



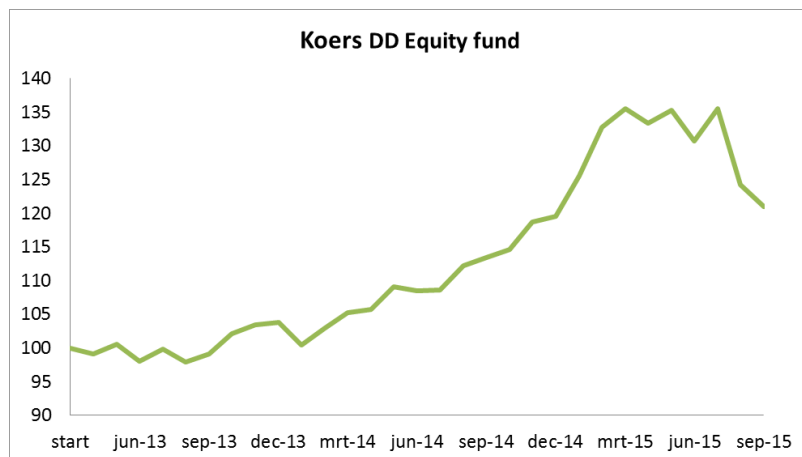
Maandbericht: september 2015

Profiel

Het DD Equity Fund (DDEF) belegt in een wereldwijd gespreide portefeuille van kwaliteitsondernemingen die voorop lopen op het gebied van duurzaamheid. Bij het DDEF is de analyse op duurzaamheids- en financiële aspecten volledig geïntegreerd. Het fonds streeft naar een rendement van 8% per jaar op lange termijn en heeft geen benchmark. DDEF wordt beheerd door een onafhankelijk partnership met de overtuiging dat duurzaamheid een positieve bijdrage levert aan het rendement en risicoprofiel van een aandelenportefeuille. De partners van DoubleDividend beleggen zelf ook in het fonds. Het fonds is genoteerd op Euronext te Amsterdam.

Rendement

DDEF heeft over de maand september een negatief rendement behaald van 2,7% waardoor de intrinsieke waarde per aandeel daalde naar EUR 120,93. Het rendement over 2015 bedroeg per ultimo september 1,2%.



Uitgelicht: Volkswagen-gate

Deze maand besteden we aandacht aan Volkswagen dat negatief in het nieuws staat vanwege "sjoemelsoftware" in dieselmotoren. Gelukkig hebben we het aandeel niet in portefeuille maar aangezien Volkswagen tot voor kort werd gezien als de meest duurzame speler in de auto-industrie en er belangrijke lessen zijn te trekken uit de affaire besteden we er toch aandacht aan.

Deze informatie biedt onvoldoende basis voor een beleggingsbeslissing. Lees daarom de Essentiële Beleggersinformatie en het prospectus. Deze zijn verkrijgbaar op de website van DoubleDividend Management B.V. (www.doubledividend.nl). DoubleDividend Management B.V. is beheerder van DD Equity Fund en heeft een vergunning als beheerder en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. De intrinsieke waarde is niet door een externe accountant gecontroleerd.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 21,0m
NAV per aandeel	€ 120,93
Aantal participaties	173.407
Aantal posities	38
Bèta	0,95

Categorie

Aandelen	94%
Vastgoedaandelen	6%
Liquiditeiten	0%

Kosten

Management fee	0,8%
TER	1,2%
Performance fee	geen

Overig

Liquiditeit	wekelijks
Benchmark	geen
Start	April 2013
Isin	NL0010511002
Bloomberg	DDEFARA NA
Lipper	68214389
Morningstar	F00000Q2B4

Ontwikkelingen in de markt

Na de flinke koerscorrectie in augustus lieten aandelen ook in september een negatief rendement optekenen. De breed gespreide Eurostoxx 600 index sloot de maand af met een verlies van iets meer dan 4%. De wereldwijde aandelenmarkt deed het iets beter maar verloor nog altijd 3,3% waardoor de winst voor het jaar verdampste.

Het negatieve marktsentiment in het afgelopen kwartaal werd gevoed door 1) aanhoudende zorgen over de groei in China 2) aanhoudende onduidelijk over rentebeleid van de FED 3) het schandaal rond Volkswagen en 4) de aanhoudende daling van de grondstoffenprijzen.

China

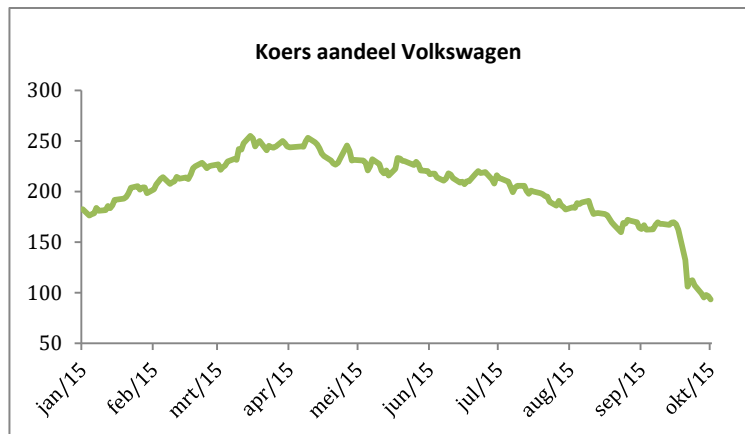
De markt moest afgelopen maand wederom een aantal negatieve cijfers met betrekking tot de Chinese economie verwerken. Vooral een slecht cijfer met betrekking tot de industriële productie trok afgelopen maand de aandacht. De markt prijst in dat de afvlakkende groei in China het herstel van de economie in de rest van de wereld in de weg staat. Ook zijn er veel Westerse bedrijven met flinke belangen in China waardoor de winstgevendheid van deze ondernemingen onder druk zou kunnen komen. Naar onze mening is de (financiële) wereld te pessimistisch over China. De economische groei is naar verwachting nog steeds fors met 6-7% en komt bovendien van een veel grotere basis. Onze visie ten aanzien van China werd afgelopen maand bevestigd door een bezoek aan Duitsland, waar we met een aantal grote Duitse ondernemingen hebben gesproken, die flinke belangen hebben in China. Bedrijven als Linde, Infineon en Adidas schetsen een beeld van een markt die weliswaar niet meer zo onstuimig groeit als twee jaar geleden, maar nog steeds erg sterk is en een flinke bijdrage levert aan de groei.

FED besluit

Aan het begin van de maand werd gesproken over de belangrijkste FED vergadering in jaren. De verwachtingen waren dan ook hoog gespannen. De meeste analisten gingen er niet (meer) van uit dat de FED de rente zou verhogen gezien de zwakke economische cijfers uit China en de impact hiervan op de financiële markten. De FED verraste op dit vlak dan ook niet en liet de rente ongewijzigd, maar de financiële markten reageerden toch negatief. Waar beleggers eerder vooral op zoek waren naar een verruiming van het monetaire beleid ter ondersteuning van de economie en de financiële markten, zijn de markten naar onze mening nu vooral op zoek naar duidelijkheid. Door de rente niet te verhogen en de focus te verleggen van werkgelegenheid naar inflatie droeg de FED juist bij aan deze onzekerheid in plaats van deze weg te nemen. De onzekerheid zit hem in het pad (timing en snelheid) dat de FED gaat volgen. Yellen zei later op een congres in Massachusetts dat de rente waarschijnlijk later dit jaar verhoogd wordt tenzij de economie verslechtert. Maar of het zover komt blijft voorlopig onzeker.

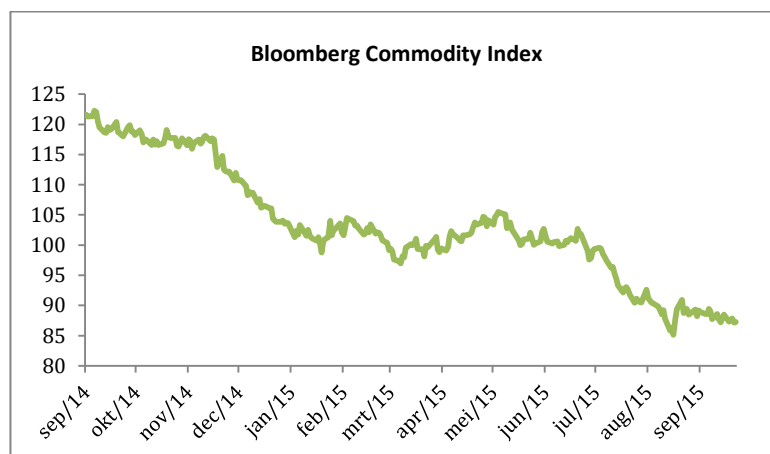
Volkswagen

De Volkswagen affaire was afgelopen maand een andere belangrijke teleurstelling die de markt kreeg te verwerken. De affaire, die verderop in ons maandbericht uitgebreid aan bod komt, had niet alleen effect op de koers van het aandeel Volkswagen, maar trok de hele automobielsector, inclusief toeleveranciers, mee naar beneden. Overigens waren de gevolgen ook goed merkbaar op de obligatiemarkt waar de koersen ook flink onder druk stonden door oplopende rentes. Autoproducenten zijn met hun grote financieringsafdelingen een belangrijke speler op de markt voor bedrijfsobligaties.



Bron: Bloomberg

Grondstoffen: tenslotte begint de aanhoudende daling van de grondstoffenprijzen de vorm aan te nemen van een crisis in plaats van een correctie. De gevolgen blijven niet beperkt tot de traditionele spelers als mijnbouwbedrijven en oliemaatschappijen. De verschuivingen in de markt zijn zodanig groot dat dit flinke implicaties heeft voor landen en een groot aantal sectoren in de economie. Volgens het IEA werd in 2013 16.000 miljard dollar alleen al in energie geïnvesteerd. Een groot deel van deze investeringen werken door in de reële economie. Het kan dus niet anders dat de flinke daling van de grondstoffenprijzen waaronder olie forse implicaties hebben voor de economie.



Bron: Bloomberg

Vooruitzichten

Ondanks al dit negatieve nieuws blijven we naar de toekomst toe positief gestemd. De groei in China blijft op een hoog niveau en de groei in Europa en de VS trekt aan. Een stijging van de rente in de VS kan op korte termijn negatief uitpakken voor financiële markten, maar naar onze mening is een normaliseren van de rente naar een niveau van 3-4% gezond. Op de markt van grondstoffen zal de varkenscyclus uiteindelijk zijn werk doen. De productiekosten van grondstoffen zullen blijven stijgen dus uiteindelijk zal het aanbod zich aanpassen.

Mogelijk kan de ECB nog een positieve impuls geven aan de markt. Volgens Eurostat is de inflatie in de eurozone in september verder teruggelopen en zelfs negatief geworden (-0,1%). Het lijkt dus een kwestie van tijd voordat de ECB extra maatregelen neemt om de economie te stimuleren en daarmee de inflatie aan te wakkeren.

Op basis van de huidige winstverwachtingen zijn aandelen naar onze mening aantrekkelijk gewaardeerd. Wel kan een (forse) bijstelling van deze winstverwachting een herstel van de koersen in de weg staan, maar daar gaan we vooralsnog niet vanuit.

Ontwikkelingen in de portefeuille

Het negatieve resultaat in september is vrijwel geheel toe te schrijven aan koersdalingen. Adidas zorgde voor de belangrijkste positieve bijdrage aan het resultaat met een stijging van bijna 8% na aankondiging dat de huidige topman van Henkel de nieuwe CEO wordt. Maar ook Starbucks en Procter & Gamble waren positieve uitzonderingen in een dalende markt. Aan de andere kant zorgde PayPal en Medtronic ieder voor een negatieve bijdrage van 0,3%.

Tabel: Performance DDEF

	September 2015	2015	Vanaf start (april 2013)
Koersresultaat	-2,61%	-4,26%	9,04%
Valutaresultaat	-0,08%	5,03%	10,12%
Dividend	0,09%	1,37%	5,19%
Overig	-0,10%	-0,98%	-3,42%
Totaal resultaat	-2,70%	1,17%	20,93%

Bron: DoubleDividend

Tabel: top 5 rendement en bijdrage aan resultaat (in EUR)

Top 5 hoogste bijdrage			Top 5 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Adidas (Dui)	7,9%	0,2%	PayPal Holdings (VS)	-11,0%	-0,3%
Starbucks (VS)	4,3%	0,1%	Medtronic (VS)	-6,5%	-0,3%
Procter & Gamble (VS)	2,2%	0,1%	Siemens (Dui)	-9,6%	-0,2%
Johnson Controls (VS)	1,6%	0,1%	Schneider Electric (Fra)	-11,2%	-0,2%
Ecolab (VS)	1,2%	0,0%	Ebay (VS)	-9,5%	-0,2%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Gedurende de maand is de kaspositie verder teruggebracht van 3% naar 0,2%. Het aandeel 3M is opnieuw aan de portefeuille toegevoegd nadat we het eind 2013 de volledige positie hadden verkocht. Door de koersdaling van de afgelopen maanden ontstond een interessant instapmoment van dit industrieel conglomeraat. 3M helpt klanten te verduurzamen met een breed scala aan producten, met name op het gebied van energie, veiligheid, gezondheidszorg en materialen. De bedrijfscultuur is sterk gericht op innovatie en de onderneming voldoet aan al onze kwaliteitskenmerken. Het track record op het gebied van dividendbetalingen - 3M betaalt sinds 1959 een jaarlijks stijgend dividend - is uitzonderlijk.

Verder is de positie van het in augustus aangekochte United Natural Foods iets uitgebreid. Ook de wegingen van Linde Group, Procter & Gamble en SAP werden gedurende de maand iets opgehoogd. De posities in Starbucks en BG Group zijn iets afgebouwd. Procter & Gamble staat met een weging van 4,5% weer in de top-10.

Tabel: top 10 Holdings (naar weging) in portefeuille per einde maand

Onderneming en weging			
Google (VS)	4,9%	IBM (VS)	3,7%
Procter & Gamble (VS)	4,5%	Medtronic (VS)	3,6%
Johnson & Johnson (VS)	4,0%	Johnson Controls (VS)	3,5%
Mastercard (VS)	3,9%	Becton Dickinson (VS)	3,5%
Henkel (Dui)	3,8%	HCP (VS)	3,5%

Bron: DoubleDividend

Onderneming uitgelicht: Volkswagen

Wat is er gebeurd?

Vanaf 18 september werd het nieuws gedomineerd door Volkswagen. Onder druk van de Amerikaanse milieuorganisatie EPA (Environmental Protection Agency) heeft het Duitse concern toegegeven dat gesjoemeld is met de software in de dieselmotoren van ruim 11 miljoen auto's om zo emissietesten te manipuleren. De software in de motoren herkent wanneer een auto wordt getest en is zo geprogrammeerd dat het ervoor zorgt dat de auto de uitstoot van schadelijke gassen gedurende de test tijdelijk sterk vermindert.

Inmiddels wordt de omvang van het schandaal duidelijk. Volkswagen heeft op grote schaal voor langere periode de emissietesten gemanipuleerd. De consequenties en de schade zijn enorm; de CEO van Volkswagen, Winterkorn, heeft het veld moeten ruimen, de koers van het aandeel Volkswagen is met circa 40% gedaald, het milieu is ernstige schade toegegaan, het vertrouwen in Volkswagen heeft een flinke deuk opgelopen, er lopen verschillende onderzoeken van justitie naar fraude (o.a. in de VS en Duitsland), de verkoop van Volkswagen Diesels is in verschillende landen stopgezet en het concern hangt vele schadeclaims boven het hoofd van autobezitters, beleggers, milieuorganisaties, dealers en andere gedupeerden. Kortom, het Volkswagen concern wankelt. Daarnaast zijn er consequenties voor de Duitse auto-industrie als geheel en de reputatie van Duitsland in het algemeen. Volkswagen is het grootste bedrijf in Duitsland met wereldwijd circa 600.000 mensen in dienst en staat symbool voor Deutsche gründlichkeit.

De omvang van de fraude en de enorme consequenties roept de vraag op hoe het zo ver heeft kunnen komen. Belangrijke factor is de drang van het management geweest om de grootste autoproducent ter wereld te worden. De afgelopen 10 jaar is Toyota, mede door de focus op zuinige auto's middels hybride techniek, uitgegroeid tot grootste autoproducent. In plaats van nieuwe technieken te ontwikkelen heeft Volkswagen gekozen om in te zetten op "schone" diesels. Vooral de Amerikaanse markt, na China de grootste afzetmarkt, is hierin cruciaal. Maar omdat in Amerika strengere emissie-eisen gelden dan in Europa lukte het de onderneming niet om aan de emissie-eisen te voldoen en verzon het een list.

Wat kunnen we leren van de Volkswagen affaire?

Gelukkig waren we als DoubleDividend niet belegd in Volkswagen, maar Volkswagen stond wel bekend als duurzaam en op de lijst van aandelen die we actief volgen en had dus mogelijk in de portefeuille opgenomen kunnen worden. Het is dus van belang te kijken welke lessen we kunnen trekken uit deze affaire.

1. Tegen fraude kun je je niet wapenen. Volkswagen was een concern met een zeer goede reputatie. Het bedrijf scoorde hoog op de duurzaamheidsanalyse van verschillende rating bureaus en ook de financiële vooruitzichten waren goed. Het bedrijf werd dit jaar aangemerkt als industry leader in de Dow Jones Sustainability Index. Ook bij Sustainalytics, een research bureau dat de duurzaamheidsprestaties van duizenden bedrijven wereldwijd analyseert, scoorde de Duitse autobouwer zeer hoog. Desondanks kon er binnen Volkswagen deze grootschalige fraude plaatsvinden.
2. Een uitputtende eendimensionale focus op cijfers en statistieken binnen een onderneming kan leiden tot verkeerd gedrag, zeker in combinatie met een agressieve management stijl. Volkswagen moest koste wat kost de nummer 1 worden en succesvol worden in de VS. Er was geen ruimte voor tegenslagen binnen de organisatie. Dit heeft fraude en manipulatie in de hand gewerkt. De cultuur binnen een organisatie is, zo blijkt maar weer eens, van groot belang.

3. Compliance risico's worden steeds groter in een wereld waar regels alleen maar toenemen en autoriteiten hebben geen mededogen met organisaties waar regels worden overtreden. Het niet voldoen aan regelgeving leidt in toenemende mate tot enorme boetes (mogelijk EUR 16 miljard voor Volkswagen alleen al in de VS) en claims. Volkswagen kan forse claims tegemoet zien van vele gedupeerden. Het gaat hierbij niet alleen om direct gedupeerden zoals autobezitters, dealers en beleggers maar ook indirecte gedupeerden. Zo heeft de stad Houston al een claim neergelegd bij het concern van 100 miljoen euro vanwege de extra vervuiling van de stad. Hiermee lijkt de potentiële omvang van claims oneindig.
4. Het dieselschandaal kan een zogenaamde "game changer" zijn voor de hele auto industrie. De affaire luidt mogelijk het einde in van het dieseltijdperk en kan een flinke impuls betekenen voor elektrische en hybride auto's. Dat auto's schoner moeten worden vanwege luchtvervuiling in steden en klimaatverandering is geen nieuws, maar het laat zien dat een verandering waar we lang tegenop kijken en veel over praten door een enkele gebeurtenis in een stroomversnelling kan komen. Dit brengt risico's mee voor hele industrieën. Iets vergelijkbaars hebben we gezien met de "Energiewende" in Duitsland na de ramp in Fukushima, hetgeen de utiliteitsector op zijn kop heeft gezet. In andere sectoren zoals de luchtvaart, voeding of de farmaceutica kan iets vergelijkbaars gebeuren. Een brede spreiding en een focus op de lange termijn zijn dus van groot belang.

Team DoubleDividend

Bijlage: Portefeuille karakteristieken

Tabel: Kenmerken portefeuille DDEF per einde maand

Waardering		Risico	
Koers/Winst huidig	18,3	Bèta (raw)	0,95
Koers/Winst verwacht	15,4	Schuld /EBITDA	2,6
EV/EBITDA verwacht	10,8	VAR (Monte Carlo, 95%, 1 jaar)	25,4%
Dividendrendement verwacht	2,6%	Standaarddeviatie	15,9%
Price/ cashflow verwacht	11,2	Tracking error (vs MSCI world)	3,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille DDEF per einde maand

Spreiding: GICS Sectors		Spreiding: Thuisland	
Information Technology	26,4%	Australië	3,2%
Energy	2,5%	Brazilië	0,6%
Materials	8,9%	Duitsland	14,6%
Consumer Staples	13,8%	Frankrijk	4,1%
Financials	9,7%	Ierland	3,6%
Consumer Discretionary	11,8%	Nederland	4,6%
Industrials	11,7%	Verenigd Koninkrijk	8,3%
Health care	15,0%	Verenigde Staten	55,4%
		Zwitserland	5,4%
Liquiditeiten	0,2%	Liquiditeiten	0,2%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Tabel: Spreiding portefeuille op basis van omzet van de ondernemingen

Regio	
Verenigde Staten	39%
Europa	24%
Opkomende markten	24%
Overig/onbekend	11%
Liquiditeiten	0%

Bron: DoubleDividend

Tabel: Spreiding portefeuille oplossingen op duurzaamheid

Trend		
Klimaat	Reductie CO ₂ uitstoot	33%
	Duurzame energie	8%
Ecosysteem	Reductie milieuschadelijke stoffen	7%
	Natuurlijke balans	17%
Welzijn	Volksgezondheid	25%
	Armoedebestrijding	10%
Liquiditeiten		0%

Bron: DoubleDividend