

problemen, die in hoofdzaak toe te schrijven zijn aan een onaangepaste transport- en haveninfrastructuur.

De relatieve aantrekkingskracht van aardgas als fossiele brandstof tegenover steenkool wordt niet alleen bepaald door de steenkoolprijs zelf, maar ook door de prijs van emissierechten. Elektriciteitsproducenten moeten deze emissierechten kopen om de uitstoot van schadelijke gassen te compenseren. Deze uitstoot ligt veel hoger bij steenkool dan bij aardgas. Een aanhoudend hoge steenkoolprijs trekt dus automatisch ook de prijs van aardgas omhoog.

GEEN KOPPELING MET OLIE

Wie in aardgas wil investeren met afgeleide producten (trackers of hefboomproducten), moet er zich van bewust zijn dat de onderliggende waarde meestal de Amerikaanse gasvariant is (Henry Hub). Er is dus geen directe koppeling met olie in de gasprijsvorming. Een ander belangrijk element is de prijsstructuur van de termijncontracten. De gasmarkt vertoont zoals uitgelegd momenteel een contangositatie. Dit betekent dat de prijs van termijncontracten momenteel hoger ligt dan de spotprijs voor onmiddellijke levering. Telkens als het onderliggende termijncontract doorgerold wordt, blijven er dus minder contracten over.

Een indirecte belegging kan in aandelen van aardgasproducenten of distributeurs. Een bedrijf waar potentiële beleggers in aardgas moeilijk omheen kunnen, is het Russische Gazprom. De Russische overheid heeft de helft van de aandelen in handen. Gazprom is een dominante speler op de Russische markt, maar heeft daarnaast ook een marktaandeel van 28 procent in Europa. Dit percentage zal de komende jaren nog verder toenemen, want de voorbije maanden sloot Gazprom een aantal overeenkomsten af met Europese landen om het komende decennium aardgas te leveren. Gazprom controleert bijna 70 procent van alle Russische aardgasreserves en 18 procent van de wereldwijde gasreserves.

Vanwege het politieke risico is Gazprom tot nog toe niet erg geliefd bij westerse institutionele beleggers. Dit verklaart waarom het aandeel slechts vijf keer de verwachte koerswinstverhouding noteert. Gazprom heeft een beurskapitalisatie van meer dan 130 miljard euro. Het bedrijf investeerde de voorbije jaren fors in enkele megaprojecten en pijpleidingen (Sakhalin, Yamal, Altai) en beschikt over het potentieel om uit te groeien tot een van de grootste energieconcerns ter wereld. ■

Door **Joost Groeneveld**
Directeur Wingman Business Valuators

De calloptie van ING

In december 2008 ontving ING van de staat een financiële injectie ten bedrage van 10 miljard euro. Dus in kas 10 miljard. Dat is in de balans een debetpost. De creditboeking mag natuurlijk niet onder het vreemd vermogen vallen, want dan bederven de financiële ratio's nog verder. Je moet het kunnen boeken onder het eigen vermogen ten behoeve van de tier-1-ratio. Dat is niet zo moeilijk: je geeft aandelen uit en die worden door de staat gekocht. De totale beurswaarde van ING bedroeg op dat moment ruim 15 miljard euro. Met 10 miljard zou de staat een meerderheidsbelang hebben gekocht. Maar kennelijk wilden partijen geen zeggenschap verhandelen. Dus werd het een aandeel zonder zeggenschap.

Hoewel: "De overheid krijgt voor tien miljard aan effecten en mag twee leden voor de raad van commissarissen voordragen die een vetorecht krijgen bij fundamentele beslissingen en bij beloningsregelingen. De top van ING ziet dit jaar af van bonussen en bij een eventueel vertrek krijgen ze niet meer mee dan één jaarsalaris [curs. JG]. Minister Bos (Financiën, PvdA) komt zo tegemoet aan het om begrijpelijke redenen breed levende sentiment in politiek en samenleving dat het met het systeem van salariering in de banksector stevig uit de hand is gelopen" (NRC Handelsblad, 20 oktober 2008). De hier gecursiveerde maatregelen zullen er danig hebben ingehakt. Als daarmee echt werd tegemoetgekomen aan het "breed levende sentiment", zat dat sentiment misschien wel

breed, maar toch niet erg hoog, laat staan erg diep. Symboolpolitiek.

"De overheid krijgt voor 10 miljard euro aan effecten". Dat klinkt heerlijk. Wie zou ze niet willen krijgen? Alleen, het is niet waar: de overheid moest er 10 miljard voor betalen. Waren ze dat waard? Als ING deze effecten niet binnen drie jaar tegen 150 procent van de nominale waarde zou terugkopen, zou ING een olopend dividend moeten gaan betalen. Voor die 50 procent spreekt Sylvester Eijffinger op 21 maart 2011 (Business News Radio, BNR) van een boete.

Niets is minder waar. In feite heeft ING hiermee een calloptie gekregen. Door die calloptie kan de staat niet zoals andere aandeelhouders nog even blijven zitten. Tegen de uitoefenprijs van 3 miljard euro wordt die optie nu voor een deel (nominale waarde van € 2 miljard) uitgeoefend. Dat doe je in het algemeen wanneer de markt een hogere prijs noteert. Natuurlijk, enerzijds 3 miljard euro uit kas. Anderzijds geen verwatering meer. Die 150 procent lijkt heel wat, maar de beurskoers heeft sindsdien een behoorlijke stijging meegemaakt. De laagste koers in het najaar van 2008 bedroeg 5,33 euro. De hoogste in februari 2011 was 9,32 euro.

Door de optie zou naar verwachting het rendement voor de staat maximaal 14,5 procent per jaar bedragen. Niet erg veel voor eigen vermogen in die toen oh zo deplorabele situatie van de bank. In de markt zal de rendementseis hoger zijn geweest. Sterker nog, per 7 maart 2011 geeft Het Financieele Dagblad voor ING als koers-winstratio het getal 6. Omgerekend 16,7 procent. Onmiskenbare staatssteun; ook achteraf. ■

