

dienen, want er hoeven weinig extra kosten gemaakt te worden om meer te delven. Aan de andere kant van de medaille vervliegt de winst als de productie daalt. Dit noem ik een operationele hefboom.

Omdat we niet aan voorspellen doen, kunnen we niet inschatten hoe olieprijs, koperprijs en valuta's in de toekomst zullen veranderen. Wij moeten dus de gevoeligheid van deze bedrijven analyseren. Een mijnbedrijf moet door de bank genomen weinig schulden hebben - een lage financiële hefboom - terwijl een onderneming met relatief stabiele kasstromen juist wat meer kan dragen.

Beleggers vergeten overigens wel eens dat tijdelijk verlies van kapitaal, dus negatieve koersschommelingen, niet hetzelfde is als permanent verlies van kapitaal, ofwel faillissement. In opkomende markten zijn de koersschommelingen vaak groter, maar het risico van het verliezen van je inleg vind ik zeker niet groter dan in Westerse landen.

**Dat klinkt aantrekkelijk. Is dit dan het klimaat om in opkomende markten te beleggen?**

Ik denk dat je daar nu moet zijn. Begin 2011 was er een hosanna-stemming bij beleggers. Die is ondertussen ingehaald door de realiteit. Maar lage verwachtingen zijn juist goed voor beleggers.

Daarnaast is de inflatie in de opkomende landen een stuk lager dan pakweg een jaar geleden en zijn verschillende opkomende munten als de Indiase roepie en de

**“In opkomende markten zijn de koersschommelingen vaak groter, maar het risico van het verliezen van je inleg vind ik zeker niet groter dan in Westerse landen.”**

Turkse lira verzwakt. Dit maakt bedrijven minder risicovol: het zorgt voor een buffer, omdat ze competitiever kunnen zijn.

Ook is er bij de meeste opkomende landen meer ruimte om de economie aan te wakkeren en blijven de verwachtingen van de bedrijven vrij constant. In het algemeen denk ik dat ondernemingen uit opkomende landen wel eens kunnen verrassen de komende tijd. Bijvoorbeeld Samsung, dat profiteert van de positieve trend in de mobiele telefoonmarkt.

**Skagen Kon-Tiki is een opkomende landenfonds. Onlangs heeft u desondanks Heineken aan de portefeuille toegevoegd. Waarom?**

Wij zijn niet per se gebonden aan aandelen uit opkomende landen. We beleggen ook in bedrijven die elders gevestigd zijn maar een belangrijk deel van hun inkomsten halen uit opkomende landen. Heineken is daar een mooi voorbeeld van.

De onderneming wordt door de markt gezien als een typisch Europese brouwer die het merendeel van zijn omzet uit Europa en de Verenigde Staten haalt. En dat klopt ook als je kijkt naar de verdeling van de omzet.

Maar als je goed in het jaarverslag kijkt dan ligt dat toch wat anders. Heineken verkoopt veel bier via brouwerijen waarin het een belang heeft zonder eigenaar te zijn. Voor de boekhouding tel je het daar verkochte bier dan niet mee. Maar de winst die gepakt wordt op die deelnemingen komt natuurlijk wel gewoon binnen.

We kwamen op het idee om Heineken te kopen toen we van een aantal brouwerijen in Azië aan het napluizen waren wie belang heeft. In veel gevallen kwamen we bij Heineken uit.

**Welke conclusie moeten beleggers daaruit trekken?**

Ik denk dat veel beleggers en analisten de werkelijke groei-

