pandemie raakt geleidelijk bezworen, er komt geen tweede lockdown en binnen

GRAFIEK 4 - HOE DE MARKT ZICH DOOR DE GESCHIEDENIS HEEFT HERSTELD

Cumulatieve rendementen van markt bodems voor berenmarkten vanaf 1870 (%)

Bron: FT en Société Générale



enkele maanden is het weer ‘business as usual’. 2) De steun van overheden en centrale banken is gigantisch groot en succesvol. 3) De beurs in het algemeen omvat cyclische sectoren zoals toerisme, horeca, banken die in 2020 uitzonderlijk hard geraakt zullen worden en het globaal gemiddelde sterk neerwaarts verstoren. Als je in die sectoren niet belegt hoeft de waardering van 2021 niet zo duur te zijn, zoals optisch lijkt.

20% meer overheidsschulden

Voor een goede huisvader lijkt de verse overheidsschuldencreatie van 1.000’n miljarden schrikwekkend hoog. Maar omdat dit een crisis is die niemand te verwijten valt, leeft de entente tussen centrale banken en overheden dat deze opgekochte Covid-19-schulden nog heel lang op de balansen van de centrale banken kunnen vertoeven. Centrale banken hebben immers ook de plicht om het financieel systeem stabiel te houden. Mochten zij die Covid-19 schulden niet opkopen, zou de grote depressie uit 1931 zich kunnen herhalen. En zou de financieel-economische schade vele malen groter zijn.

Vermits die schulden zo goed als allemaal zijn uitgegeven aan een negatieve reële rente, kosten ze de schuldenaar wiens inkomsten stijgen met de inflatie in reële termen niets. En over de afbetaling hoeft hij zich geen zorgen te maken. De schuldeiser (centrale bank) beschikt over onbeperkte middelen en gaat blijven herfinancieren. Indien de inflatie door deze massale geldcreatie dan toch toeneemt, wordt de operatie voor de schuldenaar nog goedkoper. Het zal de schuldeiser een zorg wezen : die heeft het geld toch uit het niets gecreëerd.

Maar de kredietbeoordelaars zullen de schuldratio t.o.v. BBP in rekening blijven brengen. Zelfs al zitten de schulden bij geduldige schuldeisers, de solvabiliteit van Italië en Spanje gaat er met extra schulden sterk op achter uit. Toch voor zoverre dat de Covid-19 schulden binnen Europees verband niet gemutualiseerd worden. Wat dat laatste betreft is de beslissing van Merkel & Macron op 18 mei dan weer een historische stap in de juiste richting. Zij stellen aan de 27 lidstaten voor om binnen de Europese Unie een herstellfonds van 750 miljard EUR op te richten :

- Dat gefinancierd wordt door schulden uitgegeven door de Europese Unie (dus niet de lidstaten).
- Dat niet-terugbetaalbare subsidies (‘grants’) verstrekt. Deze worden niet proportioneel toegewezen, maar op basis van Covid-schade en solvabiliteit. Ze doen de schuld van de ontvangende lidstaat niet toenemen.
- Dat terugbetaald wordt in de periode 2028-2058. Dit door de bijdragen van de lidstaten aan de Europese Unie tijdelijk te doen toenemen van de fameuze 1% -die Thatcher al te hoog vond- tot 2%.

Het gevaar op een nieuwe Eurozone-overheidsschuldencrisis is onmiskenbaar gestegen, maar is véél minder prangend dan in 2012.

Visibiliteit

Waar bij het begin van een crisis de visibiliteit altijd het minste is, neemt het voortschrijdend inzicht nadien langzaam maar zeker toe. In feite vormt China nu de vooruitlopende indicator voor Europa en wij zullen dat zijn voor de VS.

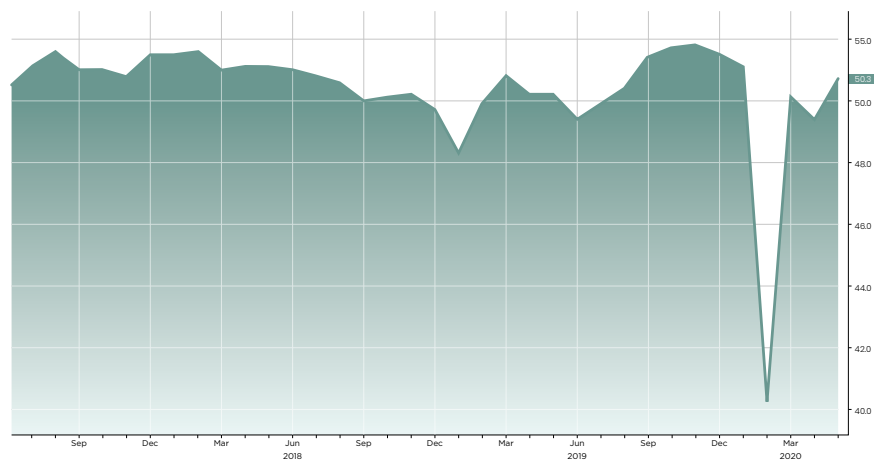
Voor een goede huisvader lijkt de verse overheidsschuldencreatie van 1.000'n miljarden schrikwekkend hoog. Maar omdat dit een crisis is die niemand te verwijten valt, leeft de entente tussen centrale banken en overheden dat deze opgekochte Covid-19- schulden nog heel lang op de balansen van de centrale banken kunnen vertoeven.

In China stellen we in maart een spectaculair herstel van de Caixin PMI-indicatoren vast, zowel voor de nijverheid als voor de dienstensector (grafiek 5).

We stellen hier geen V-, geen U-, geen L-, geen W-, geen swoosh- maar een I-vormig herstel vast. Deze vaststelling verhoogt de kansen op een snel globaal herstel ook voor Europa en de VS, indien deze trend zich doorzet. •

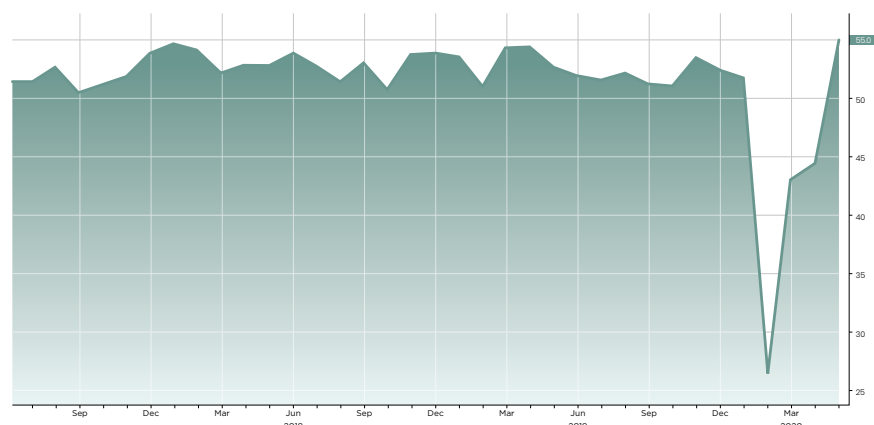
GRAFIEK 5 - CHINA VOORUITLOPENDE INDICATOR NIJVERHEID (CAIXIN)

Bron: Bloomberg



GRAFIEK 5 - CHINA VOORUITLOPENDE INDICATOR DIENSTEN (CAIXIN)

Bron: Bloomberg



A *Goldilocks* scenario

GOLD PRICES ARE BACK AT LEVELS NOT SEEN SINCE 2012. WHILST THIS PRECIOUS METAL IS QUITE VOLATILE, IT DOES PLAY AN IMPORTANT ROLE IN A DIVERSIFIED INVESTMENT PORTFOLIO AS IT PROTECTS AGAINST DEFAULTS, INFLATION AND GEOPOLITICAL EVENTS. WHAT ARE THE DRIVERS BEHIND GOLD PRICES TODAY? ARE THEY HERE TO STAY OR IS IT TIME TO TAKE PROFIT?

The highest level recorded was on the 5th of September 2011 where the precious metal reached USD 1,900 per Ounce. This was during the European debt crisis and S&P's downgrade of the United States' credit rating. Today's gold prices are close to their all-time highs and analysts expect gold prices to keep climbing.

What drives gold prices?

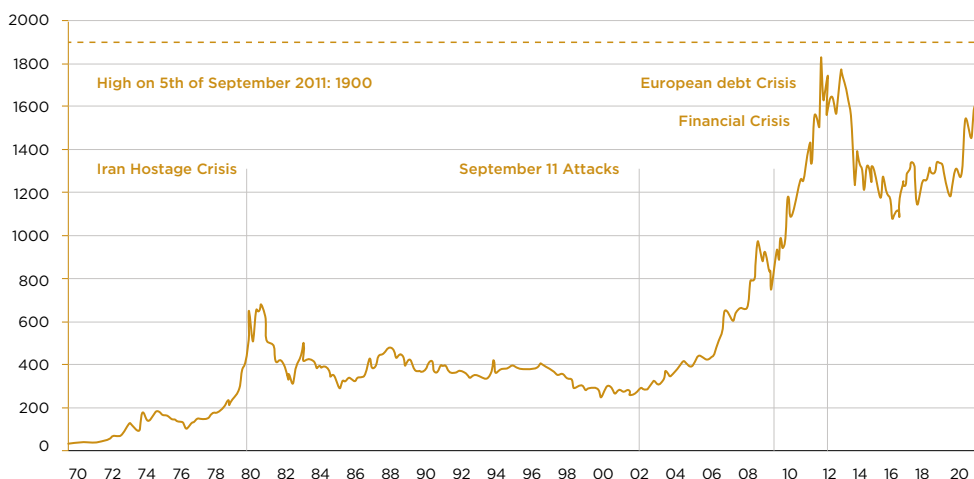
Similar to other commodities, this precious metal is impacted by supply and demand. With gold, it is in particular the demand side that determinates the price. Buyers of gold are Central Banks, companies who need it in their production process as well as individuals. Various factors impact the individual demand for gold and the importance of these factors change over time.

Gold prices usually rise during geopolitical crisis. Indeed, gold acts as a safe haven during times of high uncertainty as we are experiencing today. The fear of the COVID-19 virus as well as the economic impact from lockdowns have led to prices not seen since 2012. In graph 1, you can see how gold prices rise sharply during times of major crises such as the banking crisis in 2008. The key reason is that gold doesn't default and hence offers a safe place for storage.

GRAPH 1: GOLD ACTS A SAFE HAVEN IN TIMES OF STRESS

Historical Gold Spot Prices

Source: SDM, Bloomberg, monthly price data as of 25 June 2020

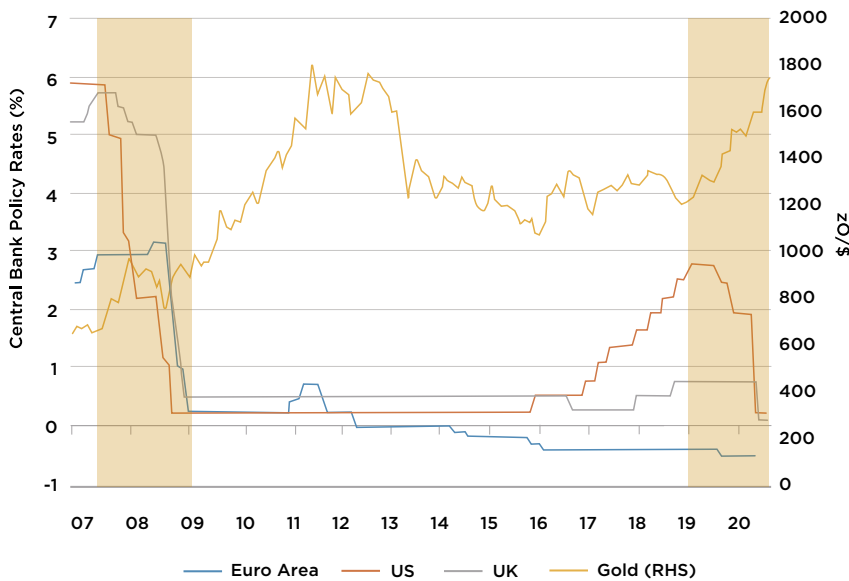


One of gold's biggest disadvantage is that it provides no income unlike bonds or stocks. However this has become increasingly irrelevant as government bonds have low or even negative yields. If assets with default risk pay you nothing in real terms, then better to hold gold.

"Gold is money, everything else is credit." John Pierpont Morgan

GRAPH 2

Source: SDM, Bloomberg, Euro Area: ECB deposit rate, U.S.: Federal Funds Upper Bound Target Rate, U.K.: Bank Rate, Gold: monthly spot price data as of 25 June 2020.

**Why are interest rates so low?**

Central banks have a mandate to create price stability, which generally means a level of inflation around 2% over a long term horizon. They can reduce their policy rates as well as purchase financial assets to stimulate the economy and avoid deflationary pressures. The graph on the left illustrates the two most recent periods where the FED, ECB and BOE reduced their rates (see shaded areas). This has led to an increased demand for gold.

Hence today's gold prices are high mainly because the coronavirus is causing severe economic damage and because rates are very low, offering not much of an alternative to investors who are seeking safety.

How does gold's future look like once the pandemic is under control? One other factor we haven't discussed yet is inflation. Indeed, inflation expectations are an important driver for gold prices. When inflation expectations are high, investors avoid traditional fixed income securities with fixed rates as their income will be eroded by rising asset prices. What are today's inflation expectations? One good indicator is the 10 Year US breakeven rate, which measures the difference between the yield on a 10 year Treasury Bond and Treasury Inflation Protected Security. One key factor driving inflation expectations are oil prices, as they feed through into lower fuel and energy prices which are taken into account in the CPI data. Hence if you expect oil to rise, inflation is likely to follow.

However, in 2019 inflation expectations and gold prices decoupled. The heightened political tensions between the US and China as well as the Fed cutting its target rate from 2.5% to 0.25%, increased the demand for gold. In contrast, inflation expectations fell together with oil prices, which declined

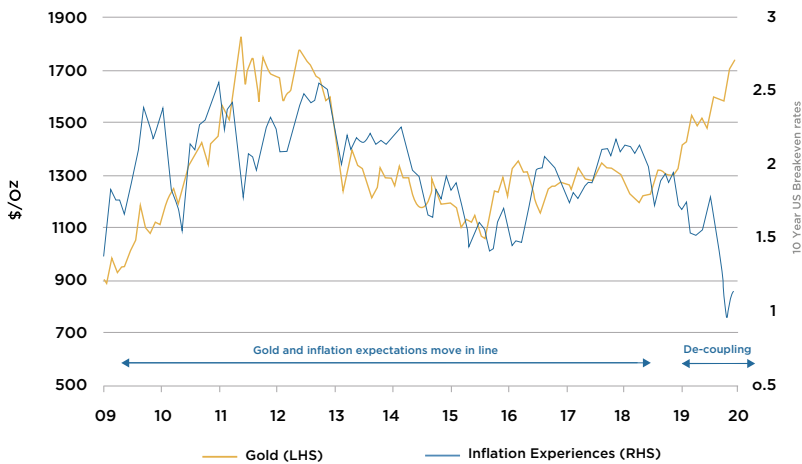
sharply due to a combination of lower demand due to lower economic activity with higher supply as Russia rejected a plan by Saudi Arabia and OPEC countries to cut production.



Graph 3 illustrates how inflation expectations moved in line with gold prices over the last 10 years. Today 10 year US breakeven rates, which are a good estimate of inflation expectations, are close to 1%, their lowest since 2009.

GRAPH 3: INFLATION EXPECTATIONS DRIVE GOLD PRICES ABSENT FROM GLOBAL CRISIS OR UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY

Source: SDM, Bloomberg, monthly price data as of 25 June 2020

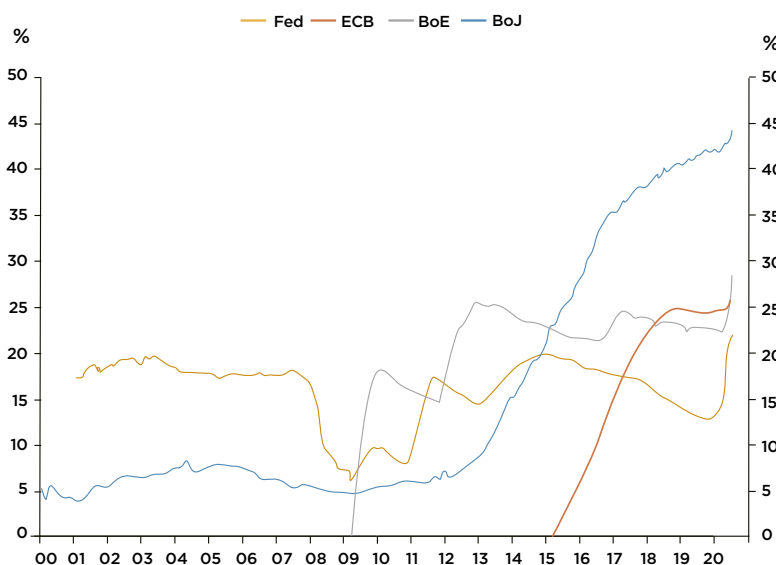


With Central Banks across the world printing trillions of dollars to stimulate the economy, we expect higher inflation over the medium term. Central banks are financing their governments to levels not seen even during the financial crisis. Currently the Bank of Japan holds up to 45% of the local government bonds - a level other central banks might reach if they continue at this pace.

Governments eventually will need to repay their massive amounts of debts. It's highly likely that central banks will keep their policy rates low so the cost of borrowing remains equally low to stimulate growth whilst reverting to a healthy level of inflation. Going forward, we expect that the virus will gradually become under control but probably only after a second lockdown. Hence the fear factor that is causing gold to rise will tail off but the inflation fears will recede as the demand for oil will rise thanks to a pick-up in the economic activity.

GRAPH 4: CENTRAL BANK OWNERSHIP OF DOMESTIC GOVERNMENT DEBT

Source: Deutsche Bank Research, June 2020



Major banks such as Citigroup and Goldman Sachs predict prices of \$2,000/ounce with the Bank of America even targeting \$3,000/ounce for 2021. The combination of the economic damage created by the virus, the massive debt burden, the elevated risks of corporate and government defaults as well as the prospect of higher inflation leads us to continue to be optimistic about gold.



Every individual is a potential gold buyer, although he may not need the gold.

It may be added to the store of personal wealth, and passed from generation to generation as an object of family wealth.

There is no other economic good as marketable as gold.

- Hans F. Sennholz.



VASTGOED IN Corona tijden

Is uw vastgoed Coronabestendig?

De uitbraak van het Corona virus en vooral de maatregelen tegen een verdere verspreiding van het virus plaatsten twee van die verschilpunten ongewild in de schijnwerpers. Terwijl vastgoedmakelaars en notarissen noodgedwongen tijdelijk de deuren moesten sluiten, kon de beursgenoteerde vastgoedbelegger naar hartenlust kopen en verkopen in elk van de Belgische GVV's. Wie in acute liquiditeitsnood zat, kon zijn bakstenen niet ten gelde maken. Wie zijn liquide middelen wou omzetten in direct vastgoed kon dat evenmin. Pientere vastgoedpromotoren verkochten hun nieuwbouw dan wel via digitale kanalen, het aantal transacties daalde abrupt.

Niet zo bij beursgenoteerd vastgoed. Daar steeg de volatiliteit dan weer, nog steeds hét nadeel van onze GVV's. Op lange termijn zijn het vooral de vraag en aanbod naar vastgoed die de prijsevolutie zullen bepalen. Die zijn niet voor elk soort vastgoed hetzelfde. Beginnen doen we met het fysieke residentiële vastgoed, nadien volgt het beursgenoteerde vastgoed aan de hand van enkele concrete GVV's.



Van recordjaar voor de Belgische woningmarkt naar prijsdalingen ...

In 2019 brak de Belgische woningmarkt zowat alle records. Een gevolg van het goede economische klimaat, de lage rente en het almaar stijgend aantal gezinnen. De notarisbarometer gaf bijna 9% meer transacties weer, prijsstijgingen van meer dan 3,5% in elk gewest en voor elk type van residentieel vastgoed. Appartementen in het Brusselse gewest bleken de primus met een gemiddelde prijsstijging van 5,7%. Tijdens de eerste twee maanden van dit jaar ging de markt door op datzelfde elan. Maar toch... In het eerste kwartaal daalde het aantal transacties met bijna 8%. Dat terwijl de quasi-lockdown pas officieel begon op 18 maart.

Voorals in Vlaanderen, en meer bepaald in de provincie Antwerpen, ging de vastgoedmarkt op slot, met resp. 10% en 14,5% minder transacties dan tijdens dezelfde periode vorig jaar. De prijsstijgingen van woningen stagneerden wat, maar appartementen kenden in gans België een gemiddelde prijsstijging van meer dan 5%. Om de daadwerkelijke impact van de lockdown op de vastgoedprijzen van onze woning te kennen is het nog even wachten. Een eerste indicatie van de prijsimpact zal komen vanaf de rapportering over het tweede trimester.



... maar geen crash in de steigers door LT drivers aan de vraagzijde

Verscheidende vastgoedeconomen gaan daarbij uit van een daling van de reële vastgoedprijzen in België dit jaar. Dat zou dan pas de derde keer zijn in pakweg 40 jaar tijd. Vooral de impact van de lockdown maatregelen op het beschikbare inkomen van de Belg zal zich laten voelen. Ook de vrees voor een tweede mogelijke uitbraak van het virus kan mensen hun aankoop doen uitstellen. Een crash van de woningmarkt komt niet uit de modellen. De nog steeds lage renteniveaus ondersteunen de vraag. Vooral naar investeringsvastgoed. Indien kopers de aankoop van hun eerste woning uitstellen, zal de vraag naar huurwoningen toenemen. De huurprijzen zullen naar verwachting niet dalen, mogelijks zelfs stijgen in de eerste maanden na de heropening van de economie. Binnen de Europese context zal de Belgische vastgoedmarkt opnieuw uitblinken in relatieve stabiliteit.



Beursgenoteerde appartementen en kantoren

Wie wil investeren in vastgoed heeft misschien niet de tijd, zin of kennis om zich met de aankoop en verhuur van een appartement bezig te houden. Bent U ook in dat geval, dan kan U beter investeren in een goed geleide GVV (Gereguleerde Vastgoed Vennootschap). Met een zelfde investeringsbudget kan U beter diversifiëren en de risico's sterk spreiden. Bovendien doet een professioneel team al het werk voor U. Wie bijvoorbeeld in aandelen van Home Invest Belgium belegt, koopt zich een fractie van een portefeuille appartementen van in totaal net meer dan 600 miljoen EUR. De blootstelling van de portefeuille is nog steeds voor circa 65% geconcentreerd op het Brusselse Gewest. De Brusselse huurmarkt is sterk afhankelijk van expats, die mogelijks sneller huiswaarts keren in Corona-tijden. Al te veel negatieve impact verwachten we daar niet van. Bovendien diversifieert Home Invest onder een nieuw management nu ook naar Nederland.

Dan staan de kantorenmarkt en het winkelvastgoed voor hetere vuren. De vraag naar kantoorruimte stond voor Corona al onder druk door meer digitalisering en minder personeel in bijvoorbeeld de bankensector of de overheidsadministratie. Ook de trend naar meer open kantoorruimtes en flexibele werkplekken zorgen voor een efficiënter beheer van de bestaande kantoorruimte. Dat weegt al even op de vraag. Tenslotte liggen de eisen van huurders zeer hoog als het aankomt op energiezuinigheid. Oude kantoren renoveren kost handenvol geld en zorgt voor tijdelijke leegstand in de portefeuille. Vaak is volledige afbraak en heropbouw interessanter dan een renovatie. Net op het moment dat de huurmarkt voor kantoren stilaan terug aan het herstellen was, komt daar nog eens een lockdown bovenop.

Kantoorruimte verhuisde plots in drommen naar onze woon- of achterkamer. De technologie hiervoor bestond al langer en wordt nu intensief gebruikt. Ondanks dat huurcontracten blijven doorlopen schrapte Befimmo haar eerder gecommuniceerde vooruitzichten voor de resultaten en het dividend. Uit voorzichtigheid zal Befimmo het dividend beperken tot het door het GVV statuut geregleerde minimum. Die voorzichtigheid is nodig. Wie investeert in kantoren moet in de toekomst rekening houden met de mogelijkheid van kortere huurcontracten, lagere huurprijzen per m² en minder vraag naar (vooral grote) kantooroppervlakte. Ook de recente trend naar co-working staat nu onder druk.

Winkelvastgoed in het oog van de Coronastorm

Net als kantoren had ook winkelvastgoed reeds moeilijkheden voor de corona pandemie. De populariteit van de e-commerce zet de winstgevendheid van winkeliers al enkele jaren onder druk. Een reden voor de grote winkelketens om hun huurgelden te heronderhandelen of te verhuizen naar kleinere winkels. Winkeliers die te laat in actie schieten riskeren erger. De impact van de quasi lockdown komt daar nu nog eens extra bovenop. Die laat zich voelen op twee fronten: de volledige sluiting van alle winkels (behalve supermarkten) gedurende verschillende weken en de klant die digitaal gaat winkelen.

Verschillende winkeliers die hun deuren verplicht sloten, stopten tegelijkertijd hun betaling van de huurgelden. Ook al heeft de verhuurder juridisch gezien de wetgeving aan zijn kant, hij heeft er alle belang bij om de betaling van de huur tijdelijk te bevriezen. Uiteindelijk zal best een compromis uit de bus komen waarbij de huurder geheel of gedeeltelijk huurgelden over de maanden april en mei niet of later hoeft te betalen. Doet een verhuurder dat niet, dan is de kans groot dat hij op termijn huurders ziet verdwijnen door faillissementen of gewoon uit onvrede. Vooral de winkel-

centra in binnenstedelijk gebied staan zwak. Het winkelaanbod is er sterk gericht op mode, de bereikbaarheid is niet evident en parkeerplaatsen zijn er beperkt en duur. De verhuurder van baanwinkels, Retail Estates, koos bewust voor meer diversificatie, weg van die unieke focus op mode. Maar goed ook, het is net in die modesector dat het met Brantano een huurder in moeilijkheden heeft. Brantano is ondanks een goede klantendiversificatie goed voor iets meer dan 3% van de huurinkomsten van Retail Estates. Retail Estates heeft voldoende liquiditeiten om een periode van drie maanden aan wanbetalingen op te vangen. Mogelijks recupereert het een deel in de komende maanden. Op langere termijn kan men echter met hogere leegstand te maken krijgen en met dalende huurprijzen per m². Retail Estates zal daar met haar portefeuille van baanwinkels beter weerwerk tegen kunnen bieden dan bijvoorbeeld QrF City Retail. De portefeuille van QrF bestaat voornamelijk uit panden in binnenstedelijk gebied. Verschillende daarvan bevinden zich buiten de belangrijkste winkelcentra van het land.



Premiejagers

Retail Estates groeide sinds de beursgang in 1998 sterk. De vastgoedportefeuille van 32 miljoen EUR dikte aan tot meer dan 1.6 miljard EUR einde september vorig jaar. Een track record om 'U' tegen te zeggen. Die trackrecord werd ook door de beurs opgemerkt én gemaakt. Getuige daarvan de premie ten opzichte van de nettoactiefwaarde (NAW) van de vastgoedportefeuille. Met andere woorden, beleggers vonden het bedrijf Retail Estates aanzienlijk meer waard dan louter en alleen het vastgoed in de portefeuille. Terwijl vastgoedbeleggers in baanwinkels een rendement verwachten van ongeveer 6,5%, stelden beleggers in beursgenoteerde baanwinkels zich tevreden met een lager rendement. Zij verantwoordden die lagere rendementen (en dus hogere waardering van de GVV) met het vooruitzicht van groei in de vastgoedportefeuille en dus ook in de toekomstige winst per aandeel. Die groei was er zeker, vooral dankzij de steeds lagere rentes.

Een GVV financiert haar portefeuille met een combinatie van schulden en eigen vermogen, in het algemeen in een 50/50 verhouding. De schuldfinanciering werd de voorbije jaren alsmaar goedkoper dankzij de verder dalende intrestvoeten. Maar ook de financiering met eigen vermogen werd goedkoper. Indien de beurskoers van de GVV noteert aan een premie, maakt diezelfde premie het goedkoper om externe groei te financieren met nieuwe aandelen. Beleggers kunnen op die nieuwe aandelen immers intekenen aan een koers die lager ligt dan de actuele beurskoers. De GVV op haar beurt financiert de aankoop van het nieuwe pand met aandelen die aan een premie noteren ten opzichte van de waarde en de prijs van het aan te kopen vastgoed. De verkoper van het pand krijgt mogelijks nieuwe aandelen in plaats van cash en kan op die manier meer waardebelasting vermijden. Iedereen tevreden dus.

Groei steunt de premie en de premie ondersteunt de groei

De premie krijgt steun van mooie groeivoorzichten en op haar beurt maakt de premie de toekomstige groei goedkoper. Premie en groei versterken elkaar dus. Tot een pandemie de bestaande situatie volledig door elkaar schudt. Vandaag noteert Retail Estates aan een beperkte korting tegenover de laatst berekende NAW. Dat bemoeilijkt de financiering met nieuwe aandelen en zet logischerwijs een rem op de externe groeistrategie. Die groeistrategie verhuisde zoals gezegd naar de achtergrond. Huurders die de betaling van hun huurgelden opschorten, huurders in financiële moeilijkheden, mogelijke druk op de waardering bepalen vandaag de agenda van CEO Jan De Nys. Momenteel zien ook wij niet veel redenen om een premie te betalen ten opzichte van de NAV van 63

EUR per aandeel Retail Estates. U krijgt momenteel dan wel een dividendrendement van 7,5%, de groei in het dividend van gemiddeld 7% over de voorbije jaren lijkt ons voor even verleden tijd.

Retail Estates was niet de enige GVV op de Brusselse beurstabellen die noteerde aan een stevige premie ten opzichte van de berekende NAW per aandeel. Ook de logistieke spelers Montea en WDP en de investeerders in rustverzorgingstehuizen Aedifica en Care Property Invest maken vaak gebruik van hun waardering om overnames te financieren met nieuwe aandelen. Aedifica versterkte zo in april nog haar balans nu de overname van het Finse Hoivatalat afgerond is. Terwijl de sector van de verzorgingstehuizen in de frontlinie stond tijdens de Corona crisis bleken zowel Aedifica als Care Property Invest daar op de beurs eerder immuun voor. De topkoersen van net voor de Corona-uitbraak staan op dit ogenblik niet meer op de koerstabellen. Maar desondanks komen zowel het logistieke vastgoed als het zorgvastgoed nog steeds als relatieve winnaars in de vastgoedsector naar boven.

Zowel bij de uitbaters van verzorgingstehuizen als de investeerders in het vastgoed zien we nog voldoende groeimogelijkheden door vergrijzing. De zeer versnipperde sector kent nog voldoende potentieel voor consolidatie. Ook de vraag naar logistiek vastgoed is en blijft sterk. De verschuiving van ons winkelgedrag richting e-commerce blijft de belangrijkste driver voor logistiek vastgoed de komende jaren. Ook hier zien we een versterking van de reeds lang aanwezige trends. Maar voor zorgvastgoed en logistiek vastgoed spelen die trends in het voordeel van de vastgoedbelegger. •





CORONA

de supergeleider van de technologiesector

Vele bedrijven lijden onder de corona-epidemie maar er zijn ook winnaars, zoals de technologiebedrijven. **Door deze gezondheidscrisis zijn mensen immers afhankelijker geworden van technologie.** De voorbeelden zijn legio: vergaderingen die we vroeger op kantoor organiseerden, gebeuren nu via Skype of Teams (Microsoft); aankopen die we vroeger in een fysieke winkel deden, doen we nu via Bol.com en Amazon.com. De corona-epidemie heeft de digitale trend versneld. 'In een periode van twee maanden heeft er een digitale transformatie plaatsgevonden die normaal twee jaar kost', zegt Satya Nadella (CEO Microsoft). Technologie krijgt daardoor een nog belangrijkere rol in de samenleving. Dit weerspiegelt zich ook in de aandelenkoersen. Op 9 juni noteerde de technologie index Nasdaq op 10.000 punten, het hoogste niveau ooit.

Wat is de impact op onze beleggingsstrategie?

We blijven een voorkeur hebben voor de technologiesector. Technologiebedrijven hebben nog veel groeipotentieel. Trends die al jaren bezig waren, schakelen nu nog een versnelling hoger. Wanneer de lockdown voorbij is, zullen we niet terugkeren naar hoe het voordien was. Wij verwachten een blijvend effect in het voordeel van de technologiebedrijven.

Waarom blijven deze bedrijven aantrekkelijk?

1 Het merendeel van de bovenstaande bedrijven zijn quasi monopolist. Ze profiteren van netwerkeffecten en schaalvoordelen die moeilijk na te bootsen zijn.

In de jaren '90 en 2000 heeft het Amerikaanse Departement of Justice ("DOJ") geprobeerd om Microsoft open te breken, zonder succes. De rechtzaak *United States v. Microsoft Corporation* is een belangrijk precedent geweest voor Silicon Valley. Voorwerp van deze rechtszaak was de vraag of Microsoft Windows mocht bundelen met Internet Explorer. Uiteindelijk bereikten Microsoft en het Amerikaanse DOJ een akkoord. Microsoft mocht software,

zoals Internet Explorer, blijven bundelen met Windows. Op deze manier werd het zo goed als onmogelijk voor de kleinere webbrowsers zoals Netscape Navigator om te concurreren met Internet Explorer.

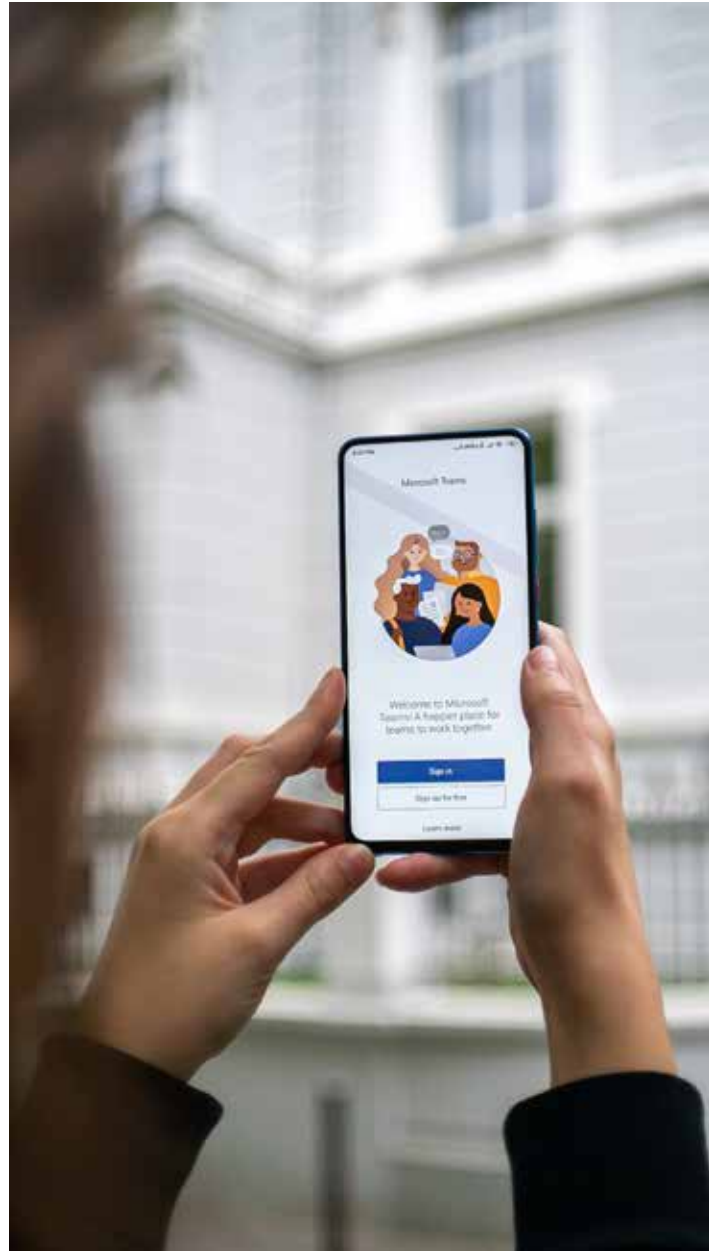
Deze bundelstrategie wordt vandaag door alle grote techreuzen toegepast, waardoor monopolies sterker worden.

2 Deze bedrijven zijn actief in snel groeiende markten. Bovendien heeft het merendeel van deze bedrijven een asset-light business model. Een bijkomende gebruiker van Office 365 kost Microsoft bijna niets. Dit business model is dus enorm schaalbaar. Dit is anders voor bijvoorbeeld een hotel, waar er voor elke bijkomende gast 1 extra kamer voorzien moet worden.

Dergelijk flexibel business model leidt tot sterke onderliggende cijfers: een hoog rendement op het geïnvesteerd vermogen, een lage schuldengraad, recurrente inkomsten en een grote groei.

3 Deze aandelen presteren goed bij zowel aan- als afwezigheid van inflatie. Hoewel inflatie momenteel geen grote bezorgdheid is, zoeken wij telkens naar aandelen die in alle economische omstandigheden goed kunnen presteren. In een periode van inflatie presteren de aandelen met een hoge prijszettingsmacht en een relatieve lage kostenbasis het beste. Warren Buffett omschreef het ooit als volgt:

“Companies that, through design or accident, have purchased only businesses that are particularly well adapted to an inflationary environment. Such favored business must have two characteristics: (1) an ability to increase prices rather easily (even when product demand is flat and capacity is not fully utilized) without fear of significant loss of either market share or unit volume, and (2) an ability to accommodate large dollar volume increases in business (often produced more by inflation than by real growth) with only minor additional investment of capital. Managers of ordinary ability, focusing solely on acquisition possibilities meeting these tests, have achieved excellent results in recent decades.”



Zoals eerder toegelicht, hebben deze bedrijven weinig kapitaal nodig om hun activiteiten uit te voeren. Indien de inflatie stijgt, zullen deze bedrijven dus relatief weinig extra kosten hebben maar zullen ze toch – door hun prijszettingsmacht – de prijzen gemakkelijk kunnen verhogen.

Drie aandelen in de kijker: wat is de impact van corona op Microsoft, Amazon en Facebook?

Facebook

De inkomsten uit advertenties daalden sterk in maart, maar stabiliseerden al terug in april, in vergelijking met vorig jaar. De advertentie-inkomsten uit gaming stegen en die van de e-commerce stabiliseerden. Verder daalden de advertenties vanuit de toerisme- en reissector sterk. Deze trend zette zich door in april. Gelet op de onzekerheid, geeft het bedrijf geen vooruitzichten voor de komende kwartalen. **Doordat de mensen meer thuis zitten, nam het gebruik van de Facebookproducten wel sterk toe.**

Enkele opmerkelijke cijfers:

- In het eerste kwartaal waren er voor het eerst 3 miljard mensen maandelijks actief op Facebook, Instagram, WhatsApp of Messenger.
- Het messaging volume steeg in bepaalde regio's met meer dan 50%.
- In Italië werd er 70% meer tijd besteed op de Facebook apps.

Facebook zet meer in op e-commerce:

- In mei werd Facebook Shops gelanceerd. Met dit programma kunnen verkopers hun producten gemakkelijker verkopen op Facebook en Instagram. Op termijn zal het eveneens mogelijk zijn om goederen te verkopen via WhatsApp, Messenger en Instagram Direct. Facebook Shops is gratis. Volgens de CEO Marc Zuckerberg zal dit op termijn zorgen voor een grotere interactie op het platform en dus ook voor meer advertentie-inkomsten.
- Facebook investeerde 5,7 miljard USD in Jio Platforms Limited ("Jio"), in ruil voor 9,99% van het bedrijf. Jio is actief in Indië en biedt breedband internet aan, mobiele diensten en online e-commerce platformen. Op 3 jaar tijd sloten er 370 miljoen Indiërs een abonnement af bij Jio voor mobiel internet.

Waarom is dit een interessante markt voor Facebook?

- Jio heeft verschillende apps, waaronder JioMart. Via JioMart kunnen Indiërs online boodschappen doen en thuis laten bezorgen. Facebook ziet hier potentieel in. Zo ziet het Amerikaanse bedrijf mogelijkheden om deze online webwinkel te koppelen aan WhatsApp en zo de betaling af te handelen.
- Facebook ziet Indië als een belangrijke markt. WhatsApp telt er 400 miljoen gebruikers. Bovendien is er nog veel potentieel. In 2017 telde Indië 370 miljoen internetgebruikers. Tegen 2020 zou dit volgens PwC stijgen naar 850 miljoen.

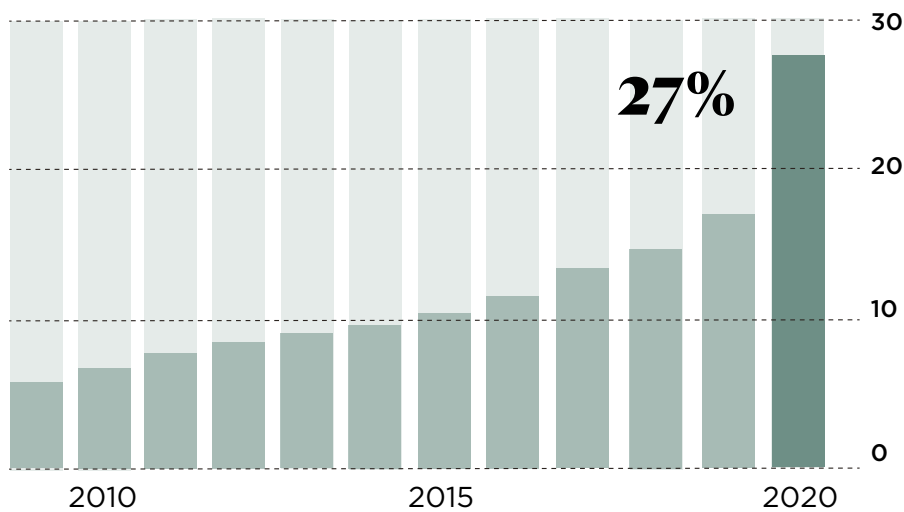


Amazon

AMAZON IS EEN VAN DE GROOTSTE E-COMMERCE EN CLOUD COMPUTING BEDRIJVEN TER WERELD.

Amazon.com is ooit begonnen als een online boekenwinkel. Dit sloeg zo goed aan dat er later ook andere producten aan het assortiment werden toegevoegd. Amazon heeft een ander business model dan EBAY en Alibaba. EBAY en Alibaba hebben een digitale marktplaats waar kopers en verkopers elkaar ontmoeten. Amazon heeft dit ook, maar beschikt daarnaast ook over eigen opslagplaatsen, voorraden en een transportfirma. Deze activiteiten zijn kapitaalintensief, maar dit zorgt er wel voor dat Amazon volledig verticaal geïntegreerd is. De logistieke keten van Amazon werkt volgens experts beter of minstens even goed als die van UPS en FedEx. Hiervan zal Amazon op termijn de vruchten plukken. Het platform, dat goedkoper en sneller pakjes kan leveren, zal op termijn ook meer (ver)kopers aantrekken. Deze verticale integratie wordt meer en meer een voordeel.

De omzet van Amazon groeide al sterk voor de opkomst van het coronavirus, maar door de pandemie schakelt het bedrijf nu nog een versnelling hoger. De omzet steeg dit kwartaal met 26%. De online-reus profiteert van de grote hoeveelheid consumenten die door de coronacrisis online shoppen in de VS en elders in de wereld.

GRAPH 1: E-COMMERCE BOOMT IN VS**Aandeel van e-commerce in totale retailomzet VS**

Bron: Bank of America *tot april 2020

De operationele marge daalt van 7,4 naar 5,2%. De corona-gerelateerde kosten bedroegen in het eerste kwartaal 600 miljoen USD. Het bedrijf moest investeren in coronatesten, mondkmaskers, etc. Ook in het tweede kwartaal zullen covid-gerelateerde kosten flink op het nettoresultaat wegen. Het bedrijf zal echter sterk blijven groeien en de corona-gerelateerde kosten zijn van voorbijgaande aard.

Wat ook opvalt is dat de omzet van Amazon Web Services (AWS), de clouddienst van het bedrijf, voor het eerst boven de 10 miljard dollar uitkwam. Door de coronacrisis werken mensen van thuis en wordt de werkplaats digitaal. AWS levert alles wat hiervoor nodig is zoals onder andere programma's om snel een app te maken, programma's voor data analyse en cloudopslag.

Microsoft**DE OMZET VAN MICROSOFT STEEG IN HET EERSTE KWARTAAL MET 15%.**

Microsoft zag een piek in het gebruik van de clouddiensten (Microsoft Teams, Power BI en Windows Virtual Desktop) met maar liefst 775 %. Zo schakelen veel bedrijven over naar Microsoft Teams voor virtuele videovergaderingen. Elke dag maken er nu ongeveer 75 miljoen mensen gebruik van. Jared Spataro staat aan het hoofd van Microsoft 365 en is verantwoordelijk voor verschillende van deze applicaties: "Ik denk dat dit een ommekeer wordt in de manier waarop mensen werken. Ik denk niet dat we teruggaan naar onze oude manier van werken". De concurrenten van Microsoft Teams zijn Zoom, Slack en Google Meet. Zoom zou nog het populairste zijn, maar Microsoft Teams zou aan een sterke inhaalrace bezig zijn.

Azure, de tegenhanger van Amazon AWS, kent eveneens een sterke groei.





Interview met
Frédéric Rouvez,
CEO en medeoprichter EXKI

OVER GEZOND ETEN, COVID-19 EN ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN



In februari jongstleden hadden we de eer om de CEO van Google België/Luxemburg, de heer Thierry Geerts (cf. Le Point Q2 2020) te mogen ontvangen. Nu hebben we met genoeg geluisterd naar wat de CEO en medeoprichter van EXKI, de heer Frédéric Rouvez, te zeggen had

tijdens het interview dat hij ons in juni gaf. Terwijl de een sprak over de digitale revolutie van Google, had de ander het over zijn wens om de toekomst van EXKI te hertekenen, met name EXKI 2.0

*Communiceren, de kaarten durven
herschikken en deze lockdownperiode
benutten om zichzelf opnieuw uit te
vinden, dat zijn de lessen die EXKI uit
deze gezondheidscrisis heeft geleerd.*



01

EXKi opende haar eerste restaurant in januari 2001. Het is met twee jeugdvrienden dat je dit concept van fastfood hebt gelanceerd. Hoe kwam je op het idee om zo'n bedrijf te ontwikkelen?

Het was het idee om een eigen bedrijf op te starten dat ons motiveerde om dit concept te ontwikkelen. We hadden geen specifieke industrie, maar we wilden blijven in de detailhandel waar we ons de laatste jaren waren in verdiept en waar we enthousiast over waren. Retail maakt directe en bijna dagelijkse communicatie met klanten met betrekking tot producten mogelijk, wat een onmiddellijke erkenning biedt. Na een tour in Europa en de Verenigde Staten, merkten we dat fast food niet een ideale oplossing was voor de werkende vrouw en dat het aanbod bestond uit een zeer mannelijke en single-product "fast food". Dit aanbod was helemaal niet evenwichtig voor een werkende vrouwen, in de leeftijd van 25 tot 45. Echter, de behoefte aan snelle lunch was een fundamentele trend, dus het was noodzakelijk om een kwalitatief, gezond en evenwichtig restaurant aan te bieden.

Het idee van EXKi, gericht op vrouwen die actief zijn en bezorgd zijn over hun welzijn, was geboren!



02

Eet je in het leven ook biologisch? Waar komt de inspiratie voor nieuwe recepten vandaan? Kook je ook voor jezelf?

Natuurlijk deel ik dezelfde waarden als EXKi, dat wil zeggen dat ik zoveel mogelijk biologische producten verkies, maar het is vooral de lokale en seizoensgebonden consumptie die voor mij belangrijk is om voor de hand liggende ecologische redenen. De inspiratie, vind ik het tijdens mijn reizen, door te lezen, maar

ook in sommige restaurants die ik waardeer voor hun manier van sublimeren van het product en die werken met betrekking tot de seizoensgebondenheid van de producten.

03

Hoe heb je de lockdown persoonlijk ervaren?

Deze lockdown was een zeer drukke tijd voor mij. Het gaf me ook de gelegenheid om na te denken. Om na te denken over de toekomst van EXKi, EXKi 2.0. Ik heb me teruggevonden zoals 20 jaar geleden, toen ik betrokken was bij het ontwerp van EXKi. Deze tijd van bezinning in een kleine commissie stelde ons in staat om veel ideeën in te voeren om zo sterker te worden dan voor de Covid-19-crisis en om de toekomst van EXKi te creëren en recreëren.

04

U bent actief in 5 landen, waaronder de Verenigde Staten. Wat is uw groeistrategie? Bent u van plan om uit te breiden naar andere landen?

We zijn eigenlijk aanwezig in 6 landen. België, Frankrijk, Nederland, Luxemburg, Spanje en Italië. Helaas zijn we sinds eind 2016 niet meer aanwezig op de Amerikaanse markt. Na 3 jaar testen hebben we besloten om te stoppen met onze activiteiten in New York. Het verschil in cultuur in New York was het belangrijkste element van onze tegenslag.

Niettemin hield onze teleurstelling in Amerika ons niet tegen en leidde ertoe om ons zelfs in andere Europese landen te ontwikkelen. Voordat we exporteren naar andere landen, willen we eerst marktleider zijn in de landen waar we al aanwezig zijn.



05

Wat zijn volgens u de meest ambitieuze groeivoorzichten van EXKI?

We zijn aanwezig op treinstations en luchthavens, maar de huidige crisis dwingt ons om onszelf te herpositioneren en onszelf in vraag te stellen. De concurrentie is hard en neemt toe, maar we zijn ervan overtuigd dat er nog ruimte is in andere sectoren van gezonde voeding, zoals ziekenhuizen, scholen en bedrijven.

06

Wat zijn de grootste veranderingen binnen EXKI na de COVID-19 crisis?

Allereerst moeten we weten dat het besluit om de restaurants na Covid-19 te sluiten, een uiterst brutale beslissing was. We besloten redelijk snel om onze restaurants te sluiten omdat we al snel realiseerden dat het onmogelijk was om ons aan de regels van bescherming van onze medewerkers te houden en het dus niet mogelijk was om de activiteiten voort te zetten.

07

De heropening van bars en restaurants vindt plaats op 8 juni onder bepaalde voorwaarden om de hygiëne en de afstand te respecteren. Zullen deze voorwaarden de winstgevendheid niet beperken?

De heropening van de restaurants was moeilijker dan om ze te sluiten. Althans onder de huidige omstandigheden. We realiseerden ons al snel dat er vóór en na heel anders zou zijn, dus maakten we gebruik van deze extreem drukke periode om onszelf opnieuw uit te vinden en de veranderingen in het consumentengedrag te analyseren die als gevolg van deze crisis zouden plaatsvinden om zo ze te integreren.

We realiseerden ons dat in de digitalisering, de restaurantsector vrij laat is en dat we veel werk te doen hadden. Mensen gingen niet terug naar kantoor zoals ze vroeger gingen. Mensen zijn gewend geraakt aan thuiswerken. Al deze consumentengewoonten die fundamenteel zullen veranderen, zullen een aanzienlijke impact hebben op hoe we onze klanten moeten benaderen met veel meer digitale contacten. We moeten klanten op alle denkbare manieren bereiken, en digitaal is daar één van en helpt ons veel. We hebben van deze onderbreking gebruik gemaakt om de verandering die al voor de crisis was in gang gezet, te versnellen. Natuurlijk zullen deze bijzondere condities de winstgevendheid ernstig aantasten. In tijden van crisis neemt de behoefte aan financiering toe, maar het feit dat we deze crisis hebben aangevangen met een gezonde financiële situatie, heeft ons in staat gesteld om deze situatie zo goed mogelijk te beheren, zowel bij onze banken als met onze aandeelhouders.

08

Net als veel werkgevers, bent u gedwongen om toevlucht te nemen tot tijdelijke werkloosheid voor de meeste van uw werknemers, met inbegrip van franchisenemers. Hoe hebben ze het ervaren? Heb je je kunnen concentreren op thuiswerk?

Inderdaad, en helaas waren we gedwongen om veel van onze werknemers tijdelijke werkloosheid te maken. Natuurlijk was het een schok voor iedereen, maar gelukkig bevestigde deze crisis opnieuw de motivatie en loyaliteit die onze medewerkers voor EXKi hebben. Natuurlijk geven we de voorkeur aan thuiswerk en hebben we de kantoren gereorganiseerd zodat iedereen sereen en in de beste omstandigheden kan werken.

09

Aangezien de horecasector bijzonder onder deze gezondheidscrisis heeft geleden, zijn stimuleringsmaatregelen op tafel gelegd, zoals de verlaging van de bedrijfsdeposito en de verlaging van de btw tot 6%. Denkt u dat deze maatregelen effectief zijn?

De Covid-19 crisis heeft een grote klap uitgedeeld aan de horecasector. We verwachtten actie en we zijn blij met deze economische maatregelen, die een echte steun zijn voor restaurantbedrijven.

10

Welke lessen heb je geleerd van deze gezondheidscrisis? Wat is uw nieuwe modus vivendi? Welk advies zou u geven aan ondernemers/start-ups?

Onze grootste les was de noodzaak en het plezier van heel veel te communiceren. **Contact opnemen met medewerkers, die terecht betrokken waren, maar ook leveranciers, franchisenemers en onze aandeelhouders.** De video's hielpen ons veel en lieten ons toe om heel gemakkelijk communiceren met alle teams.

Onze tweede les is om te durven veranderen. **Durf de rollen om te draaien en gebruik te maken van deze periode om onszelf opnieuw uit te vinden en verder te gaan om een positieve dimensie te geven in een crisis als deze.**

Natuurlijk, is het noodzakelijk dat we teams hebben die sterk aan elkaar gebonden zijn en die bewegen in dezelfde richting. Gelukkig hebben we dit.

Interview door Laurence De Munter en Anne-Cécile Rozet

Frédéric Rouvez, CEO EXKI



Achtergestelde obligaties een interessant alternatief?

De meeste beleggers zijn bekend met gewone bedrijfs- of staatsobligaties. Ze worden beschouwd als een relatief veilige investering die een regelmatig inkomen kan genereren. De laatste jaren zijn rendementen echter steeds verder gedaald zodat de meeste particuliere beleggers ze niet meer, of veel minder, in portefeuille hebben. Minder bekend zijn achtergestelde obligaties. Deze leveren, net als gewone obligaties, een regelmatig inkomen maar bieden vaak nog wel een aantrekkelijk rendement. Zijn ze een interessant alternatief? Hieronder een beknopte analyse.

Achtergestelde obligaties, vaak ook hybride obligaties genoemd, kunnen interessant zijn voor investeerders die een hoger rendement nastreven dan dat op gewone bedrijfsobligaties, maar die minder risico willen lopen dan bij een belegging in aandelen. Ze worden bijna altijd uitgegeven door bedrijven met een hoge krediet kwaliteit (Ondernemingen met een Investment Grade Credit Rating). De kans op een faillissement is daardoor relatief klein. Toch geven achtergestelde obligaties een aanzienlijk hoger rendement dan de gewone obligaties van hetzelfde bedrijf. Dit is enerzijds omdat ze 'achtergesteld' zijn, anderzijds omdat de structuur van de obligatie zelf vaak complex is.

Wat is een achtergestelde obligatie?

Wanneer een onderneming failliet gaat worden achtergestelde obligatiehouders pas vergoed na alle andere schuldeisers (banken, gewone obligatiehouders,...) maar voor de aandeelhouders. Ze zullen dus een groter verlies lijden dan de andere schuldeisers in geval van een faillissement. In de kapitaalstructuur van een bedrijf situeert een achtergestelde obligatie zich qua risicoprofiel ergens tussen de gewone obligaties en aandelen in.

Een achtergestelde obligatie heeft kenmerken van zowel aandelen als obligaties:

Obligatie :

Vaste coupon op regelmatige basis

Nominale waarde die een claim vertegenwoordigt op de activa van de emittent

Coupon die fiscaal aftrekbaar is voor de emittent

Soms een vaste looptijd

Aandeel :

Coupon kan uitgesteld worden

Moment van terugbetaling van de nominale waarde kan uitgesteld worden

Komt na alle andere schuldeisers in geval van faillissement

OVER DE AUTEUR



Jan Brouwers is bestuurder en mede-oprichter van Jaran Capital, een gespecialiseerde vermogensbeheerder in Nederland die in aandelen en bedrijfsobligaties investeert, met een focus op ondergewaardeerde effecten, en dit op basis van een 'buy-and-hold' benadering. Daarvoor heeft Jan meer dan 15 jaar in Investment Banking gewerkt. Hij is zijn carrière gestart bij JP Morgan in Brussel en New York en heeft het grootste deel van zijn loopbaan als bankier gewerkt bij Morgan Stanley in Londen, waar hij Managing Director was in de Fixed Income Divisie. Jan is op dit ogenblik ook actief als onafhankelijk bestuurder in de sector van het vermogensbeheer.

Waarom geven bedrijven achtergestelde obligaties uit

Ondersteunen of verbeteren van de kredietwaardigheid. Hybride of achtergestelde obligaties worden door de Rating Bureaus voor een deel (meestal 50%) als eigen vermogen beschouwd. Ze hebben dus een positieve impact op de Senior Credit Rating van een onderneming. Achtergestelde obligaties vormen meestal maar een klein deel van de totale schulden van een bedrijf. Er wordt een hogere coupon betaald op de achtergestelde obligaties maar door de positieve impact op de kredietwaardigheid van de onderneming gaat de financieringskost op de andere schulden (die veelal een grotere omvang hebben) omlaag. De extra kost op de achtergestelde obligatie weegt niet op tegen de besparing op de schuld hoger in de kapitaalstructuur. Door uitgifte van achtergestelde obligaties gaat de totale financieringskost van de onderneming omlaag.

Versterken van de balans zonder de bestaande aandeelhouders te verwateren. Bedrijven maken bijvoorbeeld gebruik van achtergestelde obligaties om een overname te financieren: enerzijds proberen bedrijven hun kredietwaardigheid in stand te houden (ze kunnen de overname niet volledig met schulden financieren), maar anderzijds proberen ze zo weinig mogelijk nieuwe aandelen uit te geven om verwatering van de bestaande aandeelhouders tegen te gaan (ze kunnen niet de hele overname met de uitgifte van nieuwe aandelen financieren). Hybride obligaties vormen deels een oplossing voor dit probleem.

FISCAAL EFFICIENT: In tegenstelling tot een dividend betaling is een coupon betaling op een achtergestelde obligatie meestal wel fiscaal aftrekbaar voor de emittent.

REGELGEVING: Vaak worden bedrijven door de regelgevende autoriteiten verplicht om achtergestelde obligaties uit te geven. Dit is vooral van toepassing voor gereguleerde ondernemingen, zoals banken en verzekeraars.

Specifieke voorbeelden van achtergestelde obligaties

Er bestaan verschillende types achtergestelde obligaties. We bespreken hier twee verschillende types die vaak uitgegeven worden door Europese bedrijven. We analyseren een achtergestelde Additional Tier 1 obligatie van een bank (HSBC Plc), en een achtergestelde hybride obligatie van een industrieel bedrijf (Repsol SA). Onze aandacht in deze voorbeelden gaat vooral uit naar de bijzondere kenmerken en de structuur van de obligaties, niet naar de kredietwaardigheid van de emittent. Die is uiteraard van groot belang maar vormt niet het onderwerp van deze analyse. De voorbeelden hebben enkel als doel om de eigenschappen en de voor- en nadelen van een achtergestelde obligatie te bespreken; ze zijn geen aanbeveling om specifiek in deze obligaties of bedrijven te investeren.

VOORBEELD 1

HSBC PLC – ADDITIONAL TIER 1 OBLIGATIE

Eigenschap	Omschrijving
Emittent	HSBC Holding Plc – Een van de grootste financiële dienstverleners ter wereld
ISIN	XS1640903701
Valuta	Euro
Looptijd	Perpetual
Coupon	4.75% tot 07/2029 – daarna 5yr Euro Swap Rente + 3.844%
Call	Call door emittent aan 100 op 07/2029 en daarna om de 5 jaar
Totaal bedrag uitgifte	EUR 1250mm
Datum Uitgifte	27/06/2017
Minimum Denominatie	EUR 200.000
Credit Rating	Obligatie : Baa3 / Emittent : A2
Prijs	Prijs in de secundaire markt : 95.5 Yield tot eerste Call : 5.45% Yield tot Perpetuity : 4.45%

Deze obligatie verschilt van een gewone senior obligatie op vele vlakken. De belangrijkste, maar niet alle, verschillen zijn :

ACHTERGESTELD: Deze obligatie is achtergesteld ten opzichte van alle andere schuldeisers in de kapitaal structuur.

COUPON IS DISCRETIONAIR: De coupon kan (tijdelijk) stopgezet worden. Banken moeten voldoen aan specifieke, door de regelgever bepaalde, minimum kapitaal ratio's. Wanneer het kapitaal van een bank onder dit minimum zakt, bijvoorbeeld door aanzienlijke verliezen, kan er geen coupon of slechts een gedeeltelijke coupon uitbetaald worden. Pas als de kapitaal ratio's terug boven de minimale vereisten zijn kan de coupon weer uitbetaald worden. De coupon is niet cumulatief, dat wil zeggen dat een niet uitbetaalde coupon definitief verloren is en niet op een later tijdstip alsnog uitbetaald wordt. Het is dus belangrijk om te investeren in banken met een voldoende kapitaalbuffer en een goede winstgevendheid zodat er genoeg buffer is om eventuele verliezen op te vangen zonder dat de coupon moet geannuleerd worden. Ook de regelgever zelf kan autonoom beslissen dat een bank geen coupon mag uitbetalen.

CALL RISICO: de emittent heeft geen verplichting om de obligatie op de eerste call datum, in dit geval in 07/2029, terug te betalen. In dat geval blijft de obligatie uitstaan en wordt de coupon variabel. Hij wordt vastgelegd op de op dat ogenblik geldende 5-jaar Euro Swap Rente plus een opslag van 3.8844%. Vanaf dan kan de uitgever om de 5 jaar beslissen om de obligatie terug te betalen. Als dit niet gebeurt wordt de coupon telkens opnieuw op dezelfde wijze vastgelegd. Emittenten zullen hun obligatie enkel terugbetalen als hun kapitaal ratio's op dat moment voldoende hoog zijn of als ze de terugbetaalde obligatie kunnen vervangen door een nieuwe obligatie uit te geven

aan vergelijkbare of betere voorwaarden. De looptijd van deze obligatie is dus onzeker. Hoe hoger de coupon opslag na de eerste call datum, hoe meer waarschijnlijk het is dat de obligatie op de eerste call datum wordt terugbetaald. Tot nu toe werd de meerderheid van dit type achtergestelde obligatie op de eerste call datum terugbetaald.

CONVERSIE RISICO: In een extreem scenario waarbij de kapitaal ratio (Core Equity Tier 1 ratio) onder de 7% zakt kan deze obligatie omgezet worden in aandelen van HSBC. De kans dat dit gebeurt is klein en zou vergelijkbaar zijn met een faillissement. Bij andere Additional Tier 1 obligaties is de minimum kapitaal ratio waarbij dit gebeurt vaak lager (5.125%) en is er geen conversie in aandelen maar wordt de hoofdsom van de obligatie afgeschreven (en later weer opgeschreven als de emittent terug winstgevend is).

Er zijn verschillende mogelijkheden om te investeren in HSBC. De belangrijkste in Euro zijn :

Type	Rendement	Instrument
Senior obligatie	0.25%	HSBC 2.25% 2027
Credit Default Swap Senior	0.66%	5yr Credit Default Swap
Tier 2 achtergestelde obligatie	1%	HSBC 3.25% 2028
Additional Tier 1 achtergestelde obligatie	5.45%	HSBC 4.75% Perpetual
Aandeel winstopbrengst (op basis van 12m forward consensus - winst per aandeel/prijs aandeel)	5.6%	Aandeel (in GBP)

De Additional Tier 1 achtergestelde obligaties bieden een interessante afweging tussen risico en rendement. De gewone, senior obligaties bieden een laag rendement omdat de markt er van uit gaat dat HSBC een solide bank is met een zeer kleine kans op faillissement. Het rendement op de achtergestelde Tier 1 obligaties daarentegen is aanzienlijk hoger. Dit komt voornamelijk omwille van de specifieke eigenschappen en structuur van de obligatie, en minder omwille van de kredietwaardigheid van de emittent: de coupon kan afgezet worden, in een extreem scenario kan de obligatie omgezet worden in aandelen en de terugbetaling van de obligatie kan uitgesteld worden. Deze achtergestelde obligatie biedt dus de mogelijkheid op een hoger rendement in een solide emittent. Een vergelijkbaar rendement op een gewone, niet achtergestelde obligatie is enkel haalbaar bij emittenten met een aanzienlijk lagere kredietwaardigheid. Een belegging in het aandeel biedt dan weer een potentieel hoger rendement dan de achtergestelde obligatie maar heeft ook een hoger risico profiel.

VOORBEELD 2

REPSOL SA - ACHTERGESTELDE HYBRIDE OBLIGATIE

Eigenschap	Omschrijving
Emittent	Repsol SA : Spaanse multinational actief in oliewinning, raffinage en distributie
ISIN	XS2186001314
Valuta	Euro
Looptijd	Perpetual
Coupon	4.247% tot 09/2028 - daarna : 2028 : 5yr swap rente +4.41; 2033 : 5yr swap rente + 4.66% 2048 : 5yr swap rente + 5.66%
Call	09/2028 en daarna elk jaar
Totaal bedrag uitgifte	EUR 750mm
Datum Uitgifte	06/2020
Minimum Denominatie	EUR100.000
Credit Rating	Obligatie : BB+ / Emittent : BBB
Prijs	Prijs : 101.5 Yield to eerste call 4.05% Yield tot perpetuity : 3.79%

Deze hybride obligatie verschilt van een gewone senior obligatie op vele vlakken. De belangrijkste, maar niet alle, verschillen zijn :

ACHTERGESTELD: In geval van faillissement wordt deze obligatie pas terugbetaald nadat alle andere schuldeisers zijn terugbetaald.

COUPON: De betaling van de coupon kan uitgesteld worden wanneer Repsol zware financiële problemen zou hebben. Alle uitgestelde coupons blijven verschuldigd, dit in tegenstelling tot de achtergestelde obligatie van HSBC. Er is ook interest verschuldigd op de uitgestelde interest zelf. Wanneer een coupon wordt uitgesteld kan Repsol geen dividend betalen of aandelen terugkopen. Vanaf het ogenblik dat ze dit wel zouden doen moet de uitgestelde coupon alsook de interest daarop meteen betaald worden. Een investeerder kan er dus van uitgaan dat zolang Repsol niet failliet gaat de coupon uiteindelijk ontvangen zal worden. Een uitgestelde coupon is niet verloren.

LOOPTIJD: Repsol kan besluiten de achtergestelde obligatie niet terug te betalen op de eerste call datum. Dat heeft tot gevolg dat de coupon verandert naar een variabele coupon gelijk aan de 5 jaar Euro Swap Rente op dat moment plus een opslag van 4.41%. Als Repsol besluit de obligatie ook op de latere call data niet terug te betalen zal de coupon geleidelijk verhogen zoals aangegeven in het bovenstaande schema. Belangrijk is ook dat de achtergestelde obligatie niet meer zal meetellen als eigen vermogen voor de Rating Bureaus als ze niet op de eerste call datum wordt terugbetaald. Voor hun Credit Rating Analyse beschouwen ze het dan als een senior obligatie, wat nefast is voor Repsol daar de achtergestelde obligatie duurder is dan een senior obligatie maar ook omdat ze de schuldgraad

verhoogt. Er is dus een duidelijke economische motivatie voor de emittent om op de eerste call datum terug te betalen. Tot nu toe is het ook uitzonderlijk dat dit type achtergestelde obligatie niet wordt terugbetaald door de emittent op de eerste call datum.

Er zijn verschillende mogelijkheden om te investeren in Repsol. De belangrijkste in Euro zijn :

Type	Rendement	Instrument
Senior obligatie	0.85%	Repsol 0.25% 2027
Credit Default Swap Senior	0.77%	5yr Credit Default Swap
Achtergestelde hybride obligatie	4.05%	Repsol 4.247% Perpetual
Aandeel winstopbrengst (op basis van 12m forward EPS consensus - winst per aandeel/ prijs aandeel)	5.88%	Aandeel

Ook hier is het duidelijk dat de achtergestelde obligaties een interessant instrument zijn in de kapitaalstructuur. Repsol is een onderneming met een solide kredietwaardigheid. Daardoor bieden de gewone obligaties een laag rendement. De achtergestelde obligaties bieden de mogelijkheid om in een onderneming met een solide kredietwaardigheid toch een degelijk rendement te halen zonder dat men daarvoor het risico moet nemen van een belegging in het aandeel. Wederom is het hogere rendement te verklaren door de structuur en de specifieke eigenschappen van de obligatie en niet door de kredietkwaliteit van de emittent.

CONCLUSIE

Zoals aangetoond in deze twee specifieke voorbeelden bieden achtergestelde obligaties een potentieel interessante afweging tussen risico en rendement. Ze bieden een aanzienlijk hoger rendement dan de gewone obligaties van een onderneming maar zijn minder risicovol dan een belegging in het aandeel. Bij het overwegen van een investering is niet enkel een grondige analyse van de kredietwaardigheid van de emittent van belang. Ook de structuur van de obligaties zelf vereist bijzondere aandacht. Deze is vaak complex, het is dus belangrijk om steeds het prospectus van de emissie te raadplegen zodat men goed op de hoogte is van de rechten en plichten van de emittent. Zowel de analyse van de kredietwaardigheid van de emittent als de analyse van de structuur van de obligatie vereisen de nodige expertise.

HET EINDE VAN DE 'KAASROUTE':

REGISTRATIE VAN ALLE ROERENDE SCHENKINGEN?

Zal er binnenkort een einde komen aan de schenkingen die in Nederland bij notariële akte moeten worden gedaan om de registratiekosten van 3%, 3,3%, 5,5% of 7% in België te vermijden? Dit is in ieder geval wat een aantal volksvertegenwoordigers (Ecolo/Groen/CD&V/Spa/PS) nastreeft. Zij hebben op 17 juni 2020 in die zin een wetsvoorstel ingediend.



Kleine reminder

De methode is al lang bekend in het Belgische belastingrecht. Het is geweten dat alle Belgische notariële akten verplicht moeten worden geregistreerd. Dit is een regel van het Wetboek der registratierechten.

Bovendien vereist het Burgerlijk Wetboek, op straffe van nietigheid, dat elke directe schenking (en dit zal noodzakelijkerwijs het geval zijn bij bijvoorbeeld een schenking onder voorbehoud van vruchtgebruik) bij authentieke akte wordt gedaan. De combinatie van deze twee regels zal er noodzakelijkerwijs toe leiden dat, indien de schenking voor een Belgische notaris wordt gedaan, de schenkingsakte aan de schenkingsrechten wordt onderworpen.

De Belgische belastingplichtige slaagt er sinds tientallen jaren in om deze verplichte belastingheffing te vermijden, terwijl hij zich toch houdt aan de regels van het burgerlijk recht. Vooral toen de rechten op de schenking van roerende goederen niet werden verminderd en forfaitair werden vastgesteld (men mag niet vergeten dat de tarieven van 3% of 3,3% in directe lijn in het Brusselse en Vlaamse Gewest, enerzijds, en in het Waals Gewest, anderzijds, pas begin 2000 werden ingevoerd), ging men de schenking bij akte laten vastleggen door een buitenlandse notaris.

Maar echter niet zomaar een notaris: er moest naar een land worden gegaan waar geen schenkingsrechten verschuldigd zijn als de akte wordt verleden tussen twee personen die geen inwoners zijn van dat land. Dat is onder andere het geval in Nederland (en ook in een aantal Zwitserse kantons). **De term 'Kaasroute' heeft dus betrekking op al deze aktes die in Nederland werden verleden.**

Per definitie volledig gevrijwaard?

Geenszins. Vergeet niet dat artikel 7 van het Wetboek der successierechten¹ bepaalt dat wanneer een schenking niet onderworpen werd aan de registratieformaliteiten, de successierechten verschuldigd zijn als de schenker binnen de drie jaar na de schenking overlijdt.

Bij gebrek aan spontane registratie liep de persoon die voor deze route koos dus het risico om de successierechten te moeten betalen als de schenker binnen de drie jaar na de akte zou overlijden (tenzij dit risico door een verzekering was gedekt).

Planning in de collimator

Het is bekend dat de Vlaamse belastingadministratie (VLABEL) sinds de overname van de belastingdienst door het Vlaamse

¹ Artikel 2.7.10.5, § 1 van het Vlaamse Wetboek der Belastingen in het Vlaamse Gewest

Gewest zich tegen deze planning heeft verzet. Deze planning wordt immers als ongerechtvaardigd beschouwd, ook al zijn de tarieven van de schenkingsrechten op roerende goederen laag.

Zo heeft deze dienst een standpunt ingenomen waaruit voortvloeide dat het in Vlaanderen niet meer mogelijk was een schenking met voorbehoud van vruchtgebruik te doen zonder voorafgaande registratie.

Bij gebrek aan een dergelijke registratie was de VLABEL van mening dat het geheel nog deel uitmaakte van de erfenis op het moment van overlijden.

De Raad van State heeft in een arrest van 12 juni 2018 dit standpunt van de VLABEL nietig verklaard omdat het beschouwd werd als contra legem. Het wetsvoorstel werd ingediend als reactie op deze nietigverklaring.

Voorstel van 17 juni 2020

Volgens de indieners van het wetsvoorstel (Ecolo, Groen, CD&V, PS, SPa) moet een einde worden gemaakt aan de 'Kaas-route' door de registratie van buitenlandse notariële akten van roerende schenkingen verplicht te maken.

Zou dat gelden voor alle schenkingen?

Neen. Dit voorstel heeft alleen betrekking op schenkingen bij authentieke akte (paradoxaal genoeg heeft de tekst, in zijn huidige vorm, betrekking op elke – roerende of onroerende – schenking, terwijl het de bedoeling is dat alleen roerende schenkingen daaronder vallen).

De uitzonderingen op de notariële vorm (en bijgevolg de mogelijkheid om niet te registreren) worden niet ter discussie gesteld.

Zo kan een schenker roerende voorwerpen (schilderijen, meubels, enz.) steeds op een 'manuele' manier schenken. Schenkingen van bankrekeningen of geldsommen in volle eigendom met toevoeging van een bijbehorend pact (om met name te voorzien in een terugkeerclausule of een lijfrentevergoeding) zullen steeds mogelijk zijn zonder over te gaan tot registratie.

Het struikelblok van de termijn van drie jaar zal echter van toepassing blijven. Indien de schenking niet geregistreerd werd en de schenker binnen de 3 jaar na de schenking overlijdt, zullen de successierechten verschuldigd zijn.

We zijn dus getuige van iets ongewoons: de federale staat snelt de gewesten te hulp terwijl alleen deze laatste zullen profiteren van de inkomsten.

De bepaling dat akten onderworpen zijn aan registratie vloeit immers voort uit een federale bevoegdheid, maar de rechten zijn verschuldigd aan de gewesten. Bovendien zou een dergelijke wijziging de drie gewesten ten goede komen omdat, aangezien het om een federale bepaling gaat, elke roerende schenking die betrekking heeft op een Vlaamse, Waalse of Brusselse schenker, zou moeten worden geregistreerd en per definitie zal leiden tot de betaling van registratierechten.

Het wetsvoorstel werd op 17 juni 2020 ingediend in de Kamer en op 18 werd de hoogdringendheid aangenomen. Het wetgevingsproces zou dus snel moeten verlopen als de tekst in fine wordt goedgekeurd.

Is er iets wat we kunnen doen?

Schenkers moeten zich dus haasten als ze een schenking willen doen voor een Nederlandse notaris, aangezien de wet – indien ze wordt aangenomen – tien dagen na de publicatie ervan in het Belgisch Staatsblad in werking zal treden.

Deze stap in de richting van een registratieplicht kan leiden tot de vrees voor een verdere 'verergering' van het systeem: (i) de in Vlaanderen reeds aangekondigde verlenging van de termijn van drie jaar naar vier jaar, en zelfs (ii) de verhoging van de forfaitaire tarieven, indien de registratie verplicht wordt.

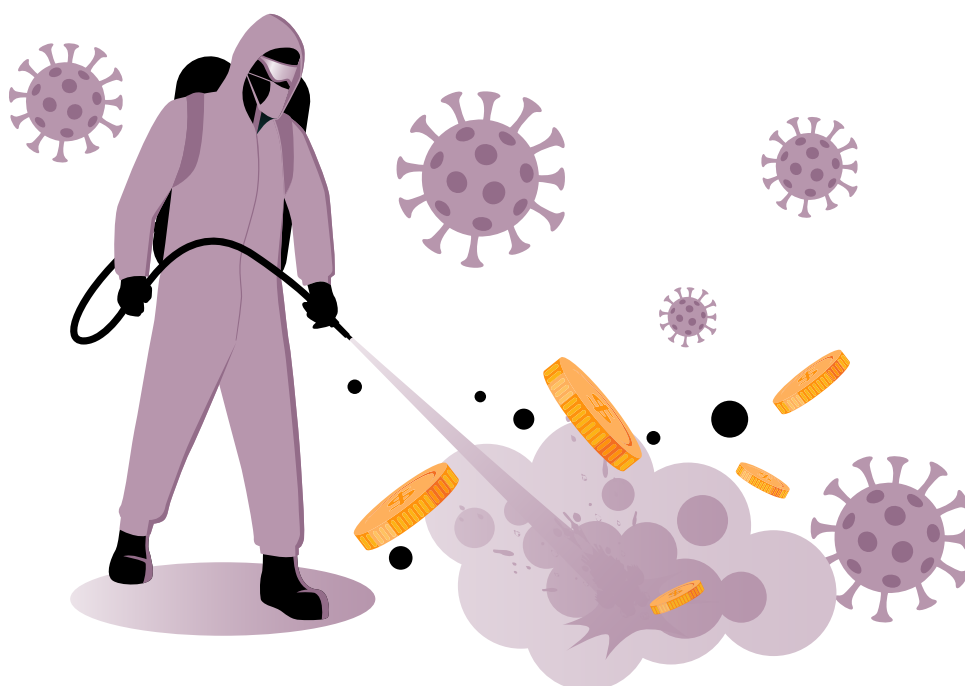
Dit valt echter onder de bevoegdheid van de gewesten, die ieder een andere weg kunnen inslaan. Het is nuttig eraan te herinneren dat de wet van het gewest waarin de schenker woonachtig is, van toepassing zal zijn op de schenking.



Sabrina Scarnà
Advocate, TETRA LAW

Docent aan de Solvay Brussels School of Economics and Management, ULB Docent aan de interuniversitaire opleiding bedrijfsstrafrecht (UCL, ULB en ULIège)

Coronamaatregelen Vlaamse Belastingdienst inzake registratie- en erfbelasting



De Vlaamse Belastingdienst heeft op haar website een aantal maatregelen gepubliceerd om bedrijven, burgers, notarissen, ... extra flexibiliteit en financiële ademruimte te geven in deze maatschappelijk en economisch moeilijke periode. We lichten hierna toe wat de maatregelen zijn die een impact hebben op de erf- en registratiebelasting.

Erfbelasting en registratiebelasting: verlenging van de termijnen om aan de fiscale verplichtingen te voldoen

Door de veiligheidsmaatregelen die in België gelden kunnen notaris-kantoren en burgers niet altijd tijdig alle (fiscale) formaliteiten vervullen.

De Vlaamse Belastingdienst voorziet daarom als algemene maatregel een **termijnverlenging tot twee maanden na het einde van de periode waarin de verstrengde coronamaatregelen gelden**. Deze termijnverlenging is van toepassing op termijnen die aflopen tijdens de verstrengde coronaperiode én op termijnen die aflopen binnen de twee maanden na de verstrengde coronaperiode.

De Vlaamse Belastingdienst hanteert momenteel **31 juli** als referentiedatum voor het einde van de verstrengde coronamaatregelen. Er geldt dus een **algemene termijnverlenging tot en met 30 september**.

Het is niet nodig om deze termijnverlenging aan te vragen.

Concreet:

- Als de oorspronkelijke termijn afloopt tussen 13 maart 2020 en 30 september 2020 (zijnde de start van de verstrenge corona-maatregelen en de gehanteerde referentiedatum voor het einde ervan + twee maanden)
- en de fiscale verplichtingen nageleefd worden uiterlijk op 30 september 2020 (zijnde twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de verstrenge coronamaatregelen)
- dan is er geen belastingverhoging verschuldigd.

Enkele concrete voorbeelden zijn opgenomen in de paragrafen hieronder.

Erfbelasting: termijn om een aangifte van nalatenschap in te dienen

De belastingverhoging voor een laattijdige aangifte van nalatenschap zal niet opgelegd worden als de aangifte ingediend wordt binnen de twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de verstrenge corona-maatregelen. De aangifte kan dus ingediend worden tot en met 30 september. Het is niet nodig om hier zelf uitstel voor aan te vragen.

Bijvoorbeeld

- erfgenamen zouden een aangifte van nalatenschap moeten indienen ten laatste op 28 maart. Deze termijn wordt verlengd tot en met 30 september (twee maanden na het einde van de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode met verstrenge corona-maatregelen).
- erfgenamen zouden een aangifte van nalatenschap moeten indienen ten laatste op 15 mei. Deze termijn wordt verlengd tot en met 30 september (twee maanden na het einde van de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode met verstrenge corona-maatregelen).

Registratiebelasting: termijn voor registratie van een akte

Er wordt geen belastingverhoging opgelegd bij het overschrijden van de termijn waarbinnen een akte of geschrift ter registratie moet worden aangeboden.

Bijvoorbeeld

Na het afsluiten van een onderhandse verkoopovereenkomst (compromis), zou een authentieke akte geregistreerd moeten worden ten laatste op 28 april. Deze termijn wordt verlengd tot en met 30 september (twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode met verstrenge corona-maatregelen).

Registratiebelasting: termijn om te voldoen aan de voorwaarden om gunstregimes te behouden

Men krijgt 2 maanden extra tijd na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge coronamaatregelen om aan de voorwaarden te voldoen.

Bijvoorbeeld

Teruggave bij wederverkoop binnen de twee jaar: de authentieke verkoopakte moet in principe binnen een termijn van twee jaar verleden worden. Deze termijn wordt verlengd met twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge corona-maatregelen, dus tot 30 september 2020.

Meeneembaarheid door verrekening: de authentieke akte van de nieuwe aankoop moet in principe verleden worden binnen de twee jaar na de authentieke akte van de verkoop van de vorige hoofdverblijfplaats. Deze termijn wordt verlengd met twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge corona-maatregelen, dus tot 30 september 2020.

Domiciliëringsverplichting in de enige gezinswoning: om het verlaagd tarief bij de aankoop van de enige gezinswoning te behouden moet men in principe binnen de twee jaar na datum van de aankoopakte op dat adres ingeschreven zijn in het bevolkingsregister. Deze termijn wordt verlengd met twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge corona-maatregelen, dus tot 30 september 2020.

Domiciliëringsvoorwaarde bij het verlaagd tarief voor bescheiden woning ("klein beschrijf"): om het verlaagd tarief voor bescheiden woning te behouden moet men in principe binnen de drie jaar na datum van de aankoopakte op dat adres ingeschreven zijn in het bevolkingsregister. Deze termijn wordt verlengd met twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge corona-maatregelen, dus tot 30 september 2020.

Voorwaarde van verkoop van een verhinderend onroerend goed bij verschillende gunstregimes: om bijvoorbeeld het verlaagd tarief voor enige gezinswoning te verkrijgen, mag men geen andere woning of bouwgrond bezitten, tenzij die binnen het jaar alsnog verkocht wordt. Deze termijn wordt verlengd met twee maanden na de gehanteerde referentiedatum voor het einde van de periode van verstrenge corona-maatregelen, dus tot 30 september 2020.

Erfbelasting: Tijdelijke versoepeling waardering beursgenoteerde effecten in aangifte nalatenschap

De coronacrisis leidde eveneens tot een crisis in de economie en op de beurs. Daardoor dreigen beursgenoteerde effecten (zoals fondsen of aandelen) voor een niet-representatieve waarde aangegeven te moeten worden in een aangifte van nalatenschap. De Vlaamse regelgeving voorziet daarom tijdelijk in een extra waarderingsmoment. Naast de al bestaande keuze tussen de slotkoers op de dag van het overlijden van de erflater, of de slotkoers één maand of twee maanden later, wordt de slotkoers drie maanden na het overlijden als vierde optie toegevoegd.

Deze extra keuzemogelijkheid bestaat voor overlijdens tussen 13 november 2019 en 30 september 2020. Voor alle effecten moet wel dezelfde datum gekozen worden.

Voor aangiftes van nalatenschap die nog ingediend moeten worden:

Bij het indienen van de aangifte van nalatenschap maken de erfgenamen de keuze voor één van de vier mogelijke waarderingsmomenten.

Voor aangiftes van nalatenschap die al ingediend zijn en waarvan de oorspronkelijke aangiftetermijn verstreken is tussen 13 maart en 21 april 2020:

De erfgenamen kunnen toch nog kiezen voor de slotkoers drie maanden na het overlijden, door een nieuwe wijzigende aangifte in te dienen bij de Vlaamse Belastingdienst. Die nieuwe aangifte moeten de erfgenamen indienen binnen de vier maanden na het verstrijken van de oorspronkelijke aangiftetermijn. •



Zomerzoeker

Oorspronkelijk staat het Latijnse woord corona voor een krans van licht rond de zon die te zien is tijdens een volledige zonsverduistering; een vakterm voor astronomen dus. Het coronavirus heeft hier de uiterlijke kenmerken van.

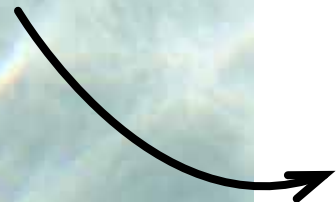
Coronavirus stond al voor de uitbraak in de Dikke Van Dale als veroorzaker van de verwante ziekte Sars. De verkorting corona is nieuw en volkstaal, want eigenlijk heet de boosdoener voluit Covid-19-virus.

In tijden van crisis worden mensen creatief. Zo kreeg het woord corona allerlei samenstellingen waardoor

nieuwe corona termen zich tegenwoordig al even snel verspreiden als het virus zelf. Veel woorden zijn tijdelijk en zij zullen binnen enkele jaren een vage herinnering vormen en ons huidige tijdsbeeld weergeven; andere worden vast blijftjes.

Daarom stelt onze redactie u een virusvrije zomerzoeker voor. Vind het 10-letter-woord dat we zoeken en stuur het voor 31/8 naar events@sdm.lu. De winnaars krijgen, naast eeuwige roem ook bubbels. Echte bubbels, geen contactbubbels dus en misschien ook wel handgel, mondmaskers en ander fraais. Succes!

<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

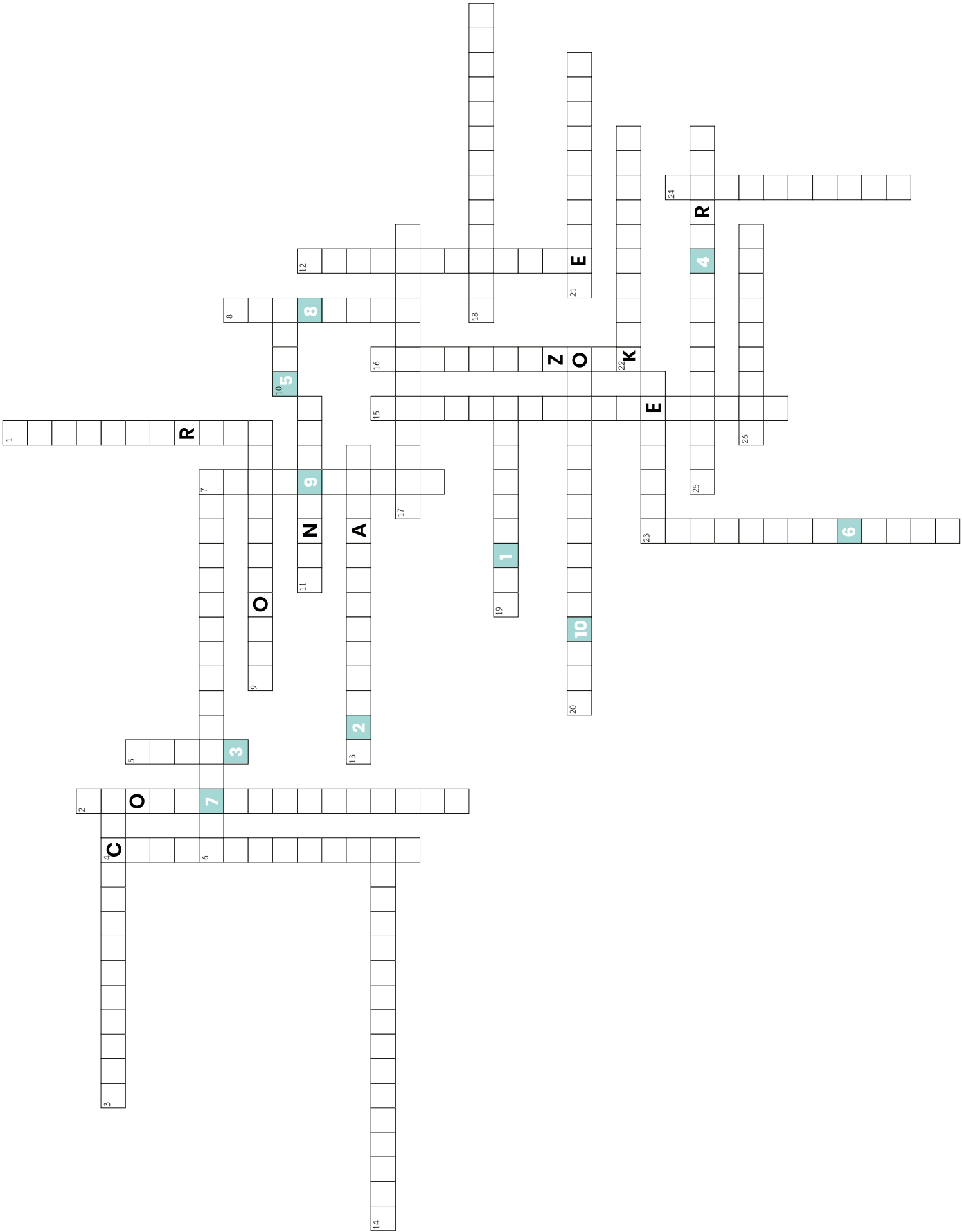


Horizontaal

3. Iemand die vanuit een callcenter contact legt met besmette personen en diegene met wie zij in contact kwamen
6. Een gevoel dat iemand heeft wanneer hij of zij tijdens het boodschappen doen vergeet om 1,5 m afstand te houden ten opzichte van winkelpersoneel en andere klanten
9. Antimalariamiddel dat volgens Donald Trump kan dienen als behandelings tegen corona
10. Voornaam van populair viroloog, steeds met modieuze trui, die wel eens "schaduwpremier van België" wordt genoemd
11. Serieuze epidemie die in veel landen, wereldwijd én tegelijk woedt
13. Illegaal feestje tijdens corona noodtoestand waar alle maatregelen worden genegeerd
14. Grafische weergave van het aantal besmettingen door een virus
17. Thuiswerken in de zon of extra vrije tijd "in het kot" besteden voor een mooi gebruikte huid
18. Tegoedbon die verstrekt wordt aan reizigers wiens reisplannen door corona niet konden doorgaan
19. Op grote schaal boodschappen doen uit vrees voor schaarste (voornamelijk mbt WC-papier)
20. 1000 gram overgewicht, wat velen krijgen omdat ze thuiswerken (en minder bewegen en meer aperitieven)
21. Sociaal gezelschapsspel tijdens gedeeltelijke lockdown waarbij men teddyberen moest spotten achter ramen
22. Alternatief voor plexischerm dat het personeel aan kassa's beschermt
23. Nuttig om handen mee te desinfecteren; na lockdown bijna even duur als whiskey
25. Nationaal bestuursorgaan dat adviezen van experts omzet in beslissingen en deze gefaseerd presenteert, soms vergezeld door boeiende powerpoint presentaties
26. Nieuwe generatie (na millennials) van kinderen, verwekt tijdens corona crisis

Verticaal

1. Waargenomen grotere sterfte dan normaal, of dan de normale sterftetafels, in dit geval door virus
2. Natuurlijk verdedigingssysteem, aanvankelijk getest in Nederland: als iedere corona-patiënt geneest, dan kunnen die niet nog eens ziek worden en ook de ziekte niet doorgeven
4. Groep van gekende mensen met wie frequent contact toegelaten is, eerst 4 personen groot, later uitgebreid naar 10. Niets te maken met champagne.
5. Stad in Chinese provincie Hubei, bekend door zijn openbare markten, met oa smakelijke levende vleermuizen
7. Middelpunt van de besmettingshaard van een virus
8. Stilleggen van het openbaar leven om verspreiding virus te stoppen
12. Premie voor ondernemers die verplicht gesloten waren door corona maatregelen
15. Geheel van pogingen door farma- en biotechbedrijven om als eerste een vaccin te ontwikkelen
16. Vaak de enige manier tijdens lockdown om je bejaarde ouders te bezoeken op veilige afstand, aan de voordeur
23. Gevoel dat iemand heeft wanneer hij hoest en waardoor mensen denken dat hij wel eens besmet zou kunnen zijn
24. Bezoek achter glas. Voor veel rusthuisbewoners lange tijd het enige mogelijke



Register now
5.9.2020
6.9.2020

register via sdmclassic.com



STEVENS &
DE MUNTER

**Generations
you can bank on.®**

Privaat Bankiers sinds 1986