

Beste lezer,

Zoals uit mijn boeken blijkt valt er veel te weten over beleggen. Veel informatie kon ik in mijn boeken kwijt maar niet alles. Ik neem aan dat u ook geïnteresseerd bent in de meeste concrete tips voor het halen van een hoog rendement:

### **Wat zijn op dit moment de beste en goedkoopste aandelen, wereldwijd?**

Na het schrijven van mijn 2 boeken ben ik natuurlijk doorgegaan met mijn zoektocht naar het hoogste rendement. Daarbij ben ik erin geslaagd een makkelijke manier aan te bieden waarmee mensen hetzelfde hoge rendement kunnen halen als ik.

Dit is door wereldwijd te beleggen in veelal kleine, onbekende aandelen, die op meerdere fundamentele punten goedkoop zijn. Ik spreid daarbij over 6 verschillende strategieën. Voor elke strategie zijn er wetenschappelijke publicaties die wijzen op een rendement van 20% of meer. De risico's van 4 strategieën zijn bovendien lager dan bij beleggen in grote beursindexen. Drie strategieën combineren hoge statistische rendementen met nog lagere risico's.

Daarvoor vergelijk ik 2 keer per maand duizenden aandelen. Voor de aandelen die als beste uit de bus komen zoek ik op het internet en in de financiële verslagen naar het verhaal rond het aandeel. Zo onderzoek ik 20 aandelen per maand (in de zomervakantie 10 per maand).

Ook u kunt profiteren van al deze informatie: nieuwe en eerdere research over honderden goedkope aandelen en steeds nieuwe lijsten met zeer goedkope aandelen. U kunt daarmee net zo'n hoog rendement als ik halen, met veel minder moeite!

Voor meer informatie of een gratis en vrijblijvend proefabonnement zie [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl).

Ik hoop u binnenkort als (proef-)abonnee te verwelkomen!

Ruerd Heeg

# Aandelen selecteren als waardebelegger: succesvol beleggen in ondergewaardeerde aandelen

Ruerd Heeg

Juni 2018

*Voor mijn kinderen*

**Wil je met weinig moeite het hoogste rendement halen?**  
Neem dan vrijblijvend een gratis proefabonnement op mijn  
nieuwsbrief. Kijk op [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl) voor meer informa-  
tie.

Deze pdf is te downloaden op [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl). De oorspron-  
kelijke papieren versie is daar ook te koop.

Van dezelfde schrijver: *Beleggen in bull- en bearmarkten*.

Overnemen van maximaal 200 woorden toegestaan met bronvermel-  
ding en vermelding dat dit boek te koop is op [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl).

De genoemde bedrijven en beleggingen moeten gezien worden als  
studiemateriaal in plaats van als beleggingsadvies. Beleggen is een  
kansspel. Wie belegt draagt het risico op een ongunstige uitkomst.

Geschreven in 2012, 2013, 2014 en 2018.

Tekening omslag: Tanja van de Wetering.

Redigeren tekst en drukklaar maken omslag: Ariëtte Ettema.

Copyright 2018 – Ruerd Heeg

# Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b>	<b>1</b>
<b>1 Waarom wij slechte beleggers zijn</b>	<b>4</b>
1.1 Onze evolutie . . . . .	4
1.1.1 Ook grote beleggers . . . . .	5
1.2 Beslissen bij onzekerheid . . . . .	5
1.3 Denkfouten . . . . .	6
1.3.1 Niet of te laat reageren op nieuwe feiten . . . . .	7
1.3.2 Eenvoudig redeneren. . . . .	8
1.3.3 Naar bevestiging van je ideeën zoeken . . . . .	10
1.3.4 De statistiek negeren . . . . .	11
1.3.5 Denken je eigen successen te kunnen creëren . . . . .	12
1.3.6 Het achteraf van tevoren zien aankomen . . . . .	13
1.3.7 In hokjes denken . . . . .	14
1.3.8 Zich te veel vastpinnen op bedragen . . . . .	15
1.3.9 Zich ideeën makkelijk laten aanpraten . . . . .	16
1.3.10 De weg er naartoe is net zo belangrijk als het resultaat . . . . .	18
1.3.11 Alleen een kortetermijngeheugen hebben . . . . .	19
1.3.12 Geen verlies willen nemen . . . . .	20
1.3.13 Loterijbeleggingen . . . . .	20
1.3.14 Aan overmoed lijden . . . . .	24
1.3.15 Niet genoeg discipline hebben . . . . .	25
1.3.16 Vasthouden aan de status quo . . . . .	25
1.3.17 Bang om achteraf ergens spijt van te krijgen . . . . .	26
1.3.18 Niet alleen naar het rendement kijken . . . . .	27
1.4 Beleggers met weinig kennis . . . . .	28
<b>2 Zeepbellen en dips</b>	<b>29</b>
2.1 Dit hebben we nog nooit eerder gezien . . . . .	29
2.1.1 Roaring twenties . . . . .	29
2.1.2 De seventies . . . . .	30

2.1.3	Junk bonds . . . . .	30
2.1.4	Japan . . . . .	31
2.1.5	Dot-comcrisis . . . . .	31
2.1.6	Crisis in 2009 . . . . .	32
2.1.7	Obligatiezeepbel? . . . . .	33
2.2	Zeepbellen herhalen zich . . . . .	33
2.2.1	Psychologie van zeepbellen . . . . .	34
2.2.2	Enthousiasme voor groeiaandelen . . . . .	35
2.2.3	Kredietcyclus . . . . .	36
2.3	Zeepbellen versterken zichzelf . . . . .	36
2.3.1	Bijzondere transacties . . . . .	36
2.3.2	Weinig short sellers . . . . .	37
2.3.3	Waarde van het onderpand . . . . .	37
2.4	Renderen aandelen beter dan obligaties? . . . . .	38
<b>3</b>	<b>Efficiënte markten</b>	<b>40</b>
3.1	Grote beleggers . . . . .	41
3.1.1	Nederlandse pensioenfondsen . . . . .	42
3.2	VS heeft efficiëntste markten . . . . .	44
3.3	Conclusie . . . . .	46
<b>4</b>	<b>De statistiek</b>	<b>47</b>
4.1	Ga alleen goede weddenschappen aan . . . . .	47
4.2	Beleggen aandelenindices beter? . . . . .	48
4.2.1	Mentaliteit van een index is niet te verslaan . . . . .	49
4.2.2	Welke beursindices zijn te verslaan? . . . . .	50
4.2.3	Wat zijn de beste beursindices? . . . . .	51
4.3	Statistische factoren aandelenselectie . . . . .	53
4.3.1	Strategieën over minimaal 40 jaar teruggerkend . . . . .	53
4.3.2	Grootte . . . . .	53
4.3.3	Koers/winst . . . . .	54
4.3.4	Koers/omzet . . . . .	56
4.3.5	Dividendrendement . . . . .	57
4.3.6	Terugkooprendement . . . . .	60
4.3.7	Aandeelhoudersrendement . . . . .	61
4.3.8	Koers/vrije kasstroom . . . . .	62
4.3.9	Koers/boekwaarde . . . . .	62
4.3.10	Kasstroom/schulden . . . . .	63
4.3.11	Externe financiering . . . . .	63
4.3.12	Groei van de nettobedrijfsmiddelen . . . . .	64
4.3.13	Totaal overlopende activa en passiva (accruals) . . . . .	64

4.3.14	Liquiditeit, volatiliteit en momentum . . . . .	65
4.3.15	Sectoren . . . . .	66
4.4	Welke aandelen kun je beter vermijden? . . . . .	69
4.5	Conclusie . . . . .	69
<b>5</b>	<b>Waardebeleggen</b>	<b>71</b>
5.1	Macro- of micro-economie? . . . . .	72
5.2	Rekening houden met de statistiek . . . . .	73
5.3	Financiële gegevens onderzoeken . . . . .	74
5.4	Het jaarverslag . . . . .	75
5.4.1	Visie van het management . . . . .	76
5.4.2	Verplichte niet-boekhoudkundige informatie . . . . .	77
5.4.3	Boekhoudkundige informatie . . . . .	79
5.4.4	Bezittingen . . . . .	79
5.4.5	Verplichtingen . . . . .	80
5.4.6	Eigen vermogen . . . . .	81
5.4.7	Inkomsten en uitgaven . . . . .	82
5.4.8	Kasstromen . . . . .	84
5.4.9	Goedkeuring accountant . . . . .	85
5.5	Simpele waardebepalingen . . . . .	86
5.5.1	Schulden als hefboom . . . . .	86
5.5.2	Winst is veranderlijk . . . . .	90
5.5.3	Speciale bezittingen . . . . .	91
5.5.4	Rendement op eigen vermogen . . . . .	93
5.5.5	Rendement en boekwaarde binnen dezelfde sector . . . . .	95
<b>6</b>	<b>Boekhoudkundige valkuilen</b>	<b>97</b>
6.1	Trends bepalen . . . . .	97
6.2	Debiteuren . . . . .	98
6.3	Omzet, winst en kasstroom . . . . .	99
6.3.1	Kasstroom opgepompt . . . . .	102
6.4	Voorraad . . . . .	102
6.4.1	Afschrijven op de voorraad . . . . .	103
6.5	Kosten manipuleren . . . . .	104
6.5.1	Kosten eerder boeken . . . . .	104
6.5.2	Kosten te laat boeken . . . . .	105
6.6	Liquiditeiten en kortlopende schulden . . . . .	106
6.7	Omgekeerde transacties . . . . .	107
6.8	Eenmalige gebeurtenissen . . . . .	108
6.8.1	Gewone kosten opvoeren als reorganisatiekosten . . . . .	108
6.8.2	Verkoop dochteronderneming . . . . .	108

6.8.3	Eenmalig dividend . . . . .	108
6.8.4	Schadeverzekeraars . . . . .	109
6.8.5	Vertrek directeur . . . . .	109
6.8.6	Afschrijven op goodwill . . . . .	110
6.8.7	Waardering tegen marktwaarde . . . . .	110
6.9	Winst hoger dan belastbare winst . . . . .	111
<b>7</b>	<b>Enkele bekende beleggers</b>	<b>112</b>
7.1	Benjamin Graham . . . . .	112
7.1.1	Grahams eerste twee groepen selectiecriteria . . . . .	113
7.1.2	Grahams net-net strategie . . . . .	115
7.1.3	Welk selectie criterium is het beste? . . . . .	117
7.1.4	Interviews uit 1976 . . . . .	119
7.1.5	Graham over technische analyse. . . . .	121
7.2	David Merkel . . . . .	121
7.2.1	Analyseer en beleg in de juiste (sub)sector . . . . .	122
7.2.2	Beleg met de statistiek . . . . .	124
7.2.3	Per sector alleen de beste bedrijven kopen . . . . .	125
7.2.4	Bedrijven van de juiste grootte kopen . . . . .	125
7.2.5	Analyseer de financiële verslagen . . . . .	125
7.2.6	Bedrijven die verstandig met geld omgaan . . . . .	126
7.2.7	Wanneer verkoopt Merkel? . . . . .	127
7.3	Warren Buffett . . . . .	127
7.3.1	Wanneer verkoopt Buffett? . . . . .	130
7.3.2	Groeibeleggen volgens Buffett . . . . .	131
7.3.3	Zou elke belegger net als Buffett moeten beleggen? . . . . .	139
7.4	Walter Schloss . . . . .	140
7.5	Seth Klarman . . . . .	142
7.6	Howard Marks . . . . .	143
7.7	Martin Whitman . . . . .	145
7.8	Mezelf en andere statistische beleggers . . . . .	148

# Voorwoord

Eind jaren '90 hoorde ik opgetogen verhalen over aandelen en beursindices. De beursindex zou jaarlijks gemiddeld met meer dan 10% stijgen. Dus begon ik te beleggen. Al doende leerde ik steeds meer over beleggen.

Toch bleven de resultaten maar tegenvallen. Dus besloot ik er iets aan te doen. Want er waren al die jaren genoeg beleggers geweest die ondanks de malaise veel hadden verdiend. Al snel had ik door dat dit de waardebeleggers waren. Ik vroeg me daarom af hoe ik de fijne kneepjes van het waardebeleggen kon leren. Dus begon ik boeken te lezen van waardebeleggers. Al snel wezen zij mij naar boeken over de statistiek van het beleggen. Deze boeken leerden mij sneller en nauwkeuriger een waardeandaal te herkennen. Ook stuitte ik in mijn zoektocht op boeken over de denkfouten van mensen en beleggers in het bijzonder. Deze resultaten uit de psychologie verklaren waarom waardebeleggen een winnende beleggingsstrategie blijft.

**Deskundigen zijn het eens.** Het viel me op dat er een grote overlap bestaat tussen de boeken in elk van deze drie genres. Waardebeleggers, beursstatistici en beleggingspsychologen zijn het dus met elkaar eens. Verder bestaan vooral de boeken over waardebeleggen veelal uit algemeenheden. Het leek wel of de auteurs zuinig waren met het beschrijven van hun slimmigheidjes. De boeken over beleggen die ik heb gelezen, kunnen daarom steeds in enkele bladzijden worden samengevat.

Ik sprak erover met mijn net-gepensioneerde vader. Hij zei dat hij ook wel meer over waardebeleggen zou willen weten, maar dat hij geen zin had om daarvoor *Engelse* boeken te lezen. Hij vond zichzelf verder als 70-plusser te oud om nog zoveel te studeren als ik had gedaan. In plaats van bedrijven diepgaand te onderzoeken, vond hij het bovendien plezieriger om in de tuin een tijdschrift of een krant te lezen.

Tijdgebrek is inderdaad een groot probleem voor beleggers. Over

een bedrijf is al gauw meer te lezen dan je tijd hebt. Maar het blijkt dus nog veel erger te zijn: de meeste mensen zijn niet gemotiveerd om zich goed aan te leren wat ze moeten lezen en onderzoeken. En dat is jammer, want beleggingsvaardigheden komen goed van pas in deze maatschappij.

**Resultaten onderzoek, ervaringen en tips van verschillende waardebeleggers in één boek.** In 2012 ben ik begonnen dit boek te schrijven als een serie samenvattingen van boeken en artikelen over waardebeleggen aangevuld met mijn eigen notities. Vervolgens heb ik daar informatie over beleggersgedrag en -psychologie en over de statistiek van het beleggen aan toegevoegd.

Zo is er een dun boek ontstaan waarin toch veel nuttige informatie staat. Vergelijk dat met een waardeandaal: veel bedrijf voor een lage prijs. Met dit boekje hoop ik hetzelfde te bieden: veel goed toegankelijke informatie van hoge kwaliteit.

Mijn vader ging na ontvangst van een vroege versie van dit boek een jaarverslag downloaden. Hij vond vervolgens dat het laaggevalueerde bedrijf misschien te riskant was vanwege grote obligatiebeleggingen in Zuid-Europa. Ik hoop nu dat ook veel andere beleggers hun voordeel met dit boek kunnen doen.

**Voor wie is dit boek?** Dit boek gaat voornamelijk over beleggen in aandelen. Vooral actieve beleggers kunnen hun voordeel doen met dit boek. Zij leren met zo min mogelijk risico aandelen te kopen voor minder dan ze waard zijn en te verkopen voor meer dan ze waard zijn. Een groot gedeelte van dit boek gaat over beleggingspsychologie, en het inwinnen en beoordelen van informatie over beleggingen. Deze kennis is in dit boek toegepast op het beleggen in aandelen, maar veel daarvan is ook van toepassing op andere beleggingen. In het bijzonder is dit boek ook nuttig voor mensen die zich willen inkopen in een klein bedrijf.

Beleggen in aandelen is tegenwoordig laagdrempeliger dan vroeger. Daardoor zullen er misschien meer mensen dan vroeger ooit in hun leven in aandelen handelen. Vroeg of laat begaan veel van hen dure missers. Sommige mensen stoppen dan met beleggen. Anderen, zoals ikzelf, gaan zich er juist dan nog meer in verdiepen. Ik ben nog jong genoeg om de opgedane kennis te gebruiken, maar zou er een stuk beter voorstaan als ik dit allemaal twintig jaar geleden had geweten. Dit boek is dus nuttiger naarmate je jonger bent. Zelf hoop ik dat mijn kinderen al voordat ze volwassen zijn dit boek willen lezen. Ouders die ook hun kinderen met beleggen kennis willen laten



maken, hebben misschien wat aan de twee tips van David Merkel op bladzijde 122.

**Dankwoord.** Ten slotte bedank ik mijn vader en Adri Brink, van het gelijknamige accountantskantoor in Groningen, voor het doorlezen en corrigeren van een vroege versie van dit boek.

**Bij de elektronische uitgave (juni 2018).** Deze pdf is een met ongeveer 80 bladzijden verkorte versie van het papieren boek. Er zijn ook verbeteringen: voornamelijk de opmaak en een paar fouten in de tekst. Verder heb ik enkele kleine stukjes erbij geschreven.

In dit eerste boek bespreek ik hoe je een goede beurswedden-schap herkent. Met andere woorden: is een bepaald aandeel waar-schijnlijk een goede belegging of niet? Na de uitgave van dit boek in 2013 heb ik nog een tweede boek geschreven: *Beleggen in bull-en bearmarkten*. In mijn tweede boek bespreek ik waar je moet zoe-ken voor de beste beursweddenscapen. Met andere woorden: wat zijn de beste beleggingsstrategieën? De 2 boeken hebben nauwelijks overlap.

Na het schrijven van deze 2 boeken ben ik doorgegaan met zoeken naar goede beleggingsstrategieën. Zodoende heb ik 6 goede strate-gieën gevonden met een statistisch rendement van boven de 20%. Dit bespreek ik in de allerlaatste paragraaf.

Ik zoek wereldwijd naar deze aandelen en beleg er zelf ook in. Ik deel informatie om in deze aandelen te beleggen door middel van een nieuwsbrief. Abonnees op mijn nieuwsbrief kost het weinig moeite om hiermee zelf goede rendementen te behalen.

Ga voor meer informatie of een gratis en vrijblijvend proefabonne-ment naar [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl).

# Hoofdstuk 1

## Waarom wij slechte beleggers zijn

### 1.1 Onze evolutie

Waarom is er oorlog? Waarom eten wij ongezond? Waarom bewegen wij te weinig? Niemand wordt daar beter van, maar zo zijn wij nu eenmaal. Waarom zijn aandelenkoersen voor ons zo onvoorspelbaar?

Er zijn veel aanwijzingen die erop wijzen dat onze hersenen zo geëvolueerd zijn dat ze geen goede beleggingsbeslissingen kunnen nemen. Wij zijn jagers en verzamelaars uit het oerwoud en de savanne. Ons brein is nog steeds op die omgeving aangepast, ook al leven we nu in een heel andere maatschappij.

Onze hersenen zijn daarom goed in het beoordelen van onmiddellijke kansen en gevaren. Dat is handig tijdens de jacht als we met zijn allen een rendier insluiten. Het komt ook van pas als we slangen proberen te ontwijken tijdens het zoeken naar knollen. Bij beleggen is het niet handig. Onze kortetermijninstincten uiten zich daar in onze neiging tot day-trading, kortetermijnspeculaties en het van dag tot dag of zelfs van minuut tot minuut bijhouden van koersen. Ons brein kan helaas niet goed omgaan met de talrijke onzekerheden op termijn die bij beleggen een rol spelen.

Omdat iedereen deze tekortkomingen heeft, gedragen aandelenmarkten zich op een bijzondere manier. Na een terugslag staan ze vaak te laag en als de koersen weer omhoog gaan, wordt er vaak te veel risico genomen. Mensen betalen ook te veel voor bedrijven met een hoge groeiverwachting en zijn te bang om in bedrijven met een “vlekje” te beleggen. Deze laatste groep bedrijven is daarom vaak

onevenredig goedkoop.

### **1.1.1 Ook grote beleggers**

En grote beleggers dan, is dat dan geen team in plaats van iemand alleen? Kan een team geen betere beleggingsbeslissingen nemen? Een team kan zeker beter beleggen dan een individu, want een team kan veel meer en beter onderzoek doen. De beleggingsbeslissingen komen echter vooral voor rekening van de fondsmanager, van één persoon dus.

Fondsmanagers zijn een stuk gevoeliger voor verliezen dan gewone beleggers. Als zijn of haar fonds op verlies staat lopen er klanten weg. Vervolgens is er geen salarisverhoging en als het verlies lang duurt, dan volgt ontslag. Ze kopen daarom vaker aandelen die recent omhoog zijn gegaan. Dit zijn nogal eens sterk overgewaardeerde glamour aandelen. Verder verkopen fondsmanagers zowel beleggingen die in de min staan als beleggingen die in de plus staan eerder dan gewone beleggers.

## **1.2 Hoe beslis je bij onzekerheid?**

Ons brein is dus slecht in het nemen van beslissingen bij onzekerheid. Maar wat betekent dit, en wat kunnen onze hersenen dan niet? En nu we het er toch over hebben, hoe beslis je dan wel het beste bij onzekerheid?

Besliskundigen - dat zijn gespecialiseerde wiskundigen - hebben dit probleem lang geleden opgelost. Hun redenering loopt als volgt:

1. Win op alle mogelijke manieren informatie in. Met goede informatie kunnen er wellicht onzekerheden afvallen. Denk daarom goed na over welke informatie je zou kunnen inwinnen, en bij wie en hoe.
2. Zodra je op alle mogelijke manieren informatie hebt opgezocht, maak dan een lijst met alle mogelijke gebeurtenissen. Onderscheid in deze lijst de feiten van de speculaties.
3. Bepaal de gevolgen van deze gebeurtenissen en hun effect op de beurskoers(en). Bepaal voor elke gebeurtenis de winst of het verlies.
4. Bepaal de waarschijnlijkheid van elk van deze gebeurtenissen.

5. Bereken ten slotte het gewogen gemiddelde van de winsten en verliezen van alle mogelijke gebeurtenissen. Gebruik voor de gewichten van dit gewogen gemiddelde de waarschijnlijkheden uit de vorige stap. Je vermenigvuldigt dus voor elke mogelijke gebeurtenis de waarschijnlijkheid met de winst of met het verlies. Vervolgens is het gewogen gemiddelde gelijk aan de som van de producten van alle mogelijke gebeurtenissen. In deze som hebben de termen met een verlies een minteken. Als de uitkomst positief is zul je gemiddeld genomen winst maken, en anders verlies.

Door deze stappen te doorlopen neem je de beslissing die het meeste oplevert. Er is natuurlijk niemand die zo zijn beslissingen neemt, zelfs een wiskundige als ik niet. Dat komt deels omdat de verwachte winsten en verliezen niet goed te voorspellen zijn. Voor een ander deel komt dat omdat wij gewoon niet zo denken.

Hoe denken we dan wel? Iemand die gelooft in het menselijk kunnen en de vooruitgang, denkt misschien dat goede beleggers alleen in de laatste drie stappen fouten maken. Het blijkt echter dat het meestal al in de eerste twee stappen fout gaat. Beleggers winnen vaak niet genoeg informatie in en zijn blind voor bepaalde mogelijke gebeurtenissen. Daarnaast kennen ze natuurlijk ook aan bepaalde gebeurtenissen een onrealistisch hoge of lage kans toe, of een te hoge of te lage winst of verlies.

## 1.3 Denkfouten

Wij zijn dus zo geëvolueerd dat we sterk reageren op onmiddellijke gevaren en kansen. Aan de andere kant zijn we slecht in het omgaan met de vele onzekerheden die bij het beleggen een rol spelen. Anders gezegd: we kunnen in complexe afwegingen niet goed rekening houden met onzekerheden. Het niet goed rekening kunnen houden met onzekerheden uit zich in een groot aantal denkfouten, die beleggers massaal en veelvuldig maken.

**Psychologie en gedragseconomie.** De beleggingsadviseur en vermogensbeheerder Michael Pompian bespreekt deze denkfouten in zijn boek *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*. Zijn boek is gebaseerd op baanbrekend onderzoek in de gedragseconomie en de cognitieve psychologie. Het bijzondere van dit boek is dat het een heel praktisch boek is, helemaal gericht op beleggers. Hij beschrijft

precies de resultaten uit de gedragswetenschap die voor beleggers van belang zijn, hoe deze algemeen menselijke denkfouten zich bij beleggers manifesteren en wat zij daar tegen kunnen doen.

Nu zou het kunnen dat je denkt: “Wat heb ik hieraan? Ik maak al die denkfouten niet!”, of: “Ik ken mezelf en weet heel goed welke denkfouten ik maak.” Dan heb je misschien al een paar grote stappen gemaakt. Maar blij vooral verder lezen. Beleggers halen hun winsten namelijk voor een groot deel uit de denkfouten van andere beleggers. Wie deze denkfouten herkent kan dus extra geld verdienen op de beurs.

Hieronder volgt daarom een korte opsomming van deze denkfouten.

### 1.3.1 Niet of te laat reageren op nieuwe feiten

Beleggers kopen aandelen op basis van een redenering. Komt er daarna informatie beschikbaar die laat zien dat deze redenering niet klopt, dan is het logisch om de belegging meteen van de hand te doen. Dat laten veel beleggers echter na, omdat ze niet meteen overtuigd zijn van hun ongelijk. Sterker nog, veel beleggers kopen zelfs bij, waardoor hun verliezen op den duur nog hoger oplopen. Dit effect is tijdens bubbels nog sterker. Naarmate meer mensen eenzijdig enthousiast zijn over een bepaalde belegging, is de kans groter dat de belegger zich laat overtuigen en de gevaren van deze belegging negeert.

Een voorbeeld. Bij de eerste foto's en films van de kernramp in Fukushima daalden de prijzen van uranium en uraniumproducenten sterk. Toch bleek dat niet iedereen meteen had verkocht. Het verkopen hield lange tijd aan en de koersen van deze bedrijven bleven dus nog lange tijd daarna doordalen.

**Analisten reageren ook traag op nieuwe feiten.** Niet alleen gewone beleggers reageren traag op nieuwe feiten. Ook analisten lopen achter de feiten aan in hun voorspellingen van de winst per aandeel. En wie kent de verkoopadviezen niet die pas gegeven worden nadat de koers flink gedaald is?

Aandelenscreeners op het internet tonen vaak een koers/winstverhouding op basis van de verwachte winst van volgend jaar. Dit is soms de winstverwachting van het bedrijf zelf, maar soms is dit de gemiddelde winstverwachting van analisten die het bedrijf volgen. In het laatste geval doe je er dus goed aan rekening te houden met deze denkfout.

**World Online.** We gaan terug in de tijd, naar het jaar 2000. Stel, je hebt ingeschreven op de beursgang van World Online. World Online lijkt een snel groeiend internetbedrijf en internet is de toekomst! Op 17 maart 2000 krijg je aandelen voor 43 euro per stuk. Omdat beleggen in beursgangen riskant is, volg je het nieuws op de voet. 's Avonds hoor je dat Nina Brink enkele maanden eerder 15 miljoen aandelen aan een beleggingsfonds voor 6 euro per aandeel heeft verkocht. Wat is je conclusie? Natuurlijk dat World Online veel minder waard is dan 43 euro per aandeel. Het aandeel is die dag op 43 euro gesloten. Wat doe je? Verkopen! Helaas hebben veel beleggers dit nagelaten. De beleggers die de volgende dag verkochten, kwamen er met een klein verlies goed vanaf. Degenen die niets gedaan hebben waren veel meer geld kwijt.

**Een eenmaal gemaakte beslissing blijven goedpraten.** Sommige beleggers verkochten hun World Onlines niet omdat ze het nieuws niet goed konden interpreteren. Zij redeneerden bijvoorbeeld dat Nina Brink voor 6 euro had verkocht, omdat ze de groei van het bedrijf niet goed had ingeschat. En omdat zij als beleggers de groei beter inschatten, was het geen probleem om een veel hogere prijs voor het aandeel te betalen!

Sommige beleggers in World Online dachten misschien dat sommige beleggingsfondsen nu eenmaal zo dicht bij het vuur zitten, dat ze van tevoren zulke mooie 6-euro deals kunnen maken. Zulke beleggers dachten misschien ook dat zo'n beleggingsfonds in ruil daarvoor het aandeel onder de aandacht van bijvoorbeeld buitenlandse beleggers bracht. Fout gedacht dus!

### 1.3.2 Eenvoudig redeneren.

Veel mensen praten een gemaakte beslissing goed met een ingewikkelder redenering die recht doet aan nieuwe informatie. Mensen houden nu eenmaal meer van ingewikkelde dan van eenvoudige redeneringen. Zij introduceren daarbij extra aannames om nieuwe informatie met hun eerdere conclusie te rijmen. Maar logisch gezien heeft een redenering met zo min mogelijk aannames natuurlijk de voorkeur.

Het hardnekkig proberen vast te houden aan een eerdere conclusie komt ook regelmatig voor bij professionals die iets moeten repareren, zoals monteurs, programmeurs, systeembeheerders en artsen. Het volgende voorbeeld is wat overdreven, maar het geeft dit punt wel goed weer.

Een huisarts ziet een patiënt met pijnklachten die sterk lijken op een blaasontsteking. De arts onderzoekt daarop de urine van de patiënt. De test toont onvoldoende infectiecellen aan om van een blaasontsteking te spreken. Omdat de klachten wel op een blaasontsteking lijken, schrijft de dokter toch maar antibiotica voor. Als blijkt dat de behandeling niet aanslaat probeert hij of zij een ander antibioticum. Helaas heeft ook dit medicijn geen effect. De dokter doet dus nog wat andere onderzoeken in de hoop dat die wel bewijs voor een blaasontsteking opleveren. Pas wanneer die onderzoeken evenmin in de richting van een blaasontsteking wijzen, gaat de dokter nadenken over andere oorzaken van de klachten.

Stel, je ziet een goed, laag gewaardeerd aandeel. Na enig onderzoek koop je dit aandeel. Een paar dagen later lees je toevallig over een soortgelijk bedrijf. Dit bedrijf heeft ongeveer dezelfde waardering als het bedrijf dat je gekocht hebt bij ongeveer dezelfde groeivoorzichten. Het bedrijf heeft echter een stuk minder schulden. Wat doe je dus? Ga geen redenen bedenken waarom je je eerdere aankoop zou moeten houden. Wees in plaats daarvan eerlijk tegenover jezelf: de kans is het grootst dat je gewoon een fout hebt gemaakt. Je fout is vrij eenvoudig te herstellen door je aandelen om te ruilen.

**Eenvoudig redeneren bij groeiaandelen en turnarounds.** Veel aandelen worden tegen ogenschijnlijk hoge prijzen verhandeld vanwege hoge groeiverwachtingen. Dit speelt bijvoorbeeld bij bedrijven waarbij het even wat minder gaat, de zogenaamde turnarounds. Het speelt ook bij research-intensieve bedrijven zoals biotechnologiebedrijven en veel IT-bedrijven. De hoge koersen zijn gebaseerd op een zeer hoge kans dat de groeiverwachtingen uitkomen of zelfs overtroffen worden. De winstgroei haalt dan de hoge waardering als het ware in. Vaak komen dit soort verwachtingen echter niet uit. Hoe komt dat?

Voor een hoge groei moeten meestal meerdere dingen mee zitten. Neem bijvoorbeeld het Amerikaanse CEL-SCI (CVM). Dit bedrijf ontwikkelt een medicijn waarmee misschien heel veel geld verdiend kan worden.

De ontwikkelingskosten moeten dan wel goedkoop uitvallen. Er mogen geen problemen optreden bij de productie van het medicijn. De medische testen moeten op tijd afgerond zijn. De toezichthouders moeten op tijd het medicijn op de markt toelaten. Eenmaal op de markt moet het medicijn zo effectief zijn dat het voor een hoge prijs verkocht kan worden. Er moet genoeg tijd overblijven om het

medicijn te verkopen in de tijd dat concurrentie van generieke middelen verboden is. Er mogen in de tussentijd geen betere medicijnen op de markt komen. De gewone aandeelhouders moeten bovendien maar hopen dat hun bezit door het management niet teveel verwaterd wordt.

Als maar één van deze aannames niet klopt gaat de winstgroei al flink tegenvallen. Mensen zijn helaas niet zo goed in het inschatten van de waarschijnlijkheid van dit soort en-en gebeurtenissen. Instinctief schatten wij de waarschijnlijkheid van dit soort samengestelde gebeurtenissen te hoog in.

### 1.3.3 Naar bevestiging van je ideeën zoeken

Op bladzijde 5 hadden we al gezien dat het belangrijk is om alle mogelijkheden om informatie te zoeken te benutten, zodat zoveel mogelijk onzekerheden geëlimineerd kunnen worden. Helaas gaat het daar nog weleens mis. Een veel gemaakte fout is dat beleggers vooral informatie zoeken die hun optimistische kijk bevestigt. Zelf zoek ik daarom altijd gericht naar pessimistisch commentaar op potentiële beleggingen.

Zo had ik eens een aandeel in een bedrijf dat tegelijkertijd een meevaller en een tegenvaller had. Qua winst per aandeel compenseerde de tegenvaller de meevaller precies. Iemand die onbewust een bevestiging zoekt van zijn eerdere ideeën over een bedrijf, analyseert een dergelijke situatie vaak onvoldoende. In dit geval was de tegenvaller eigenlijk het niet optreden van een andere meevaller in het jaar daarvoor. De tegenvaller was dus structureel. Ik heb toen nog zitten nadenken of de meevaller ook structureel was, maar kwam daar niet uit. En inderdaad, de meevaller trad een jaar later niet op. De winst per aandeel ging dus pas een jaar later onderuit. Als ik dit een jaar eerder beter had uitgezocht dan had ik de aandelen waarschijnlijk verkocht.

Er zijn ook beleggers die voor ze een aandeel kopen altijd kijken naar de beursgrafiek van het laatste half jaar, het laatste jaar of de laatste jaren. Alleen als de grafiek mooi omhoog gaat dan kopen ze het aandeel. Let op dat je dit soort informatie altijd aanvult met andere bronnen, zoals informatie uit het jaarverslag.

Beleggers die hun vermogen over weinig aandelen hebben gespreid, maken deze denkfout waarschijnlijk vaker. Ook werknemers die beleggen in het bedrijf waarvoor ze werken, maken vaak deze denkfout.



**Veel informatie verzamelen soms gevaarlijk.** Veel beleggers lezen veel over hun beleggingen om zichzelf ervan te overtuigen dat hun belegging een hoog rendement op zal leveren. Daarbij is het gevaar dat ze onbewust positieve informatie belangrijker vinden dan negatieve informatie. Naarmate beleggers meer op een aandeel studeren hebben ze daardoor meestal de neiging om meer in dat aandeel te beleggen, ook al vinden ze voornamelijk niet-relevante of zelfs negatieve informatie. Verderop in paragraaf 2.2.1 geef ik een aantal voorbeelden die betrekking hebben op zeepbellen.

### 1.3.4 De statistiek negeren

Mensen delen bedrijven en hun gedachten daarover in categorieën in. Maar wat doen ze met nieuwe informatie die niet in één van deze categorieën past? Dan proberen ze onbewust toch om deze informatie in een bestaande categorie in te delen. In de oertijd was dat handig want zo konden mensen snel leren hoe ze in noodsituaties het beste konden reageren.

Het gevolg is wel dat mensen de neiging hebben om op basis van heel weinig vergelijkbare ervaringen drastische versimpelingen te maken. Op basis van dat versimpelde wereldbeeld trekken ze vervolgens hun conclusies en maken ze hun beleggingsbeslissingen.

Voor de belegger is deze denkwijze dus ballast die men maar beter overboord kan gooien. Veel beleggingssituaties lijken misschien wel op eerdere beleggingssituaties maar zijn toch wezenlijk anders. Beleggers moeten dus hun neiging onderdrukken om uit een klein aantal gebeurtenissen onjuiste statistische conclusies te trekken.

**Voorbeelden.** Mijn vader heeft geen zin om veel tijd in het waardebekken te steken. Daarom vroeg hij mij een paar aandelentips. Na een paar maanden zag hij dat de meeste tips flink gestegen waren. Zijn conclusie was dat ik goede tips had gegeven, waarna hij mij een aantal nieuwe tips vroeg. De meeste beleggers denken net zo als hij. Zo beoordelen beleggers beleggingsfondsen vaak op basis van hun prestaties over een veel te korte periode. Meestal kijken ze niet verder terug dan drie of vijf jaar. Een enkeling beoordeelt beleggingsfondsen op basis van hun prestaties gedurende tien jaar. Maar om statistisch er min of meer zeker van te zijn dat een fondsmanager beter belegt dan een ander, heb je een periode van maar liefst vijftien jaar nodig.

Op dit moment (2012) zijn er veel sms-diensten actief. Voor 300 tot

400 euro per jaar kun je daar een abonnement op nemen. In ruil daarvoor sturen ze je een aantal keren per jaar sms'jes met koop- en verkoopadviezen van bepaalde beurstrackers. Sommige beleggers nemen zo'n abonnement, en hebben een paar keer succes. Uit die paar succesjes concluderen ze vervolgens meteen dat dit een gegarandeerde manier is om geld te verdienen. Helaas zeggen deze sms-diensten niet op basis van welke informatie zij hun adviezen geven. Hun klanten zijn gewaarschuwd!

Eind jaren '90 was er een korte periode dat groeiaandelen het beter deden dan de rest van de beurs. Op basis van deze korte periode trokken beleggers hun conclusies en gingen massaal in dot-coms beleggen. Zij negeerden daarbij massaal het toen al statistisch bekende gegeven dat bedrijven met hoge verhoudingen als koers/winst en koers/boekwaarde meestal slechte beleggingen zijn.

Na een aantal jaren van flinke teleurstellingen op de aandelenmarkten beleggen nu veel particulieren en professionals in obligaties of houden hun geld liquide op de bank. Zij negeren daarbij het statistische gegeven dat obligaties het minder goed doen dan aandelen. Zij negeren ook dat de obligatierendementen nu historisch laag zijn en dat er dus een grotere kans is op koersverlies door een stijgende rente.

### **1.3.5 Denken je eigen successen te kunnen creëren**

Succes is voor een belegger niet afdwingbaar. Beleggen is een soort kansspel. En bij elk kansspel kun je verliezen. Ook al studeert een belegger nog zo hard op allerlei bedrijfsinformatie, het kan altijd tegenzitten. Ok, als je heel slim bent kun je bepaalde dingen voorspellen. Maar bedenk wel hoe complex zelfs de kleinste bedrijven zijn, en dat zelfs insiders tegenvallers niet altijd zien aankomen.

Je hebt beleggers die extra bijkopen om hun verlies sneller goed te kunnen maken als de koersen weer stijgen. Dom! Je kunt dat wel doen, maar kijk dan eerst waarom de koers daalt en of er überhaupt uitzicht is op een stijgende koers. Het probleem met deze strategie is dat je het risico loopt om een slecht gespreide aandelenportefeuille eraan over te houden vol met slecht presterende bedrijven.

Er zijn ook beleggers die denken een aandeel te kennen en te menen dat de koers daarvan altijd tussen de 2 en de 2,20 beweegt. Zij proberen rond de 2 te kopen om vervolgens rond de 2,20 weer te

verkopen. Dit zal best een tijdje goed kunnen gaan, maar zal op den duur natuurlijk niet werken.

Je kunt je voor deze denkfout behoeden door altijd in je achterhoofd te houden dat gebeurtenissen toevallig kunnen zijn, ook als ze kort na elkaar optreden.

Denk verder eens na over wie je tegenpartij is voordat je een transactie doet. Waarom koopt of verkoopt hij of zij? En wanneer is het voor jou weer tijd om te verkopen? En wat kan er mis gaan en hoeveel kost dat je dan?

**Logboek.** Goede beleggers houden een logboek van hun transacties bij. Zij schrijven bij elke transactie de koers, de datum en waarom ze de transactie gedaan hebben, en waarom voor dit totaalbedrag en tegen deze koers. Bij een aankooptransactie betekent dit dat ze opschrijven waarom ze het aandeel goedkoop vinden. Bij een verkoop schrijven ze op waarom het aandeel duur is (geworden). Bij een aankoop noteren ze verder wat er mis kan gaan, en wanneer ze denken weer te zullen verkopen.

Goede beleggers vullen dit logboek ten slotte regelmatig aan. Ze voegen bijvoorbeeld iets toe als er nieuws uitkomt of als ze van mening veranderen.

### 1.3.6 Het achteraf van tevoren zien aankomen

Praat je nu met mensen over de huizenmarkt dan is iedereen pessimistisch. En veel mensen zagen het al van tevoren aankomen. Maar een paar jaar geleden lag dat heel anders. Banken, makelaars en huizenbezitters ontkenden toen in alle toonaarden dat de huizenmarkt überhaupt kon dalen.

Voor waardebeleggen geldt iets soortgelijks. Waardebeleggers zijn er altijd geweest maar lange tijd wist niemand of zij betere rendementen hadden dan andere beleggers. Sterker nog, lange tijd waren er onder economen veel aanhangers van de *efficiënte markthypothese*. En uit deze hypothese volgt onder meer dat waardebeleggers gemiddeld hetzelfde rendement maken als andere beleggers. Pas sinds de tweede helft van de jaren '90 is er genoeg wetenschappelijk bewijs dat met waardebeleggen een hoger rendement valt te halen. En pas na 2000 werd deze kennis door de opkomst van het internet voor iedereen toegankelijk. Je kunt nu dus tegen jezelf zeggen dat je altijd al wist dat aandelen met bijvoorbeeld een lage koers/winstverhouding en een lage verhouding koers/boekwaarde een hoger rendement opleveren. Maar je hoeft je dus niet te schamen, want pas in

de jaren '90 is dit systematisch uitgezocht.

Beleggers die het van tevoren al hadden voorspeld, hebben de neiging om achteraf voor zichzelf de geschiedenis te herschrijven. Als het goed gaat wijten ze successen aan hun eigen “voorspellingen”. Daardoor krijgen ze meer zelfvertrouwen en nemen ze meer risico's. Als het tegenzit vergeten ze vaak dat de resultaten van veel bedrijven cyclisch zijn en verkopen ze net in het dal. Ze denken ook vaak dat de gebeurtenissen rond bedrijven achteraf onvermijdbaar waren.

In werkelijkheid zijn de gebeurtenissen rond bedrijven en daarmee ook beleggingsresultaten in hoge mate onvoorspelbaar. En is elke aan- en verkoop gewoon een weddenschap, met een forse kans op zowel winst als verlies. Natuurlijk moet je onverwachte gebeurtenissen bij je beleggingen analyseren, ook als ze positief zijn. Maar hou daarbij altijd in je achterhoofd dat het toeval een grote rol speelt.

Sommige beleggers hebben de neiging om hun successen aan hun eigen inzicht toe te schrijven maar hun missers aan onvoorziene, toevallige gebeurtenissen. Zo werkt het natuurlijk niet. Ten eerste kan van dit soort missers achteraf nog wel iets geleerd worden. En ten tweede komen successen altijd voor een deel uit het toeval voort, uit een bull markt bijvoorbeeld.

### **1.3.7 In hokjes denken**

Iedereen heeft vooroordelen. Zo denken veel mensen dat vrouwen die met veel oudere mannen gaan, dat om het geld doen. Of dat werkloze mannen er altijd voor proberen te zorgen dat hun partner meer gaat verdienen. Ook bij de besteding van geld denken mensen in hokjes. Ze geven tastbaar geld bijvoorbeeld minder snel uit dan plastic geld. Geleend geld wordt verder makkelijker uitgegeven dan eigen geld. Dividend wordt meestal geconsumeerd in plaats van herbelegd.

Ook verdelen mensen in gedachten hun vermogen. Een deel van hun geld is bijvoorbeeld voor hun pensioen, een ander deel sparen zij voor als hun kinderen gaan studeren. Sommige beleggers zorgen er voor dat hun vermogen genoeg dividend oplevert om de hypotheek van af te betalen. Hierdoor worden er de nodige extra eisen aan een beleggingsportefeuille gesteld, waardoor men rendement kan mislopen. Niet alle dividendgevende aandelen zijn bijvoorbeeld goede beleggingen. En ook kan de spreiding van hun beleggingen zo onvoldoende zijn. Het gevaar is ook dat men te laat verkoopt als de aandelen in een bepaald deel van het vermogen na sterke koers-

stijgingen weer flink dalen.

Een andere uiting van deze denkfout is dat mensen minder moeite doen om op grote aankopen te bezuinigen dan op kleine. Zij hebben voor grote aankopen een apart budget dat los staat van het budget voor kleine aankopen. Mensen hebben ook meer de neiging om geld te verspillen naarmate men meer geld heeft. Neem bijvoorbeeld het laten branden van lampen op plekken waar je niet bent. Of het weggoien van eten, terwijl je het net zo goed in de koelkast kunt zetten om later weer op te warmen. Deze mensen hebben een apart budget voor huishoudelijke uitgaven dat los staat van hun andere uitgaven. Er zijn zelfs mensen met een apart, hoog budget voor hun auto. Zij kopen om de drie jaar een gloednieuwe auto terwijl ze maar heel weinig rijden. Of ze laten hun auto altijd duur door de dealer onderhouden, zoals ik. Voor beleggers met een hoog inkomen is het effect dat ze vaak te veel risico nemen: zij zijn van tevoren minder bang om te verliezen, maar betreuren achteraf hun verliezen net als ieder ander.

### 1.3.8 Zich te veel vastpinnen op bedragen

Beleggers staren zich vaak blind op hun aankoopkoers of andere koersen uit het verleden of zelfs op koersdoelen van analisten. Door nieuwe informatie kunnen deze waardes volledig achterhaald zijn. Beleggers zijn meestal traag met het aanpassen van hun kijk op hun aandeel aan de impact van nieuwe informatie. Dat geldt zowel voor positief nieuws als voor negatief nieuws.

Iets dergelijks speelt nu, anno 2012, op de Nederlandse huizenmarkt. Veel huiseigenaren pinnen zich nog vast op de prijzen die tot begin 2009 gangbaar waren. Daardoor zijn veel vraagprijzen op dit moment onrealistisch hoog en staan veel huizen lang te koop. Aan het begin van de crisis werden deze huiseigenaren nog gesteund door hun makelaars. Inmiddels raadt deze beroepsgroep zijn klanten sterk aan om op zijn minst mee te gaan met de markt. Eind jaren '70 gebeurde overigens precies hetzelfde; veel huizenverkopers wachtten te lang met het verlagen van hun prijs. Zij werden door de markt ingehaald. Vrijwel geen enkele huizenverkoper kon de prijsdaling uitzitten. Zij die niet meteen hun prijs lieten zakken, moesten dus uiteindelijk toch met de markt mee dalen.

**Aandelen verkopen met verlies.** Het heeft dus niet altijd zin om te wachten totdat de winst per aandeel weer stijgt naar een eerder gehaald niveau. Soms breekt er voor een bedrijf gewoon een andere

tijd aan en dan is het onverstandig te wachten tot het aandeel weer op je aankoopkoers staat. Het beste is om dan snel te reageren en het aandeel meteen te verkopen. Laat je dit na dan kun je blijven zitten met een aandeel dat ondanks de daling nog steeds overgewaardeerd is. Zo'n aandeel kan jarenlang geen rendement opleveren! Te veel beleggers nemen hun verlies niet op momenten dat dit wel verstandig is.

**Bijkopen tegen een hogere koers.** Stel, je hebt je verdiept in een veelbelovend bedrijf. Het aandeel is zeer laag gewaardeerd en dus heb je wat van deze aandelen gekocht. Je hebt niet al je kruis in één keer verschoten, want je hoopt dat er een nog gunstiger aankoopmoment komt. Dat gebeurt niet. Andere beleggers krijgen door wat jij al wist: het bedrijf is sterk ondergewaardeerd. De koers gaat vervolgens 10% omhoog. Je wilt graag je resterende geld beleggen, dus wat doe je nu?

Je zou dan kunnen besluiten om langer te wachten en pas te kopen totdat er toch een beter aankoopmoment komt. Of misschien loop je wel tegen een nog betere belegging aan. Maar als het bedrijf ondanks de stijging nog steeds sterk ondergewaardeerd is, doe je er vaak goed aan om ook tegen de nieuwe koers bij te kopen.

**Hoe deze denkfout te vermijden.** Door je bewust te zijn van deze denkfout kun je hem vermijden en zul je een beter beleggingsrendement behalen. Vraag je daarom bij elk aandeel dat je bezit af of je het ook zou willen kopen tegen de huidige koers. En vraag je af of het waarschijnlijk is dat dit aandeel sneller zal stijgen dan andere beleggingen. Wees je ook van deze denkfout bewust bij het analyseren van bedrijven. Laat je bijvoorbeeld niet beïnvloeden door de koers van het bedrijf een jaar geleden.

Eén van de redenen dat indexfondsen meestal beter presteren dan gewone beleggers zit hem erin dat indexfondsen geen last hebben van deze denkfout. Zij kunnen wel met verlies verkopen en tegen een hogere koers bijkopen, en ze laten zich niet beïnvloeden door de koers van een jaar geleden.

### 1.3.9 Zich ideeën makkelijk laten aanpraten

Beleggers doen te weinig om goede beleggingen te zoeken. Ze lezen economisch nieuws in de krant en in beleggingsbladen, denken er nog eens over na en kopen dan een aandeel of beleggen in een fonds.

Je kunt je afvragen of het goed is om in bedrijven te beleggen die net in het nieuws zijn geweest. Bedrijven die net door analisten zijn

besproken, zijn doorgaans de bedrijven waarvan anderen de aandelen goedkoper hebben gekocht. Bij positief nieuws is het daarom soms beter om niet meteen na de aankondiging ervan in het bedrijf te beleggen maar enkele maanden daarna.

Bedrijven die veel moeite doen om aandeelhoudersvriendelijk over te komen, dienen gewantrouwd te worden. Pas daarbij vooral op als de vriendelijkheden weinig kosten, bijvoorbeeld als het bedrijf zich vaak promoot op een beleggersconferentie.

Door met behulp van de tips in dit boek diepgaander onderzoek te doen, kun je je veel populaire missers besparen. Natuurlijk is het niet verkeerd om nieuws en blogs over aandelen te lezen, maar daarnaast is het goed om aandelen te screenen met behulp van een aandelenscreener op internet.

Net zoals er veel minder geadverteerd wordt voor goedkope verzekeringen en supermarkten, zo adverteren de beste fondsbeheerders evenmin. Beleg je graag in een beleggingsfonds, ga dan dus actief op zoek naar de fondsen met de beste fondsbeheerders.

**Geadverteerde beleggingen zijn uit den boze.** Wie herinnert zich bijvoorbeeld niet de buitenreclame voor de Homburg vastgoedobligaties halverwege de jaren 2000? Degenen die hierin belegd hebben zien hun geld waarschijnlijk niet terug. Een goed voorbeeld is ook de failliet gegane Dirk Scheringabank. Deze bank kwam vaak in het nieuws: met het schaatsteam, de voetbalclub, het museum in aanbouw en met het toucheren van bekende VVD-politici. Dat waren voor de goede verstaander duidelijke tekenen om je geld daar niet te stallen.

Japan heeft op dit moment een extreem hoge staatsschuld van 240% van het bruto nationaal product. De rente is er echter zeer laag. De Japanse overheid heeft daarom moeite om de schuld steeds te herfinancieren. Zij prijzen hun obligaties dus aan in een commercial met de populaire meidengroep AKB48 (mei 2012). Het zal duidelijk zijn dat het onverstandig is in deze obligaties te beleggen.

**Lokale bedrijven.** Beleggers beleggen verder ook graag in lokale bedrijven of in het bedrijf van hun werkgever, zo van: “Dan kan ik het in de gaten houden.” Amerikaanse beleggers beleggen dus in Amerikaanse aandelen, Nederlandse beleggers beleggen veel in Nederlandse aandelen, in België beleggen ze vooral in Belgische aandelen enzovoort. Heb je ook die neiging, bedenk dan wel dat je zo veel minder keus hebt en daarom minder vaak een goed ondergewaardeerd bedrijf zult tegenkomen. Er zijn inderdaad beleggers

die hun beleggingen goed in de gaten houden. Zij bezoeken het bedrijf regelmatig, praten met het management, praten met klanten en concurrenten, en misschien turven ze wel hoeveel vrachtwagens er per dag in en uit de fabriekspoort rijden. Voor een particuliere belegger kost dit alles te veel tijd. Het is natuurlijk wel makkelijker om het nieuws voor een lokaal bedrijf in de gaten te kunnen houden. Daarmee maak je van een overgewaardeerd aandeel echter nog geen goede belegging.

**Beleggen in bepaalde sectoren.** Het kan nooit kwaad om te beleggen in een sector waar je veel van weet. Veel professionele beleggers doen dat ook. Kijk dan wel af en toe naar kansen buiten deze sector, al was het maar om te controleren of de ondergewaardeerde bedrijven in je sector ook nog goedkoop zijn ten opzichte van andere ondergewaardeerde bedrijven.

### **1.3.10 De weg er naartoe is net zo belangrijk als het resultaat**

Ooit heb ik wiskundecolleges gegeven aan studenten elektrotechniek en scheikunde. Deze studenten deden vervolgens een tentamen, dat ik dan nakeek. Bij de beoordeling ging het niet zozeer om het antwoord maar om de weg er naartoe. Een goed antwoord zonder motivering is in het onderwijs meestal fout. En een goede redenering met een klein rekenfoutje in de laatste stap wordt meestal helemaal goed gerekend.

Zo wordt er in het echte leven niet geoordeeld. Daar heeft men de neiging om mensen alleen op het eindresultaat te beoordelen. Zo beleggen mensen graag in aandelen en fondsen die het de afgelopen jaren goed gedaan hebben. Het toeval valt soms uit te sluiten door de resultaten uit het verleden over een lange periode te bekijken, bijvoorbeeld over 15 jaar. Helaas kijken de meeste beleggers niet zo ver terug.

Beleggers kunnen beter kijken hoe de resultaten behaald zijn, en in hoeverre het toeval een rol heeft gespeeld. Bedrijven en fondsen met een consistente strategie doen het op den duur meestal beter dan bedrijven die dat niet hebben. Vergelijk bijvoorbeeld ASML met Philips. Philips had lange tijd geen duidelijke focus op hun producten en investeringen. Zij liepen ooit met veel producten technisch voorop maar slaagden er niet goed in hun ontdekkingen te vermarkten. ASML heeft in zijn relatief korte bestaan een sterke focus gehad op het produceren van de beste chipmachines en op het omgaan van



conjunctuureffecten. Misschien heeft ASML ook wel veel beter naar zijn klanten geluisterd dan Philips. Dat een aantal grote klanten onlangs flink in ASML geïnvesteerd hebben, wijst daar op. Het resultaat is er na al die jaren: ASML kwam ooit uit Philips voort, maar is nu groter dan Philips.

Een ander voorbeeld. Indexfondsen doen het meestal beter dan gewone beleggingsfondsen, omdat ze zo consequent zijn. En een consequente strategie geeft meestal een goed beleggingsresultaat. Daarover meer in paragraaf 4.2.

### 1.3.11 Alleen een kortetermijngeheugen hebben

Mensen herinneren zich het meest wat kort geleden is gebeurd. En hoe langer geleden, des te groter de kans dat een gebeurtenis vergeten is. En wat eenmaal vergeten is telt het niet meer mee in de redeneringen van beleggers.

Beleggers die deze denkfout maken beleggen vaak liever in een beleggingsfonds of een aandeel dat het recent zeer goed heeft gedaan in plaats van in een bedrijf of fonds met een iets minder goed rendement over een veel langere periode. Veel belangrijker dan een sterk stijgende beurskoers is natuurlijk de reden van de stijging, of te analyseren hoe onderliggende de winstgroei tot stand is gekomen.

Nog beter is ondergewaarde bedrijven te zoeken die het redelijk hebben gedaan maar door domme pech het veel beter hadden kunnen doen. Dit is wat veel waardebeleggers doen. Zij gaan als het ware tegen de stroom in. Zij beleggen bijvoorbeeld vaak in onbekende bedrijven in de minder populaire sectoren.

Zij beseffen ook dat de aandelenmarkten altijd deze fout zullen maken. Zij zullen nooit zeggen dat de huidige tijd fundamenteel anders is dan daarvoor. Beleggers dachten bijvoorbeeld tijdens de dot-com zeepbel dat de komst van het internet voor langdurige forse productiviteits- en winststijgingen zou zorgen. Aangemoedigd door stevige jarenlange koersstijgingen verhoogden Nederlandse pensioenfondsen toen massaal het percentage aandelen in hun bezit. Zij stapten dus in op het verkeerde moment.

Tegenwoordig is de inflatie zo'n 2%. Met het huidige ruime monetaire beleid en de voortdurende wereldwijde grondstoffenschaarste zou het gek zijn als de inflatie zou dalen. Aan de andere kant geven aandelen nu een dividendrendement dat ongeveer gelijk is aan de inflatie van 2%. De koers/winstverhoudingen liggen nu (zomer 2012) rond het historisch gemiddelde van 16, dat is dus een totaal-

rendement van 6% (1 gedeeld door 16 maal 100%). Gek toch dat er nu zoveel beleggers zijn die denken dat ze beter worden van langjarige obligaties met een rendement van 2%? Dat komt gewoon omdat nog maar kort geleden veel beleggers grote verliezen op hun aandelen hebben geleden.

Doordat beleggers vaak sterk de nadruk leggen op recente gebeurtenissen hebben ze de neiging om op het verkeerde moment in of uit bepaalde beleggingen te stappen. In het voorbeeld hierboven stapten veel Nederlandse pensioenfondsen dus op het verkeerde moment in aandelen. Veel pensioenfondsen concludeerden recentelijk dat ze zich niet nog grotere verliezen konden permitteren. Daarom hebben de meeste pensioenfondsen het percentage aandelen in het door hen beheerde vermogen weer omlaag gebracht. Het is overigens nog te vroeg om te zeggen dat zij op het verkeerde moment uit aandelen zijn gestapt.

### **1.3.12 Geen verlies willen nemen**

Op bladzijdes 8 en 15 zagen we al dat veel beleggers moeite hebben om met verlies te verkopen. Dit is een typisch menselijke neiging die je soms moet negeren voor het beste beleggingsresultaat. Verkoop bijvoorbeeld als een bedrijf in problemen komt, bijvoorbeeld bij slecht nieuws.

Sommige beleggers zijn zo bang om te verliezen dat ze te vroeg verkopen. Elke belegger heeft naast verliesgevende aandelen natuurlijk ook aandelen die op winst staan. De laatsten kun je het beste pas verkopen als ze niet meer ondergewaardeerd zijn.

### **1.3.13 Loterijbeleggingen**

Beleggers kopen graag instrumenten die een kleine kans geven op een enorme winst. Dit noem ik loterijbeleggingen. Waarom doen we dat? Als jagers/verzamelaars was de mens de enige diersoort die niet op kleine of zwakke prooien jaagde, maar juist op de grootste dieren van een kudde. Want alleen de grootste dieren leverden genoeg vlees voor de hele groep. Ons instinct om voor de hoofdprijs te gaan, was dus ooit essentieel voor onze overleving.

Tegenwoordig is het bij een loterij altijd lucratiever om hem te organiseren dan om eraan mee te doen. Organisatoren van loterijen maken dus listig gebruik van dit overlevingsinstinct. En dus worden er ook op de beurs veel loterijen georganiseerd. Net als bij een echte loterij is het daar voordelig om als tegenpartij van dit soort beleg-

gingen op te treden. Als tegenpartij heb je een vrijwel zekere kleine winst en een hele kleine kans op een veel groter verlies.

Dit zie je volgens David Merkel (blz. 121) vaak gebeuren in de markt voor Credit Default Swaps. De kans dat een groot bedrijf of een land zijn leningen niet meer afbetaalt is zeer klein, ook in deze tijd. Professionele beleggers kunnen zich hiertegen verzekeren door een zogenaamde Credit Default Swap (CDS) te kopen. Dit is dus een financieel instrument met een kleine kans op een enorme winst en een grote kans op een zeer klein verlies. Daardoor zijn er altijd relatief veel kopers van CDS-en en weinig verkopers, wat de prijzen opdrijft. Een aanhanger van de efficiënte markthypothese zou kunnen denken dat de markt denkt dat het default risico gaat stijgen. Een deskundige op het gebied van beleggerspsychologie ziet dat anders. Beleggen in dit soort contracten zou inderdaad een zero-sum game moeten zijn als beleggers zich rationeel gedroegen. Dat doen ze niet: vanwege onze evolutionair ingebouwde instincten zullen de verkopers van CDS-en gemiddeld steeds iets winnen.

Ook zijn sommige penny stocks loterijbeleggingen. Veel penny stocks zijn zeer laag geprijsd vanwege een te grote schuldenlast of een enorme kapitaalbehoefte voor nog noodzakelijke productontwikkeling. Zo'n bedrijf heeft vaak een zeer veelbelovend product, maar geen kapitaal om het product uit te ontwikkelen of op de markt te zetten. In zo'n geval loont het om geduldig te zijn. Bij nieuwe financieringsrondes krijgen de nieuwe financiers meestal een betere deal dan de deelnemers aan eerdere financieringsrondes. De risico's blijven overigens groot: aandeelhouders zijn alles kwijt als er een financieringsronde mislukt. Ten slotte kan de waardering zoveel zakken dat iemand anders het bedrijf in zijn geheel voor een prikje overneemt.

Veel aandelen van hooggewaardeerde en snelgroeiende bedrijven kunnen ook als loterijaandelen gezien worden. Men denkt dan meestal dat toekomstige groei de hoge waardering snel zal inhalen. Deze gedachte is vaak gebaseerd op een snelle groei in het verleden of op een potentieel zeer rendabel patent. De kans dat de hoge waardering waargemaakt wordt is meestal veel kleiner dan men denkt. De groei van dit soort bedrijven valt achteraf vaak tegen en de groei van de winst per aandeel nog meer. Dit komt omdat gewone beleggers doorgaans veel minder van een dergelijke groei profiteren dan grootaandeelhouders en het management. Vaak is een dergelijk bedrijf nog niet zo lang geleden naar de beurs gegaan, zoals Groupon, Facebook en LinkedIn. Een enkele keer gebeurt het inderdaad dat de

koers van zo'n bedrijf blijft stijgen, zoals bij Google. Destijds viel de hoofdprijs dus op aandelen Google. Ook al krijgt een dergelijk aandeel weleens de hoofdprijs, toch is de statistiek van dit soort loterijen erg ongunstig.

**CEL-SCI Corporation.** Het Amerikaanse CEL-SCI (CVM) werkt aan een kansrijk medicijn tegen hoofd- en nekanker. Mogelijk is dit medicijn Multikine ook tegen andere kankers werkzaam. Verder zijn alle tests met kleine aantallen patiënten succesvol doorlopen. De laatste, grote test is ook gestart en inmiddels is daaruit bekend dat het middel ook in de grote test veilig is voor de deelnemende patiënten. Binnen twee à drie jaar is de test voltooid. Daarna beslist de Amerikaanse toezichthouder of Multikine als officieel medicijn zal worden toegelaten tot de Amerikaanse markt. Bij een positieve beslissing kan zo'n aandeel wel het honderdvoudige waard worden. Dat schreef iemand tenminste op de blog SeekingAlpha.

Tot zover het goede nieuws. Want misschien is de waardestijging slechts een factor vijftig, wie zal het zeggen. De oerinstincten van veel beleggers schatten de waarde van hun aandelen bij een positieve beslissing te hoog in. Feit is ook dat veel beleggers instinctief de kans op een positieve beslissing te hoog inschatten. Ten slotte vergeet men dat dit bedrijf nog veel geld nodig heeft. Het bedrijf heeft net een nieuwe financieringsronde gehad, waardoor het aantal aandelen met ongeveer 25% zal toenemen. Hierdoor is de koers sterk gedaald. En deze financieringsronde is niet de laatste.

CEL-SCI heeft aan de analisten van Taglich Brothers gevraagd of ze dit aandeel doorlopend willen analyseren. Zij betalen daarvoor 1500 dollar per maand. Dit geeft meteen te denken, want een goed bedrijf hoeft natuurlijk geen geld uit te geven om zijn aandeel te promoten. Taglich Brothers heeft vervolgens echter een zeer nuttig en openbaar verslag over CEL-SCI geschreven.

Zij waarden CEL-SCI onder de aanname dat hun medicijn Multikine wordt toegelaten op de Amerikaanse en Europese markten. Zij beginnen met het aantal uitstaande aandelen CEL-SCI te schatten in 2020. Dit aantal schatten zij op 610 miljoen. Dit is ongeveer 150 miljoen meer dan nu, inclusief de net uitgegeven warrants. Ze moeten voor 2013 en 2014 nog zo'n 15 miljoen aan financiering vinden. Dit zijn alleen al ongeveer 60 miljoen extra aandelen. Het verschil van 90 miljoen aandelen zit hem in nog toe te kennen personeelsopties en in financiering voor de jaren na 2014. Voorlopig dempt de aandelenpers dus de jaarlijkse verliezen per aandeel!

Dan kijken de analisten van Taglich Brothers naar soortgelijke be-

drijven waarvan de medicijnen al toegelaten zijn. Deze bedrijven worden volgens Taglich Brothers gemiddeld genomen gewaardeerd op vijf keer de omzet. Gebaseerd op een prijs van 50 duizend dollar per behandeling en het aantal hoofd- en nekkankers in Europa en de VS komen zij uit op 700 miljoen dollar omzet per jaar. Verderop in hun rapport zeggen zij dat de omzet makkelijker hoger kan uitvallen. Dit komt ten eerste omdat een prijs van 50 duizend dollar per behandeling waarschijnlijk aan de lage kant is. Ten tweede zou Multikine weleens tegen zowat elke kanker kunnen werken. Ik vind een waardering op basis van de omzet overigens speculatief. Een waardering op basis van de som van de winsten gedurende de looptijd van het Multikine patent is in dit geval veel nauwkeuriger.

De waardering van Taglich Brothers komt uit op van 3,5 miljard dollar in 2020. Vanwege de hoge risico's rekenen zij dit bedrag terug naar dollars van vandaag met een vereist rendement van 35%. Dat betekent dus dat een dollar volgend jaar 35% minder waard is dan nu. Zo komen ze op een waarde van 0,70 dollar per aandeel. Verder noemen ze in hun rapport dat de kans op een succesvolle laatste grote test zo'n 34% is.

Dit percentage kun je ook gebruiken om de waarde van een aandeel CEL-SCI op een andere manier te berekenen. Opnieuw ga je dan uit van een waarde van 3,5 miljard dollar in 2020. Omdat de kans dat Multikine toegelaten wordt maar 34% is, vermenigvuldig je de voor 2020 geschatte waarde van 3,5 miljard met 0,34. Vervolgens reken je terug naar dollars van vandaag met een vereist rendement van 15%. Op die manier kom je ook op een waarde van ongeveer 0,70 dollar per aandeel.

Overweeg je dus mee te doen aan een loterij, probeer dan eerst je statistische winst te berekenen, zoals hierboven. Al met al lijkt dit niet zo'n slechte loterij. Toch raad ik af om aan dit soort loterijen mee te doen. Vergeet bijvoorbeeld niet dat 2020 nog erg ver weg is. Het zou bijvoorbeeld heel goed kunnen dat in de tussentijd een concurrent met een veel beter medicijn komt. Verder kunnen er bij de productie en marketing van het medicijn nog allerlei tegenvallers optreden. Of misschien blijkt in 2020 het aantal aandelen wel veel hoger te zijn dan 610 miljoen.

CEL-SCI zal misschien op zijn allervroegst in 2018 met Multikine op de markt komen, maar 2020 is waarschijnlijker. Taglich Brothers noemt niet dat het Multikine patent al in 2024 verloopt. Hun waardering op basis van vijf keer de omzet lijkt dan opeens erg hoog. Op basis van in het totaal 2 miljard winst tussen 2020 en 2024 kom je

ongeveer op de 0,28 dollar die de markt eind 2012 voor een aandeel CEL-SCI bood.

**Andere loterijbeleggingen.** Veel turnarounds zijn loterijbeleggingen. Ook ben je loterijbelegger als tegenpartij van een speculatie op een al getekende overname. Bij getekende overnames is de kans dat de overname doorgaat immers groot. Ook speculeren op een niet-aangekondigde overname komt vaak neer op loterijbeleggen.

**Tegenpartij zijn.** Het loont dus vaak om tegenpartij te zijn van loterijbeleggingen. Als je veel beleggingen hebt met een kleine kans op een enorm verlies en een vrijwel zekere kleine winst, zorg er dan voor dat de verliezen niet gecorreleerd zijn. Daarmee bedoel ik dat als de ene belegging het enorme verlies oplevert, dat dan het enorme verlies voor de andere belegging nog net zo onwaarschijnlijk is.

**Long Term Capital Management.** Dit gaat soms fout, o.a. bij het hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) in 1998. Dit fonds belegde in derivaten met een grote kans op een kleine winst. De kansen op verlies van hun beleggingen waren onderling gekoppeld. Als het ene verlies optrad was het meteen een stuk waarschijnlijker dat een andere belegging ook verlies zou opleveren. Verder waren de kansen op verlies achteraf waarschijnlijk groter dan ze van tevoren hadden gedacht. Hierdoor liepen de totale verliezen zo hoog op dat het fonds failliet ging.

Hun strategie had waarschijnlijk wel gewerkt als ze een stuk selectiever geweest waren met hun beleggingen. Het fonds was in zijn eerste jaren echter zo succesvol dat het veel geld kreeg van nieuwe beleggers. Om ook dit nieuwe geld te kunnen beleggen selecteerden ze hun beleggingen minder streng.

Niet alleen LTCM heeft last gehad van zijn succes. Andere professionele (waarde)beleggers hebben daarom meestal een stop op nieuw geld. Op die manier is het voor hen makkelijker om hun beleggingen goed te selecteren en voor het hoogste rendement te gaan. Wat dat betreft heeft een particuliere belegger een enorm voordeel t.o.v. een professionele belegger. Een particuliere belegger heeft meestal zo weinig geld dat er voldoende goede beleggingen zijn om een hoog rendement te maken.

### 1.3.14 Aan overmoed lijden

Veel beleggers denken dat zij het beter weten dan een ander. Ze baseren hun aan- en verkoopbeslissingen op eenvoudige redeneringen

die niet op een grondig onderzoek gebaseerd zijn. Ze doen daarom te weinig onderzoek voordat ze tot een transactie overgaan. Hoewel elke transactie niet meer dan een weddenschap is, denken zij dat ze beter de markt en de koers van een aandeel kunnen voorspellen dan anderen. Zij onderschatten vaak de volatiliteit van de markt, en dan vooral de neerwaartse volatiliteit. Zij denken niet genoeg na over de impact van negatieve gebeurtenissen op een bedrijf.

Overmoedige beleggers verkopen meestal te snel om weer iets anders te kunnen kopen. Het aandeel dat ze hadden doet het vaak een stuk beter dan het aandeel dat ze ervoor in de plaats hebben gekocht.

Overmoedige beleggers zijn vaak ook degenen die hun pensioen of de aflossing van hun hypotheek niet goed hebben geregeld.

### **1.3.15 Niet genoeg discipline hebben**

Discipline? Beleggen? Wat heeft dat nu weer met elkaar te maken!

Beleggingssucces hangt nauw samen met goed onderzoek voor elke aan- en verkoop. Het is belangrijk om dit onderzoek elke keer even goed te doen. Eén misser kan al een desastreus effect hebben op je rendement. Voor dit continue onderzoek moet je wekelijks tijd vrijmaken. Dat is soms moeilijk.

Hoe maak je tijd vrij om te kunnen beleggen? Voor de meeste mensen is dit gelukkig niet moeilijk. Zij verdoen wekelijks vele uren voor de televisie. Anderen verdoen hun tijd met forenzen in de auto. Zij hadden in de trein nog veel over aandelen kunnen lezen. Zie ook het voorbeeld van Michael Milken in paragraaf 2.1.3.

### **1.3.16 Vasthouden aan de status quo**

Beleggers zijn soms emotioneel verbonden aan bepaalde beleggingen, zoals geërfde aandelen, of aandelen van het bedrijf waar men werkt. Ze hebben daar dan ten opzichte van hun totale vermogen veel van, waardoor ze onnodig veel risico lopen. Of ze willen een papier verliezen niet realiseren, terwijl hun belegging maar doordaaft. In dat geval zou het goed zijn om deze aandelen te verkopen, maar laat men dat na.

Soms handelen beleggers niet om de transactiekosten te beperken. Doorwaans wegen de transactiekosten niet op tegen het betere rendement dat je krijgt door een slecht aandeel om te ruilen voor een goed aandeel. Probeer in zo'n geval een zuivere, financiële afweging te maken. Weeg tegen elkaar af hoeveel de transactiekosten zijn en

wat de financiële risico's zijn van de nieuwe en de oude belegging.

**Bezitterig zijn.** Heeft een belegger een aandeel eenmaal gekocht, dan voelt dat aandeel soms als bezit. En mensen hebben vaak moeite om afscheid te nemen van bezit. Voor beleggers is dat lastig omdat beleggingssucces nauw samen hangt met het op het juiste moment verzilveren van eerdere aankopen.

Het blijkt dat beleggers minder last hebben van deze denkfout naarmate ze in hun leven meer gehandeld hebben.

### 1.3.17 Bang om achteraf ergens spijt van te krijgen

Er zijn beleggers die zo veel verlies geleden hebben dat ze niets meer durven. Op dit moment, een paar jaar na de crisis in 2008/2009, hebben veel beleggers last van deze denkfout. Zij gaan zelfs zo ver dat ze hun geld in obligaties beleggen waarvan het rendement onder de inflatie ligt.

Aan de andere kant zijn er ook beleggers die een aandeel zouden moeten verkopen, maar bang zijn dat hun aandeel dan juist verder omhoog gaat. Dit geldt bijvoorbeeld voor aandelen die al sterk zijn gestegen, maar ook voor aandelen die sterk zijn gedaald. En er zijn mensen die een aandeel bij een beursgang kopen, omdat ze anders bang zijn een mooie kans te missen. Dit komt vaak voor tijdens hypes, als veel mensen volgens de laatste trend beleggen, zoals in de dot-comtijd.

**Niet over je beleggingsbeslissingen praten.** Mensen die bang zijn om spijt van hun beleggingsbeslissingen te krijgen, doen er goed aan tegen niemand te zeggen welke aandelen ze bezitten, gekocht of verkocht hebben. Spijt is namelijk beter te voelen naarmate meer mensen ervan weten.

**Grote en/of bekende bedrijven overgewaardeerd.** Dat beleggers bang zijn om spijt van een aankoop te krijgen, leidt ertoe dat veel grote, bekende en gerenommeerde bedrijven overgewaardeerd zijn. Stel dat een belegger kan kiezen tussen twee beleggingen met hetzelfde verwachte rendement en risico. De twee beleggingen verschillen op één punt. De ene belegging is een aandeel in een onbekend klein bedrijf en de andere is een aandeel in een groot gerenommeerd bedrijf.

De belegger koopt vervolgens aandelen in het onbekende kleine bedrijf. Kort daarna meldt dit bedrijf een grote winstdaling. Dan zal de belegger denken: "Wat ben ik stom geweest, wie belegt er nu in



zo'n bedrijf!". Maar als er vlak voor een stevige winstdaling belegd wordt in het grote gerenommeerde bedrijf dan denkt de belegger net even iets anders: "Misschien had ik dit kunnen voorzien, maar wie had dit nu verwacht van dit gerenommeerde bedrijf?" Deze belegger put dus troost uit het feit dat vele anderen, waaronder waarschijnlijk ook veel doorgewinterde professionele beleggers, ook het schip in gegaan zijn.

Omdat heel veel beleggers zo denken, is de kans dat een bedrijf ondergewaardeerd is kleiner naarmate het bedrijf groter, bekender en hoger bij analisten aangeslagen is.

### **1.3.18 Niet alleen naar het rendement kijken**

Is dit een denkfout? Niet altijd. Ik beleg zelf bijvoorbeeld niet in de wapenindustrie. Het is goed om als belegger rekening te houden met de overwegingen van anderen. Het zou heel goed kunnen zijn dat er veel mensen zijn die denken zoals ik. Dat leidt dan tot een onderwaardering van de wapenindustrie.

Sommige Amerikaanse beleggers willen iets doen voor hun land en daarom beleggen ze alleen in Amerikaanse bedrijven. Misschien zijn Amerikaanse bedrijven daardoor hoger gewaardeerd dan de beurzen in de rest van de wereld. Soms wordt een dergelijke vaderlandsliefde afgedwongen door de overheid. Zo moeten Chileense pensioenfondsen op dit moment een groot deel van hun vermogen in Chileense bedrijven en obligaties beleggen. Hierdoor staat de Chileense beurs misschien wel kunstmatig te hoog. De Japanse overheid maakt het nog bonter: daar moeten de pensioenfondsen een groot deel van hun vermogen in Japanse staatsobligaties beleggen. Hiervan profiteert de Japanse overheid: de rente op Japanse staatsobligaties is al decennia extreem laag.

Niet naar rendement alleen kijken is niet per se een denkfout, maar kan het soms wel worden. Het wordt een denkfout als beleggers te weinig onderzoek doen naar de bedrijven waarin ze beleggen. Zo waren er in 2007 mensen die heel graag in zonne-energie wilden beleggen. Zij keken toen niet naar fundamentele gegevens zoals de koers/winstverhouding en de kapitaalpositie van deze bedrijven. Deze gegevens voorspelden helaas niet veel goeds. Beleggingen in zonne-energie behoorden dan ook tot de grootste slachtoffers toen de beurzen in 2008 en 2009 in elkaar zakten.

## 1.4 Beleggers met weinig kennis

Zoals we hebben gezien, hebben beleggers last van allerlei denkfouten. Dat geldt nog meer voor beginnende beleggers. Uit onderzoek blijkt dat beleggers die een klein beetje van beleggen afweten het gemiddeld veel slechter doen dan beleggers die niets van beleggen afweten. Hoe komt dat?

Beleggers die een klein beetje van beleggen afweten, beleggen vaak in aandelen die ze zelf hebben uitgezocht. Ervaren beleggers verkopen deze aandelen aan hen zodra zij zien dat deze aandelen overgewaardeerd zijn. Zo is de winst van de één het verlies van de ander. Beleggers die niets van beleggen afweten, beleggen meestal in indexfondsen of in (breed gespreide) beleggingsfondsen. Beleggingsfondsen halen soms een teleurstellend rendement, maar presteren gemiddeld toch veel beter dan beleggers met weinig kennis.

Deze tip komt overigens van Jeremy Siegel in zijn boek *Stocks for the long run*.

# Hoofdstuk 2

## Zeepbellen en dips

### 2.1 Dit hebben we nog nooit eerder gezien

Zoals we in het vorige hoofdstuk gezien hebben, besluiten beleggers vaak intuïtief en zijn ze periodiek overoptimistisch of overpessimistisch. Dit leidt steeds weer tot nieuwe zeepbellen gevolgd door crashes. Zowel tijdens een bubbel als erna denkt men dat de marktomstandigheden uniek zijn. Maar de meeste zeepbellen en crashes zijn al eerder voorgekomen. Van vroegere zeepbellen en crashes kunnen we dus veel leren en daarom begin ik met het bespreken van een paar van die zeepbellen en crashes.

#### 2.1.1 Roaring twenties

Eind jaren '20 van de vorige eeuw gingen de beurskoersen sterk omhoog. De stijgingen werden aangevoerd door radio- en filmbedrijven maar straalden af op de meeste andere bedrijven. Een voorbeeld uit *Security Analysis* van Graham en Dodd: het aandeel van de vliegtuigfabriek van de gebroeders Wright deed in 1922 8 dollar in New York. Het was duidelijk dat dit een lage prijs was, want het bedrijf had meer dan 8 dollar per aandeel in kas, de winst was 2 dollar per aandeel en er werd 1 dollar dividend uitgekeerd. Het bedrijf groeide sterk: 6 jaar later was de winst 8 dollar per aandeel en werd er 2 dollar dividend uitgekeerd. De beurskoers steeg in verhouding nog veel sterker tot 280 dollar!

De zeepbel werd gevolgd door een zeer grote crash. Deze crash duurde lang. Mensen die direct na de eerste koersdalingen in aandelen stapten, leden dus ook nog onder de aanhoudende koersdalingen. Pas na een jaar of vier begonnen de koersen weer te stijgen.

### 2.1.2 De seventies

Na de crisis van 1929 en de magere beursjaren tijdens de Tweede Wereldoorlog waren veel beleggers somber geworden. Zij verwachtten opnieuw een grote crash of een oorlog die gepaard zou gaan met grote verliezen op de beurs. In plaats daarvan normaliseerden de waarderingen zich op de beurs. Eind jaren '60 waren de aandelenkoersen van allerlei grote gevestigde bedrijven zelfs tot grote hoogten gestegen. Na enkele decennia van onbezorgde groei dachten men, net als eind jaren '20, dat een stevige groei de hoge waarderingen van deze bedrijven zou inhalen. Begin jaren '70 werd aan deze illusie een einde gemaakt door een sterke daling van de beurskoersen. De koersen van sommige grote bedrijven zakten met 90% in elkaar!

### 2.1.3 Junk bonds

In de jaren '70 had een zekere Michael Milken een wetenschappelijk artikel gelezen. Hierin stond dat een gespreide portefeuille met risicovolle obligaties een lager risico en een beter rendement had dan een portefeuille met alleen obligaties van zeer solide bedrijven.

Nu reed hij iedere dag twee uur enkele reis met de bus naar zijn werk. Hij zette dus een mijnwerkerslamp op zijn hoofd en ging in de bus vier uur per dag de details van allerlei risicovolle obligaties bestuderen. Tegenwoordig worden deze obligaties junk bonds genoemd. Al snel wist hij meer dan wie dan ook van dit soort obligaties.

Vervolgens overtuigde hij zijn werkgever ervan om een afdeling voor risicovolle obligaties op te zetten. Dit werd een groot succes: beleggers gingen grote bedragen in junk bonds beleggen. De eerste beleggers in junk bonds hadden inderdaad een mooi rendement. Dit zorgde ervoor dat meer beleggers in junk bonds stapten. Al gauw was er zoveel vraag naar junk bonds, dat allerlei bedrijven nog risikantere junk bonds uitgaven.

Op het laatst werden er ook junk bonds zonder tussentijdse rentebetaling afgegeven: zero-coupon bonds. Dat was een mooie innovatie voor insolvente bedrijven. Zo konden ze de rentebetalingen jarenlang uitstellen. Uiteindelijk kreeg men door dat veel bedrijven zoveel geleend hadden dat ze de leningen met geen mogelijkheid konden terugbetalen. Toen barstte ook deze zeepbel.

### 2.1.4 Japan

In Japan waren eind jaren '80 de vastgoed- en aandelenkoersen tot grote hoogte gestegen. De banken hadden deze stijgingen veroorzaakt door veel uit te lenen waarbij vastgoed als onderpand diende. Winsten op vastgoed werden vervolgens in aandelen belegd. Begin jaren '90 barstte deze vastgoedzeepbel waarna ook de aandelenkoersen sterk daalden. De Nikkei index is één van de weinige indices die na een crash na 20 jaar niet weer is opgekrabbeld. We moeten daarbij wel bedenken dat na 20 jaar deflatie de yen in 2012 twee keer zoveel waard is als destijds.

Komt het vaak voor dat een index zo slecht presteert? Dimson, Marsh en Staunton hebben in hun boek *Triumph of the Optimists* prestaties van aandelenbeurzen in 16 landen over een periode van 101 jaar geanalyseerd. Zij vinden dat het vaker voorkomt dat een lokale aandelenmarkt pas na meer dan 20 jaar weer terug is op het punt waar ze begon. Zij geven de Nederlandse aandelenmarkt als voorbeeld van een markt waarin het lange tijd slecht kan gaan. De Nederlandse aandelenmarkt heeft tussen 1900 en 2001 periodes van meer dan 30 jaar gekend zonder rendement.

### 2.1.5 Dot-comcrisis

In de dot-comtijd (1998-2000) dacht iedereen dat internetbedrijven een lange periode van onbezorgde groei tegemoet zouden gaan. De beurskoersen van deze bedrijven stegen tot ongekende hoogten. Beleggers vonden het niet nodig dat een internetbedrijf winst maakte, een sterke groei van de omzet was genoeg. Ook aan deze illusie kwam begin 2000 een eind.

Beleggers kochten net als in de jaren '20 bedrijven met zeer hoge koers/winst- en koers/boekwaardeverhoudingen. Hun redenering was min of meer dezelfde als eind jaren '20, in 1934 beschreven door Graham en Dodd in hun boek *Security Analysis*.

Deze redenering gaat als volgt. De waarde van een bedrijf hangt niet af van hoeveel dat bedrijf in het verleden heeft verdiend, maar van wat het bedrijf in de toekomst zal verdienen. En om te bepalen wat een bedrijf in de toekomst zal verdienen, moeten we kijken naar de jaarlijkse winst- en omzetstijgingen. Internetbedrijven zitten verder in een groeiemarkt en zullen nog vele jaren zeer hoge winst- en omzetstijgingen rapporteren. Deze winststijgingen zullen vanzelf de huidige hoge koersen inhalen.

Graham en Dodd keurden deze redenering om twee redenen af.

Ten eerste is deze jarenlange winstgroei een heel speculatieve veronderstelling. Doordat bedrijven steeds last hebben van kostenstijgingen en concurrentie zal een hoge groei bijna altijd op den duur afvlakken. En ten tweede kun je zo in bijna elk bedrijf beleggen ongeacht de koers. Heel veel bedrijven laten over de jaren heen winststijgingen zien. Als je de winststijgingen van een willekeurig bedrijf maar genoeg jaren in de toekomst extrapoleert, haalt de geëxtrapoleerde speculatieve winst altijd wel de huidige koersen in. Maar de vraag is juist wanneer dat zal gebeuren, want dat bepaalt immers je rendement.

De huidige koers is dus een zeer belangrijke factor voor het beleggingsrendement. Maar zowel in de jaren '20 als eind jaren '90 leek de prijs van sommige bedrijven er niet zoveel toe te doen. Beleggers kochten gretig en veel. Enige tijd later kwamen deze beleggers erachter dat ze een denkfout hadden gemaakt.

### **2.1.6 Crisis in 2009**

In 2004 tot en met 2007 stuwden de bank aandelen in de VS de hele beurs omhoog. In 2008 gingen enkele grote banken in de VS failliet waarop de beurzen overal ter wereld sterk daalden. Wat ging er precies mis? Voor een bank betekent winst maken zoveel mogelijk lenen en tegen meer rente weer uitlenen. Er is echter altijd een klein beetje eigen kapitaal nodig om verliezen op niet-terugbetaalde leningen te dekken. Hierbij ging het mis. Veel Amerikanen betaalden hun hypotheek niet meer en maakten gebruik van hun recht om hun huis bij de bank "in te leveren". De huizenprijzen daalden daardoor sterk, waardoor de verliezen op deze defaults groter waren dan gedacht. Het had nog goed kunnen gaan, ware het niet dat de banken dit scenario niet voorzien hadden en in de jaren ervoor hun reserves hadden afgebouwd.

Problemen met plotseling waardeloos geworden onderpand komen vaak voor. Zo kwam Dubai tijdens de crisis in 2008 in betalingsproblemen. De staat had leningen afgesloten met als onderpand miljoenen vierkante meters bouwgrond. En bouwgrond is duur in booming Dubai. Maar wat was die bouwgrond nu eigenlijk? Dat was gewoon woestijn. En met een recessie in het vooruitzicht kun je in Dubai nu eenmaal niet zoveel met woestijngrond. Overigens werden de leningen met hulp van de sjeik van Abu-Dabi wel afgelost.

### 2.1.7 Obligatiezeepbel?

Wat gebeurt er vandaag de dag? Na de crash in 2008 hebben veel beleggers en pensioenfondsen hun verlies genomen en zijn in obligaties gestapt. In 1985 was de rente in Nederland nog zo'n 7% bij een staatsschuld van 80% van het BNP en een begrotingstekort van 5%. Vandaag is de staatsschuld hoger, het begrotingstekort net iets lager maar de rente is maar 2%. Veel economen noemen dit een zeepbel. Andere economen zeggen dat men tegenwoordig aan het ontlenen is en dat het geld dat zo vrijkomt nu eenmaal ergens heen moet. Door het ontlenen is er nu een overschot aan geld, waardoor de rente op obligaties is gedaald. Deze economen wijzen dan vaak naar Japan, waar men nu al 20 jaar zo'n lage rente heeft na een vergelijkbare crisis.

De vraag blijft toch waarom dit geld niet in aandelen wordt belegd en wel in obligaties. Men vergeet ook dat Japan in die 20 jaar wel een stevig handelsoverschot had en dat dit geld ook ergens heen moest. Verder verplicht Japan pensioenfondsen om een deel van hun vermogen in overheidsobligaties te beleggen. Sinds kort is de vergrijzing in Japan zover gevorderd dat deze pensioenfondsen nettoverkopers zijn geworden. De pensioenfondsen krijgen dus niet genoeg geld binnen van de werkende Japanners om de pensioenen aan de gepensioneerden te betalen. En dus zal de extreem hoge staatsschuld van Japan steeds meer door het buitenland gefinancierd moeten worden. Ik verwacht dus dat deze wereldwijde obligatiezeepbel uit elkaar zal spatten.

## 2.2 Zeepbellen herhalen zich

Wat leren we hiervan? In de jaren '20 had je de radio- en filmaandelen en eind jaren '90 begon het internettijdperk. Zowel van de radio- en filmaandelen als van de internetaandelen verwachtten beleggers een grote groei. Zij maakten een denkfout die elke generatie beleggers opnieuw maakt. *Beleggers denken voortdurend dat hun tijd uniek is.* Zowel in de jaren '20 als aan het begin van het internettijdperk dachten ze een periode van grote groei tegemoet te gaan en namen daar alvast een voorschot op. Hun optimistische voorspellingen kwamen echter niet uit. In beide gevallen werd de zeepbel dus doorgeprikt. En met het doorprikken verdwenen veel verliezers zoals de dot-combedrijven in 2000 en de radio- en filmbedrijven in de jaren '20.

Maar meestal is het niet slim om na een crash helemaal uit aandelen te gaan. Want de correctie van een crash is vaak een overcorrectie en na een crash trekken beurskoersen toch weer naar een soort langjarig gemiddelde. Het is zeer zeldzaam dat er na een crash geen sterke opleving van beurskoersen is. James O'Shaughnessy heeft de afgelopen 20 jaar de statistieken van de aandelenmarkten bestudeerd. Op grond van de theorie van het langjarige gemiddelde heeft hij voorspeld dat er na de dot-comcrash nog een lange periode van neergaande aandelenkoersen zou volgen. In zijn vierde editie van *What works on Wall Street* schrijft hij dat de koersen na 2009 weer op het langjarige gemiddelde zijn gekomen. Hij verwacht dus de komende jaren stijgende aandelenmarkten.

David Merkel (blz. 121) heeft onderzocht hoe lang bubbels duren en hoe lang het weer duurt voordat de aandelen zijn teruggezaakt naar hun oude niveau. In zijn blogpost op [alephblog.com](http://alephblog.com) van 2 februari 2011 bespreekt hij de resultaten van dit onderzoek. Het blijkt dat de stijging die vooraf gaat aan een daling 3,5 keer zo lang duurt als de daling. Het percentage stijging per maand is dan ook veel kleiner dan het daarop volgende maandelijkse percentage daling. Iets soortgelijks merkt Howard Marks ook op in zijn boek *The most important thing*.

## 2.2.1 Psychologie van zeepbellen

Op dit moment (2014) zijn aandelen van sociale mediabedrijven zoals Facebook, Twitter en Linkin sterk overgewaardeerd. Daar stopt het niet, veel aandelen van aanbieders van diensten in de zogenaamde cloud zijn ook overgewaardeerd. We moeten daarbij denken aan koers/winstverhoudingen van boven de 100 gecombineerd met zeer hoge verhoudingen koers/boekwaarde en koers/omzet. Deze nieuwe IT-zeepbel is lang niet zo groot als de dot-comzeepbel: de meeste overgewaardeerde IT-bedrijven maken gewoon winst en groeien inderdaad. Maar het blijft wel een zeepbel. Hoe kan zo'n zeepbel opnieuw ontstaan amper 15 jaar na de dot-comzeepbel?

Psychologische experimenten hebben bevestigd dat beleggers leren van ervaring. Zij zullen geen 2 keer hetzelfde soort aandeel overbieden. Zodra er echter maar iets verandert stinken dezelfde beleggers er gewoon weer in. De nieuwe IT-zeepbel betreft aandelen van bedrijven met iets andere producten en iets betere bedrijfsresultaten dan de dot-commers. Zeepbellen zijn natuurlijk niet beperkt tot IT-aandelen. In 2007 was er bijvoorbeeld een oliezeepbel. De olieprijs



was toen bijna 150 dollar per vat. Een jaar later was de olieprijs ongeveer 30 dollar per vat! Bij de IT-aandelen speelt natuurlijk ook mee dat er 15 jaar na de dot-comzeepbel een heel nieuwe generatie beleggers is die het allemaal nog moet leren. Maar denk eens aan de zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt. Amerikaanse beleggers stopten na de dot-comzeepbel hun geld gewoon in huizen. Zo begon daar een huizenzeepbel die in 2008 uit elkaar knapte. Zij hadden geleerd dat je op de beurs veel geld kon verliezen maar dachten nog steeds dat huizen altijd hun waarde bleven behouden. Zij verloren daardoor eerst geld met aandelen en daarna op de huizenmarkt.

Vaak zijn het de aandelen van bedrijven waar veel mensen als klant mee te maken hebben die sterk overgewaardeerd zijn. Amazon.com, Facebook, LinkedIn, Tesla Motors en Twitter zijn daar goede voorbeelden van. Dat komt doordat beleggers vaak zoeken naar bevestiging van hun eigen ideeën. Zie ook paragraaf 1.3.3. Maar er is nog iets anders aan de hand. Hoe meer mensen van een bedrijf en een aandeel weten, des te groter het vertrouwen is dat ze hebben in hun eigen voorspellingen. Echter psychologen hebben experimenteel gevonden dat dit extra vertrouwen zich niet vertaalt in betere voorspellingen. Beleggers denken dus dat ze naarmate ze meer weten beter de toekomst van een bedrijf kunnen voorspellen maar in de praktijk is dat helemaal niet zo. Psychologen vonden eerder dat men slechter voorspelde naarmate men meer van een bedrijf wist. Helemaal vertaalt het extra vertrouwen van beleggers zich vaak in grotere posities en minder spreiding van hun beleggingen.

## 2.2.2 Enthousiasme voor groeiaandelen

Veel zeepbellen beginnen met enthousiasme voor groeiaandelen. Deze stijgen dan het eerste, waardoor steeds meer mensen op groei gaan speculeren. In dit boek zullen we zien dat een verstandige belegger wel naar groei kijkt maar in de eerste plaats oog heeft voor de intrinsieke waarde. Aandelen van het bedrijf van de gebroeders Wright waren bijvoorbeeld een prima belegging voor 8 dollar in 1922. Het bedrijf was toen met meer dan 8 dollar per aandeel in kas laag gewaardeerd, er was een stevige winst en een stevig dividend en de vooruitzichten waren goed. Een verstandige belegger had echter ze verkocht ver voordat ze het niveau van 280 dollar bereikten in 1928. Ongetwijfeld waren de vooruitzichten toen nog steeds goed, maar waarschijnlijk niet zo goed meer als in de jaren daarvoor. Met rond de 50 dollar boekwaarde en een koers/winstverhouding van

35 was het toen geen laag gewaardeerd aandeel meer. En als alle andere aandelen ook zo hoog zijn gewaardeerd, dan is de les dat het loont te verkopen en te wachten totdat de koersen weer gedaald zijn.

### **2.2.3 Kredietcyclus**

Veel beurscycli worden aangedreven door de zogenaamde kredietcyclus. Zoals de naam zegt draait het in deze cyclus om periodieke veruiming en verkrapping van de kredietverlening. In de eerste stap van deze cyclus verruimen de banken hun kredietverlening. Soms hebben ze meer geld omdat de centrale banken meer geld in omloop brengen, soms nemen ze gewoon meer risico's. Dat geld wordt vervolgens op allerlei manieren belegd, waarna de aandelenkoersen stijgen. Een gedeelte van de winsten worden geconsumeerd, waardoor de economie in zijn geheel extra groeit. Vaak is het dan ook makkelijker om aandelen of huizen met geleend geld te kopen. Op een goed moment worden er mensen wakker en beseffen dat de aandelenkoersen toch wel erg hoog staan. De koersen gaan vervolgens weer omlaag en degenen die met geleend geld belegd hebben zijn de eerste verkopers. Banken zijn zich weer meer bewust van de risico's van het uitlenen en beperken de kredietverlening, wat de neergaande trend weer versterkt.

## **2.3 Zeepbellen versterken zichzelf**

Veel bubbels versterken zichzelf op allerlei manieren. Hierboven zagen we al de wisselwerking tussen kredietverlening en consumptie enerzijds en aandelenkoersen anderzijds. Hieronder volgen nog drie oorzaken voor het versterkende effect dat zeepbellen op zichzelf hebben.

### **2.3.1 Bijzondere transacties**

Doordat de koersen van sommige aandelen irrationeel veel sterker stijgen dan die van andere aandelen, zijn allerlei nieuwe transacties mogelijk. Zo kunnen sommige bedrijven met sterk gestegen waarderingen inderdaad nieuw kapitaal aantrekken waarmee ze goede investeringen doen. Vaak nemen ze solide bedrijven over en betalen dan met hun eigen overgewaardeerde aandelen. Deze aandelen geven ze dan nieuw uit ter gelegenheid van de overname. Beleggers noemen dit ook wel "betalen met Chinese dollars". Ook al wordt er

niet betaald met echte dollars, toch denk ik dat dit soort overnames de beurs omhoog stuwen.

Een bekend voorbeeld hiervan vormt de overname van het solide media bedrijf Time-Warner door internet provider America Online (AOL) in 2001. De overname was een ramp voor de aandeelhouders van Time-Warner. In het jaar daarop rapporteerde het gefuseerde bedrijf namelijk een groot verlies vanwege een afschrijving van 99 miljard op de post goodwill. Het betrof een afwaardering van het internetgedeelte van het gefuseerde bedrijf. Deze afschrijving decimeerde de waarde van het gefuseerde aandeel.

### 2.3.2 Weinig short sellers

Op de aandelenmarkten kunnen beleggers een aandeel kopen maar ook verkopen. De meeste beleggers kopen eerst en verkopen daarna. Er zijn beleggers die het omdraaien: zij verkopen eerst en kopen daarna terug. Zij verkopen dus aandelen die ze niet hebben. Zij worden in het Engels *short sellers* genoemd.

Hoe komen zij aan de te verkopen aandelen? Deze aandelen lenen ze via hun broker. Beleggers kopen aandelen met geleend geld en geven daarvoor andere aandelen aan de broker in onderpand. De broker kan deze aandelen vervolgens doorlenen aan short sellers. Zo verdient de broker twee keer: aan de rente op de lening en soms nog veel meer aan het doorlenen van de aandelen in onderpand. Ook lenen grote beleggers, zoals pensioenfondsen, tegen vergoeding soms aandelen uit.

Wat doen short sellers tijdens een bubbel? Je zou verwachten dat ze enthousiast short gaan. Aan het begin van de zeepbel doen ze dat inderdaad. Als de markt vervolgens blijft stijgen dan laten de meesten het afweten. De hoeveelheid short kapitaal loopt dan terug, waardoor de koersen nog sneller omhoog gaan. Pas vlak voor of net na de top van de bubbel keren ze terug, waarna de koersen sterk dalen.

### 2.3.3 Waarde van het onderpand

Hoe hoger de koersen, des te meer het aandelen onderpand waard is van de beleggers die beleggen met geleend geld. Daardoor kunnen ze nog meer geld lenen en nog meer aandelen kopen, waardoor de koersen nog eens extra omhoog gaan. Aan het einde van de zeepbel zorgt dit effect voor een versnelde koersdaling. Het onderpand wordt minder waard en daardoor hebben deze beleggers te veel geld

geleend ten opzichte van hun onderpand. De broker doet dan een zogenaamde margin call, een bevel om geld bij te storten of aandelen te verkopen en zo de lening terug te betalen. Beleggers hebben meestal geen geld om bij te storten en zullen dus aandelen moeten verkopen.

**Onderpandeffect ook in huizenmarkt.** Iets dergelijks speelt nu in de Nederlandse huizenmarkt. De huizenprijzen worden sterk beïnvloed door de hoogte van de hypotheek die men kan krijgen. En de hoogte van de hypotheek is weer sterk afhankelijk van de huizenprijzen. Net als de brokers zijn ook de Nederlandse banken beducht voor risico's. In de meeste hypotheekcontracten zit daarom een hertaxatieclausule. In een dergelijke clausule staat dat mensen bij moeten storten als de waarde van hun huis (een stuk) lager is dan hun hypotheek. Dit is vergelijkbaar met een margin call van een broker. Sommige mensen verwachten dat de banken de komende jaren massaal hertaxaties zullen laten doen en zullen eisen dat hun klanten bijstorten.

De banken moeten dit doen omdat hun geldschieters nu eenmaal voldoende onderpand eisen. Veel banken hebben de afgelopen jaren inderdaad al stappen in die richting genomen, o.a. door mensen met een aflossingsvrije hypotheek aan te moedigen om toch te gaan aflossen.

## 2.4 Renderen aandelen beter dan obligaties?

Zowel rond de dot-comzeepbel als vlak voor de crisis in 1929 dacht men dat aandelen op den duur meer zouden opleveren dan obligaties. Deze beleggers kregen inderdaad gelijk. Maar mensen die vlak voor de crisis in 1929 kochten hadden gemiddeld 15 jaar nodig om meer te verdienen dan met obligaties.

De meeste beleggers van toen hadden dat geduld niet en hebben eerder verkocht. Daardoor hebben ze dus een veel lager rendement gehaald dan het langjarige rendement op obligaties. Deze beleggers uit de dertiger jaren zijn niet uniek: ook beleggers in latere decennia deden het meestal veel slechter dan de markt als geheel.

Hoe komt dat? Als de beurs hoog staat, dan gaan er meer mensen beleggen. Een deel van deze extra geldstroom gaat zitten in hogere koersen, maar een groot deel gaat ook naar nieuw uitgegeven aandelen. Als de beurs laag staat stappen er juist veel mensen uit. Dit leidt vaak tot nog lagere koersen, maar een deel van de uitstroom wordt ook opgevangen doordat bedrijven dan juist hun eigen aande-

len inkopen. Ook worden er dan complete bedrijven van de beurs gehaald, dit zijn vaak de krenten in de pap.

De invloed van dit effect op het rendement van beleggers is onderzocht door naar het gewogen rendement te kijken met als wegingsfactor het op de beurs uitstaande kapitaal. Dit gewogen rendement is een stuk lager dan het niet gewogen rendement op aandelen, maar nog wel 1-2% hoger dan dat van obligaties. Ter vergelijking: het niet gewogen rendement is zo'n 4-5% hoger dan dat van obligaties. Het verschil lijkt kleiner dan het is. Over 20 jaar is het verschil tussen een rendement van 4% en een rendement van 5% ongeveer 20% in het eindbedrag. Over 40 jaar loopt dit verschil op tot meer dan 45%.

Buffett is zo'n belegger die vaak tegen deze cyclus in heeft belegd. Eén van de eerste beleggers in zijn fonds is nu zeer rijk. Tijdens een documentaire over Buffett werd deze belegger voor de camera geïnterviewd en bedankte hij hem. Later bracht de documentairemaker dit over aan Buffett en deze antwoordde: "Hij moet zichzelf bedanken dat hij niet verkocht heeft!". En daar ligt inderdaad een groot deel van de winst van veel succesvolle beleggers. Voor Buffett geldt meer dan voor gewone beleggers dat hij een lange adem heeft. Dit geldt zowel op momenten dat hij in aandelen stapt als op momenten dat hij uit de markt stapt. Hij is dan vaak de tegenpartij van de particuliere belegger. Zijn fonds stapt uit de markt als de koersen hoog staan. Hij haalt juist bedrijven van de beurs als de koersen laag staan.

## Hoofdstuk 3

# Efficiënte markten

In de jaren '60 van de vorige eeuw was er een groep economen met de stelling dat de koersen in de meeste effectenmarkten efficiënt zijn. Daarmee bedoelden ze dat er geen methode is waarmee beleggers met de informatie die op dat moment voorhanden is de markt kunnen verslaan.

Deze theorie heeft helaas heel veel beleggers ontmoedigd om goed over aandelen- en obligatiebeleggen na te denken. Want als alle informatie op elk moment in de koersen verwerkt is, loont het dan nog om uit te zoeken welk aandeel de beste belegging is?

Er zijn drie versies van de *efficiënte markthypothese*. De zwakste versie is dat alle beschikbare informatie verwerkt is in de koersen van aandelen, obligaties etc. De tweede versie zegt het nog wat meer uitgesproken, namelijk dat de koersen op de effectenmarkten onmiddellijk reageren op het bekend worden van nieuwe informatie. En de derde versie is eigenlijk te gek voor woorden: zelfs informatie die alleen insiders hebben, zoals grootaandeelhouders en leden van het management, is steeds verwerkt in de koersen.

Ook de tweede versie klopt niet. Het duurt vaak weken voordat goed of slecht nieuws helemaal in de koers van een aandeel verwerkt is. Het komt ook voor dat de markt overreageert op nieuws en daar pas veel later voor corrigeert.

De efficiënte markthypothese verklaart ook niet de dot-com hype rond het jaar 2000. Rationele, goed geïnformeerde beleggers zullen nooit in dit soort hooggewaardeerde aandelen stappen. Toch zijn er in de loop der eeuwen veel soortgelijke zeepbellen geweest.

De efficiënte markthypothese verklaart deels wel waarom een groot percentage van de beleggingsfondsen slechter presteerde dan de grote beursindices, die een samengesteld rendement van onge-

veer 10% per jaar geven. De hypothese zegt immers dat niemand door goed onderzoek te doen een voordeel kan hebben op een ander, en dat geldt ook voor beleggingsfondsen. Inmiddels schijnt dit overigens achterhaald te zijn: voorheen presteerde ongeveer tweederde van de beleggingsfondsen slechter dan de markt, recentelijk presteert nog maar 30-40% van de beleggingsfondsen slechter dan de markt volgens onderzoek van O'Shaughnessy.

En als de markten dan inderdaad efficiënt zijn, wat maakt ze dan zo efficiënt? Wat de markten efficiënt kan maken zijn de vele deelnemers die er aan meedoen, die allemaal voortdurend rationele beleggingsbeslissingen maken. Wie zijn die deelnemers? Zijn dat jij en ik? Misschien. Maar misschien zijn onze beslissingen niet zo heel rationeel. En misschien lezen veel beleggers ook maar zelden of nooit een jaarverslag of kwartaalcijfers, in plaats van altijd. En welke belegger luistert nu naar elke *conference call* waarin de kwartaalcijfers worden toegelicht en antwoord wordt gegeven op vragen?

### 3.1 Grote beleggers

Tegenwoordig zijn de meeste beleggers professionele beleggers. Dit zijn o.a. verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, woningcorporaties, banken en beleggingsfondsen. Je zou denken dat deze beleggers hun beleggingen lang aanhouden. Dat schijnt niet zo te zijn: gemiddeld wisselt een aandeel enkele keren per jaar van eigenaar. Je kunt je afvragen wat het voor zin heeft als het ene pensioenfonds een pakket aandelen verkoopt aan een ander pensioenfonds. De twee pensioenfondsen zouden een andere leeftijdsopbouw kunnen hebben en daarmee de behoefte aan een andere beleggingsportefeuille. Of de twee pensioenfondsen krijgen door deze transactie juist meer dezelfde soort aandelenpositie. Er kunnen dus allerlei goede redenen zijn voor zo'n transactie. Vanwege de frequentie van dit soort transacties geloof ik niet zo in dit soort verklaringen. Meestal zal zo'n transactie toch een speculatie zijn die voor het ene pensioenfonds beter uitpakt dan voor het andere fonds.

Een paar voorbeelden van miskleunende grote beleggers. Erik Staal, van de in 2012 geredde woningbouwvereniging Vestia, bouwde voor Vestia een grote rentederivaten positie op. De positie was zo groot dat hij een meetbare invloed moet hebben gehad op de markten. Maar was hij een rationele belegger? Waren andere woningbouwverenigingen met soortgelijke posities rationele beleggers?

Waarom hebben veel Nederlandse pensioenfondsen de afgelopen

crisis zoveel op hun aandelenbeleggingen verloren? Hadden zij niet kunnen weten dat banken met extreem veel schulden op de lange duur slechte beleggingen zijn? Het ondoorzichtige beleggingsfonds van Madoff had al jaren de status van verdacht. Waarom hebben sommige pensioenfondsen dan toch in dit frauduleuze fonds belegd? En hebben ze tijdens de dot-comtijd belegd in indexfondsen die veel overgewaardeerde dot-commers hadden opgenomen?

**Republic Bancorp.** Dit is een concreet voorbeeld dat laat zien dat grote beleggers soms zeer onzorgvuldig handelen. Republic Bancorp is een kleine bank in de VS. Deze bank had de afgelopen 10 jaar een sterke en tegelijk zeer gelijkmatige groei. Met zo'n groei in zulke slechte omstandigheden hebben we waarschijnlijk te maken met een goede belegger die een keer een scheve schaats heeft gereden.

Wat was er aan de hand? Net als elke bank probeert ze geld tegen een hogere rente door te lenen. In 2003 en 2008 heeft de bank daarom voor 52 miljoen dollar aan rommelhypotheken van Bearn Stearns gekocht. Daarop leden ze vervolgens in 2008 14 miljoen dollar verlies. Republic Bancorp vond dat Bearn Stearns hen de kwaliteit van de kredieten destijds verkeerd had voorgespiegeld. In die tijd hadden veel van dit soort producten een gunstige beoordeling van veel kredietbeoordelaars waarop zij later zijn teruggekomen. Republic Bancorp ging dus naar de rechter.

In hoger beroep oordeelde de rechter dat de twijfelachtige kredietwaardigheid van de hypotheeknemers keurig in de prospectus stond die de bank niet had gelezen! Het hof verwierp vervolgens de beschuldigingen. Deze bank/belegger had zijn rendement dus flink kunnen verhogen door rationeel eerst de prospectus te lezen en vervolgens het kruit droog te houden. Of als de bank er toch in had willen beleggen, dan had ze na het lezen van de prospectus een lagere prijs kunnen bedingen.

### 3.1.1 Nederlandse pensioenfondsen

Het is vreemd dat onze pensioenfondsen zo weinig transparant zijn. Ze sturen nooit lijsten met de samenstelling van hun fondsen. Ook ontbreekt een schatting van hun totale beleggingskosten en cijfers over hoeveel ze handelen. Deze cijfers kunnen op den duur een grote invloed op het rendement hebben. Wat hebben ze te verbergen?

Het Pensioenfonds van de Vereenigde Glasfabrieken (SPVG) had in 2011 meer dan 10% van zijn vermogen in fysiek goud belegd. De Nederlandsche Bank (DNB) vond dit te veel en eiste dat de SPVG



het grootste deel van deze belegging verkocht. De SPVG gehoorzaamde aan de toezichthouder. Toen de goudprijs verder steeg ging de SPVG naar de rechter om schade op DNB te verhalen. De rechtbank oordeelde dat DNB op “geen enkele wijze duidelijk heeft gemaakt” waarom het goud verkocht moest worden.

Als ik zoiets lees dan breekt mijn klomp. De uitspraak van de rechtbank getuigt van weinig beleggingskennis, dat neem ik die juristen niet kwalijk, maar grote vermogensbeheerders zoals die bij het SPVG horen er meer van te weten. Elke professionele belegger weet ten eerste dat goud op de ultralange duur nauwelijks rendement maakt. En de beleggingshorizon van een pensioenfonds is misschien niet ultralang, maar toch wel zeer lang.

In de afgelopen duizenden jaren is er ongeveer 150 duizend ton goud opgegraven. In tegenstelling tot andere grondstoffen, zoals olie of graan, wordt goud nauwelijks verbruikt. Als het gebruikt wordt, dan wordt het meestal weer teruggewonnen, zoals uit onze monden. Dus al dit ooit gewonnen goud ligt nog steeds ergens in laatjes, kluizen, musea, oude sokken, enzovoort. Veel overheden hebben verder grote goudvoorraden die ze ongetwijfeld op de markt gaan brengen om hun staatsschuld te drukken. Op dit moment (voorjaar 2012) bezitten alle centrale banken samen 30 duizend ton goud.

Ten tweede hoort elke professionele belegger het volgende te weten over goud als belegging op de korte termijn. Het jaarlijkse volume van de goudhandel is slechts 1500 ton. Vergelijk dit volume eens met de honderd keer zo grote wereldwijde goudvoorraad van 150 duizend ton waaronder de 30 duizend ton goud bij centrale banken. Er hoeft dus maar weinig van het aanwezige goud op de markt te komen om de goudprijs flink te laten zakken. En er is geen enkele reden waarom dit niet zou gebeuren. Sterker nog, de goudbussen rijden in een groot gedeelte van het land. Goud is dus op de korte termijn een zeer speculatieve belegging. Je kunt er inderdaad veel aan verdienen, maar een pensioenfonds met een langetermijnhorizon zou zich daar niet mee moeten inlaten.

Laten we eens kijken wanneer goud een goede waardebelegging zou zijn. Ten eerste zou er dan niet zoveel voorraad op de wereld moeten zijn, hooguit 15 duizend ton in plaats van 150 duizend ton. En ten tweede zou een groot deel van het gedolven goud verbruikt moeten worden.

Maar ook in de huidige goudmarkt kunnen waardebeleggers in goud gaan. Zij beleggen dan niet in fysiek goud, zoals het SPVG doet. Een waardebelegger zou in plaats daarvan een goudmijn, goudhan-

delsbedrijf of een juweliersbedrijf kopen. Een waardebelegger zou ook geen willekeurige goudmijnen, handels- of juweliersbedrijven hebben gekocht. Hij of zij zou alleen aandelen van bedrijven kopen die verhandeld worden voor minder dan ze waard zijn; of desnoods alleen aandelen van goudbedrijven met een flink lagere waardering dan hun concurrenten. Op deze manier heeft een waardebelegger een veiligheidsmarge voor het geval dat de goudprijs tegenvalt. Als de SPVG dat gedaan had in plaats van in fysiek goud te beleggen, dan had DNB geen reden om in te grijpen gehad.

Ondanks dat waardebeleggers dus in goud kunnen beleggen, zullen maar weinig waardebeleggers dat op dit moment doen. In goud beleggen is namelijk in de mode. En de geschiedenis leert dat modebeleggingen doorgaans een beroerd rendement opleveren.

De Nederlandse pensioendeelnemers zijn de dupe van de uitspraak van de rechter. Door de uitspraak heeft DNB minder mogelijkheden om op te treden tegen dit soort kortetermijnspeculaties.

## 3.2 VS heeft efficiëntste markten

Het is niet zo dat markten helemaal niet efficiënt zijn. Sommige aandelenmarkten zijn meestal behoorlijk efficiënt, andere aandelenmarkten kunnen soms behoorlijk inefficiënt zijn.

Fondsbeheerder WisdomTree heeft onderzoek gedaan naar de efficiëntie van verschillende aandelenmarkten. Eén van de uitkomsten van de efficiënte markthypothese is dat het voor het rendement van een aandelenbelegging niet uitmaakt of een bedrijf dividend uitkeert of niet. Fondsbeheerder WisdomTree is gespecialiseerd in fondsen met dividendgevende aandelen en vindt uiteraard wel verschillen in rendement. De correlatie tussen het beursrendement en het dividendrendement is voor hen een maatstaf voor de inefficiëntie van een aandelenmarkt. Hoe groter deze correlatie is, des te inefficiënter de aandelenmarkt. Uit het onderzoek, waarvan de details overigens niet bekend gemaakt zijn, blijkt dat vooral grote, transparante markten behoorlijk efficiënt zijn. De markten in de grote Amerikaanse bedrijven zijn het efficiëntst, die in de smallcaps zijn minder efficiënt. De aandelenmarkten in Europa zijn door hun grootte en verminderde transparantie minder efficiënt dan die in de VS. Ook in deze markten is er qua efficiëntie verschil tussen aandelen van grote en kleine bedrijven. Markten in andere economieën, zoals die in opkomende landen, zijn meestal nog minder efficiënt dan die in Europa en de VS.

Waarom zijn de aandelenmarkten in de VS het meest efficiënt? Ten eerste omdat dit de grootste aandelenmarkten zijn met de meeste deelnemers en de meeste transacties. Hierdoor wordt sneller informatie uitgewisseld en eventuele onderwaarderingen snel door de intensieve handel ongedaan gemaakt.

Verder heeft de Amerikaanse organisatie *Securities and Exchange Commission (SEC)* er al sinds de crisis in 1929 heel veel aan gedaan om de markten transparanter te maken. Bedrijven die genoteerd zijn aan de Amerikaanse beurs, moeten allerlei informatie openbaar maken, waaronder kwartaal- en jaarverslagen, bepaalde persberichten, dividendaankondigingen, aandelenterugkooopaankondigingen, overnamebiedingen, grote orders of andere transacties, veranderingen in het bestuur, bonus- en salariswijzigingen van het management, aandelen aan- en verkopen door het management en andere insiders, schikkingen in juridische procedures, etc.

Deze informatie is via het internet voor iedereen gratis te bekijken via de *Edgar* website: [www.sec.gov/edgar](http://www.sec.gov/edgar). Daarnaast moeten grote beleggers via de *Edgar* website bekend maken hoeveel aandelen ze van elk bedrijf gekocht en verkocht hebben.

Vanwege de uitstekende marktfaciliteiten zijn ook veel buitenlandse bedrijven in de VS beursgenoteerd, waaronder ook Nederlandse bedrijven, zoals Shell, Unilever, ASML en Philips. Het gaat hier niet alleen om grote bedrijven: ook het kleinere bedrijf Sensata Technologies uit Almelo heeft in 2010 voor de New York Stock Exchange gekozen in plaats van voor de EuroNext in Amsterdam.

**Nederlandse en Belgische aandelenmarkten.** Het bestaan van één centraal, gratis toegankelijke website maakt het voor waardebeleggers een stuk makkelijker om zelf onderzoek te doen. De Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft een met *Edgar* vergelijkbare internetsite, al heeft deze minder uitgebreide zoek- en filtermogelijkheden. Veel informatie is echter in het Nederlands wat een fors obstakel is voor buitenlandse beleggers. De Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) heeft ook een met *Edgar* vergelijkbare website. Ook voor de Belgische aandelenmarkt geldt dat veel informatie alleen in het Nederlands en Frans te bekijken is.

Bovendien zijn de Nederlandse en Belgische aandelenmarkten klein. Het is de vraag of het handig is voor veelal internationale beleggers om steeds op een andere nationale website naar bedrijfsgegevens te zoeken. Bij mijn weten is er geen Europese toezichthouder die bedrijfsgegevens van alle in Europa beursgenoteerde bedrijven

gestandaardiseerd via een centrale website aanbiedt. Een wereldwijd overzicht van de belangrijkste websites met bedrijfsgegevens hou ik overigens hier bij.

Zijn wij verwend met de hedendaagse transparantie? Waarschijnlijk wel. De beroemde belegger Warren Buffett had het wat dat betreft aan het begin van zijn carrière bijzonder zwaar. Hij moest jaarverslagen via de post opvragen! Er zijn ook verhalen dat hij zelf naar een verre bibliotheek reisde om daar jaarverslagen te lezen.

Het voordeel van een verminderd transparante markt zoals de EuroNext in Amsterdam is dat hardwerkende waardebeleggers zo extra kunnen verdienen. Omdat het meer werk is om de waarde van een in Nederland beursgenoteerd bedrijf te bepalen doen minder beleggers het. Ook maken beleggers die dat wel proberen vaker fouten. En daarom kunnen in Nederland genoteerde bedrijven lange tijd meer ondergewaardeerd zijn dan in de VS genoteerde bedrijven.

Overigens hebben ook in de VS niet alle bedrijven een efficiënte beurskoers. Aan bedrijven die niet door een professionele beursanalist gevolgd worden kunnen waardebeleggers soms nog wat verdienen. Dit zijn de kleinere bedrijven: smallcaps of microcaps.

### 3.3 Conclusie

Voor iemand die goed op de hoogte is, is het wel degelijk mogelijk om geld te verdienen op de beurs. In mijn krant werd dit type belegger ooit omschreven als “mensen die altijd geld verdienen”, of het op de beurs nu goed of slecht gaat. Ik vind dat, vanwege de jaloerse bijklank, niet zo’n goede omschrijving. De succesvolle waardebelegger Martin Whitman noemt deze categorie beleggers “hardwerkende individuen”, een omschrijving die mij meer aanspreekt.

Is de opbrengst van hun noeste arbeid niet in strijd met de efficiënte markthypothese? De vraag is of deze hypothese wel altijd op gaat. Ik denk het niet. En als deze hypothese al op zou gaan, dan zou er zonder hardwerkende individuen geen mechanisme zijn waardoor markten efficiënt kunnen worden.

Hoe moeten die hardwerkende individuen aandelen selecteren? Daarvoor moeten we het *waardebeleggen* onder de loep nemen. Dit gebeurt in hoofdstuk 5. Om het waardebeleggen beter te begrijpen, vertel ik in het volgende hoofdstuk eerst iets over beleggingen met statistisch goede en slechte winstkansen.

# Hoofdstuk 4

## De statistiek

James O'Shaughnessy heeft de afgelopen twintig jaar uitvoerige statistische analyses gedaan op de Amerikaanse aandelenkoersen van 1927 tot eind 2009. De vierde editie van zijn boek *What works on Wall Street* uit 2011 is een must-read voor elke belegger. Hierin beschrijft hij dat aandelen met lage verhoudingen koers/winst, koers/omzet, koers/boekwaarde of een combinatie daarvan duidelijk meer rendement gaven. Moeten we nu juist in dat soort aandelen beleggen?

### 4.1 Ga alleen goede weddenschappen aan

Om deze vraag te beantwoorden, vergelijkt hij de aan- en verkoop van een aandeel met een weddenschap tussen de verkoper en de koper. In principe kun je deze weddenschap met elke andere weddenschap vergelijken. Je spreekt bijvoorbeeld met je buurman af om de beurt een munt op te gooien. Is het kop dan betaal jij een euro aan hem en bij munt betaalt hij een euro aan jou. Dit is een eerlijke weddenschap omdat jullie allebei per beurt gemiddeld evenveel geld winnen.

Na een aantal keer gooien, zien jullie dat kop iets minder vaak voorkomt dan munt. Jullie bekijken de munt nog eens goed, het lijkt wel of hij een ietsepietsje zwaarder aan de kopkant is. En misschien heeft die tocht in de kamer ook wel invloed. Jullie gooien nog een paar keer. Hierna zijn jullie er allebei ervan overtuigd dat de kop inderdaad structureel minder vaak voorkomt dan munt. Je buurman vindt het vervolgens geen eerlijke weddenschap meer en wil meer winnen bij kop. Jullie weten allebei niet precies hoeveel vaker munt voorkomt, en besluiten dat kop 1,20 euro uitbetaalt en

munt 0,80 euro. Is dit nog steeds een eerlijke weddenschap? Nee, je buurman zal met deze weddenschap gemiddeld tien cent per worp van je winnen.

In dit voorbeeld staat dus de uitkomst kop of munt voor de resultaten van een aandeel. Je buurman staat voor de markt. Welke denkfout heb je gemaakt? Je hebt de statistiek genegeerd, zie paragraaf 1.3.4. Ook heb je een onnodig ingewikkelde verklaring voor de afwijkende gemiddelde uitkomst gekozen. De juiste verklaring is dat de gemiddelde uitkomst van de worpen door het toeval over korte series flink kan variëren. Je hebt je ten slotte laten beïnvloeden door de markt, waardoor je slecht met hem hebt onderhandeld.

**Beleggers handelen vaak tegen de statistiek in.** Ook op de beurs worden gek genoeg dit soort slechte weddenschappen vaak aangegaan. Zo hebben de eigenaren van Facebook hun bedrijf naar de beurs gebracht. Degenen die deze aandelen gekocht hebben, hebben nu een bezit met ongunstige verhoudingen koers/winst, koers/omzet en koers/boekwaarde. Volgens O'Shaughnessy's statistische analyses zijn ze dus een weddenschap aangegaan met ongunstige kansen. En deze kansen zijn nog ongunstiger omdat ze de aandelen gekocht hebben van zogenaamde *insiders*. Bestuurders en eigenaren van beursgenoteerde bedrijven worden in het Engels zo genoemd. Zij weten meestal beter dan de andere beleggers wat hun bedrijf waard is. Zij zullen alleen met een beursgang instemmen als ze hun bezit tegen een goede prijs kunnen verkopen.

Bij Facebook lijkt men inderdaad goed verkocht te hebben. De Facebook-oprichter had al twee keer eerder kunnen verkopen, maar besloot te wachten. Zijn geduld werd beloond: bij de beursgang werd er voor maar liefst 16 miljard dollar aan aandelen verkocht. Meteen na de beursgang zakte de koers van Facebook flink. Inmiddels (2014) is de koers van Facebook ook weer flink gestegen. Het aandeel heeft geprofiteerd van hogere omzet- en winstcijfers. Nog steeds is Facebook echter op statistische gronden zwaar overgewaardeerd. Facebook is niet het enige IT-aandeel dat overgewaardeerd is. Grote waardebeleggers als David Einhorn spreken van een nieuwe tech-zeepbel. Einhorn short een aantal van deze bedrijven. Ooit zal deze zeepbel knappen maar wanneer valt niet te voorspellen.

## 4.2 Beleggen aandelenindices beter?

Beleggers en beleggingsfondsen vergelijken hun rendement vaak met dat van een aandelenindex. Een aandelenindex bestaat uit een denk-

beeldige aandelenportefeuille die volgens van tevoren nauwkeurig vastgelegde regels wordt samengesteld. Zo bestaat de S&P 500 index uit de aandelen van de 500 grootste bedrijven die op de Amerikaanse markt verhandeld worden.

Door te vergelijken met aandelenindices is men erachter gekomen dat de meeste beleggers een lager rendement halen dan de gangbare beursindices. In het eerste hoofdstuk kwamen we al verschillende verklaringen tegen voor dit verschijnsel. Deze verklaringen zijn gebaseerd op de psychologie en het irrationele gedrag van beleggers.

James O'Shaughnessy en een aantal andere onderzoekers komen met verklaringen die gebaseerd zijn op statistisch onderzoek. De in dit hoofdstuk besproken verklaringen en statistische resultaten zijn consistent met de wetenschappelijke resultaten uit de psychologie en met de aandelselecties van bekende waardebeleggers. Dat maakt dit onderzoek voor mij als belegger zeer belangrijk. Net als elke andere belegger heb ik ook de neiging om veel van de denkfouten uit hoofdstuk 1 te maken. De statistische kennis maakt het voor mij mogelijk om veel van deze denkfouten te vermijden zonder daar veel voor te hoeven na te denken. De statistische resultaten geven dus een aantal eenvoudig te onthouden vuistregels om snel aandelen te kunnen beoordelen.

Om hun methoden en de daarbij behorende resultaten echter goed te kunnen begrijpen, moet ik eerst nog wat meer uitleggen over aandelenindices. Dit gebeurt dus hieronder, waarna de bespreking van de resultaten van O'Shaughnessy's statistisch onderzoek volgt.

### **4.2.1 Mentaliteit van een index is niet te verslaan**

James O'Shaughnessy heeft het rendement van beleggen volgens de S&P 500 tussen begin 1927 en eind 2009 berekend. Hij kwam daarbij uit op een samengesteld jaarlijks rendement van 9,78%. De meeste beleggers halen dit rendement niet en de vraag is hoe dat komt. Hij denkt dat dit komt omdat een index een zeer consequente strategie volgt. S&P 500 belegt alleen maar in aandelen van grote Amerikaanse bedrijven. De S&P 500 denkt niet dat er in Azië betere rendementen zijn te behalen of dat het verstandig is zich om te vormen tot goud- of grondstoffenfonds. De S&P 500 is ook niet somber na een krach en gaat dan niet alles verkopen en verder als obligatiefonds. De S&P 500 interesseert het ten slotte niet dat er in kleinere bedrijven wellicht betere rendementen zijn te behalen.

## 4.2.2 Welke beursindices zijn te verslaan?

Gewone beleggers zijn natuurlijk niet zo consequent als de S&P 500. Zelfs de consequentste beleggers zijn mentaal niet in staat om een strategie tientallen jaren lang te volgen. Dat neemt niet weg dat het wel degelijk mogelijk is om een index te verslaan. Namelijk door gewoon een aandelenindex met andere eigenschappen te definiëren. Een voorbeeld is de beleggingsstrategie *Dogs of the Dow* waarbij belegd wordt in de 10 aandelen van de Dow Jones Industrial index met het hoogste dividendrendement. Deze index verslaat de Dow Jones index, en dat komt omdat aandelen die veel dividend geven het gemiddeld beter doen.

De S&P 500 verslaat de Dow Jones met een kleine marge, waarschijnlijk doordat de Dow uit nog grotere bedrijven bestaat. Statistisch doen kleinere bedrijven het over een lange periode beter op de beurs dan grotere bedrijven. Om dezelfde reden verslaat de Russell 2000 index de S&P 500. Ook de S&P 600 Small Cap index belegt in kleinere bedrijven. Deze index verslaat de Russell 2000 waarschijnlijk omdat opname in de S&P 600 Small Cap index vereist dat een bedrijf de laatste vier kwartalen winst heeft gemaakt. Gelijkmatig winstgevende bedrijven doen het nu eenmaal gemiddeld beter.

**Bestaan er slechte indices?** Absoluut. En daar hoeven we niet ver voor van huis te gaan. De AEX bestaat uit de 25 aandelen met de meeste omzet op de Amsterdamse beurs. In sommige aandelen wordt veel gehandeld omdat het grote bedrijven zijn, in andere aandelen wordt veel gehandeld omdat de bedrijven veel publiciteit hebben gekregen. Helaas doen aandelen met veel handel ten opzichte van de totale waarde het op den duur een stuk slechter dan aandelen waarin weinig wordt gehandeld. De AEX heeft het de afgelopen 10 jaar veel slechter gedaan dan de MSCI Netherlands Index. Bekijken we de periode van 1996 tot 2012 dan valt op dat beide indices het net zo goed doen, maar dat de AEX wel veel volatieler is.

Het is dus af te raden om in de AEX te beleggen via een indexfonds. In plaats daarvan kun je beter in een indexfonds beleggen dat gebaseerd is op de MSCI Netherlands Index, zoals EWN van iShares.

De NYSE EuroNext heeft een goede reden om deze index onveranderd in stand te houden. Een index als de AEX is beweeglijker dan een index die alleen uit de grootste bedrijven bestaat. En een beweeglijke index stimuleert beleggers tot meer handelen en daarmee ook de omzet van NYSE EuroNext. Het bezit van het merken auteursrecht op de AEX index geeft de NYSE EuroNext dus een



concurrentievoordeel.

### 4.2.3 Wat zijn de beste beursindices?

Veel beurzen hebben dus het copyright op de toonaangevende indices van de op hun beurs verhandelde aandelen. Helaas lijkt dat de innovatie in het samenstellen van indices te beperken. We hebben dit gezien bij de AEX en bij de Dow Jones. De AEX doet het slechter dan de MSCI Netherlands Index. De Dow Jones doet het slechter dan de Dogs of the Dow index. Gelukkig zijn er veel indexfondsen die op andere indices gebaseerd zijn, zoals de indices van het Amerikaanse bedrijf MSCI.

**Marketcap gewogen indices.** De meeste indices, waaronder ook veel indices van MSCI, presteren om nog een andere reden niet zo goed. Veel indices kopen namelijk meer aandelen van een bedrijf naarmate de totale marktwaarde van dat bedrijf hoger is. Deze indices berekenen eerst de marktwaarde van een bedrijf als percentage van de totale marktwaarde van alle bedrijven die in de index zitten. Vervolgens belegt de index het berekende percentage in het bedrijf. Men noemt een dergelijke index ook wel *marketcap gewogen*, waarbij *marketcap* voor “marktkapitalisatie” staat. Soms hanteert een index overigens nog een maximum percentage voor elk bedrijf in de index, om te voorkomen dat de door de index weergegeven belegging te weinig gespreid is.

**Indexarbitrage.** Marketcap gewogen indices kopen dus pas extra aandelen in een bedrijf als dit bedrijf eenmaal duur geworden is. Omgekeerd wordt er pas verkocht als anderen eerst verkocht hebben. Een dergelijke index leunt dus op de kennis die andere beleggers opgedaan hebben en daarnaar handelen. Intuïtief voel je misschien aan dat dit niet altijd een goede strategie is. Zo kunnen slimme beleggers in de gaten houden welke bedrijven op de nominatie staan om de index te verlaten of binnen te komen en die alvast verkopen of kopen. Ook loont het om op de dag van de aankondiging van de veranderingen in een grote index snel de nieuwe aandelen te kopen en de verdwijnende aandelen te verkopen. Dit heet *indexarbitrage*.

**Andere indexwelingen.** Onderzoekers hebben gevonden dat indices die extra aandelen kopen als de winst of het dividend stijgt een stuk beter presteren. De weging van deze indices is gebaseerd op het percentage van de gemaakte winst of dividend ten opzichte van het totaal aan winst of dividend van alle in de index opgenomen

bedrijven. Ze worden dan ook dividend- en winstgewogen indices genoemd. Als de winst of het dividend van een aandeel stijgt maar de koers niet, dan koopt een dergelijk indexfonds. Daalt de winst of het dividend maar de koers niet, dan wordt er verkocht. Stijgt de koers maar de winst niet, dan wordt er ook verkocht. Daalt de koers maar de winst niet, dan wordt er juist aangekocht.

Voor een gewone belegger is het zeer onpraktisch om dit soort wegingsstrategieën te gebruiken bij zijn of haar aan- en verkoopbeslissingen. Daarom is het goed om te weten dat indices die elk aandeel voor hetzelfde bedrag kopen, het ook beter doen dan marketcap gewogen indices. Dit soort indices worden *gelijk gewogen* indices genoemd.

**Kosten indexfondsen.** De grootste marketcap gewogen indexfondsen rekenen lagere kosten dan de wat kleinere innovatievere fondsen met andere wegingen. In de praktijk ligt het verschil in beheerskosten tussen de 0.3% en de 0.8%. De vraag is dus of een kleiner, bijvoorbeeld dividend gewogen indexfonds zijn hogere beheerskosten compenseert met meer rendement. Mijn indruk is dat dat wel degelijk het geval is. Ik zie dat bijvoorbeeld aan het hogere rendement tussen de fondsen van WisdomTree en vergelijkbare marketcap gewogen indexfondsen.

Patrick O'Shaughnessy heeft over deze vraag in maart 2013 op osam.com een interessant onderzoek gepubliceerd: *Combining the best of passive and active investing*. In dit onderzoek vergelijkt hij verschillende fictieve indexfondsen in de 500 grote bedrijven die in de Amerikaanse S&P 500 index zijn opgenomen. Hij berekent voor elk indexfonds het jaarlijkse rendement over de 50 jaar tot en met eind 2012. Volgens dit onderzoek heeft een gewoon marketcap gewogen indexfonds met 0,15% beheerskosten een rendement gemaakt van 8,96%. Een gelijk gewogen indexfonds met 1,02% beheerskosten zou een rendement van 9,28% gemaakt hebben. Een omzet gewogen indexfonds met 1,03% beheerskosten zou een rendement van 10,73% gemaakt hebben. Een hoger rendement kan gerealiseerd worden met wegingen gebaseerd op ingewikkelder combinaties van waardefactoren en slechts 50 aandelen in de portfolio in plaats van 500 aandelen. Met deze geavanceerde strategie is het rendement maar liefst 13,62% bij 1,05% beheerskosten.

## 4.3 Statistische factoren aandelenselectie

We zien dus dat verschillende indices een verschillend rendement kunnen hebben. Afhankelijk van het soort aandelenselectie in de consequent uitgevoerde beleggingsstrategie is er een beter of slechter rendement te verwachten.

O'Shaughnessy heeft veel factoren onderzocht die van invloed zijn op de beurskoers van een aandeel. Deze factoren, zoals koers/winst en koers/boekwaarde, berekent hij met boekhoudkundige gegevens van ruim een jaar eerder. Hij construeert verder met deze factoren zijn eigen gelijk gewogen beursindices in het verleden. Deze fictieve beursindices verslaan vaak de bekende indices, of doen het juist extreem slecht. De factoren die de beste en de slechtste beursindices opleveren, kunnen gebruikt worden voor het selecteren van aandelen door beleggers.

### 4.3.1 Strategieën over minimaal 40 jaar teruggerekend

O'Shaughnessy berekent zijn vele fictieve indices elke maand gedurende ruim 80 jaar terug of, bij gebrek aan gegevens, gedurende in ieder geval 40 jaar terug. Deze lange periode van minimaal 40 jaar is volgens hem essentieel om betrouwbare uitspraken over beleggingsstrategieën te kunnen doen. Dat heeft hij kunnen vaststellen door steeds te vergelijken met eigen onderzoeken over kortere periodes.

Ook anderen hebben veel van dit soort onderzoeken gedaan. Echter meestal worden statistische onderzoeken over een veel kortere periode gedaan. Meestal is de periode 10 jaar of zelfs nog korter, waardoor er geen betrouwbare conclusies uit de statistische informatie getrokken kunnen worden. Dat is dus iets om in je achterhoofd te houden als je nieuws over andere statistische onderzoeken leest.

Hieronder volgt een samenvatting van zijn bevindingen met mijn eigen interpretatie erbij.

### 4.3.2 Grootte

Zoals eerder genoemd hebben grote bedrijven op de lange duur een lager rendement dan kleine bedrijven. O'Shaughnessy waarschuwt voor het beleggen in zeer kleine bedrijven (*microcaps*), met een waarde van minder dan 30 miljoen euro. Het blijkt namelijk riskanter om in hele kleine bedrijven te beleggen. Desalniettemin blijkt uit zijn eigen research dat aandelen van bedrijven met een

beurswaarde van onder de 50 miljoen dollar ongeveer 17% per jaar oplevert. Dit wordt bevestigd door onderzoek van anderen. Zelf beleg ik graag in nog kleinere bedrijven, met een beurswaarde van minder dan 30 miljoen dollar.

Waarom zouden grote bedrijven op de lange duur een lager beursrendement opleveren dan kleine bedrijven? Het zou natuurlijk kunnen zijn dat kleinere bedrijven efficiënter opereren. Maar aan de andere kant profiteren ze minder van schaalvoordelen. Een klein bedrijf maakt verder meer kans om overgenomen te worden voor een hoge prijs.

De resultaten van psychologisch onderzoek wijzen in de richting van een andere verklaring. De meeste beleggers willen niet graag spijt van hun aankoop krijgen. Maar als veel anderen het ook bij het verkeerde eind hebben, dan verzacht dat de pijn. Bij beleggen in grote gerenommeerde bedrijven is dat verzachtende effect veel groter dan bij beleggen in onbekende kleine bedrijven.

Beleggers zijn dan ook banger om spijt te krijgen van een belegging in een klein onbekend bedrijf. Dit is een denkfout van de meesten van ons. Zie ook bladzijde 26.

**Size arbitrage.** Dat aandelen in kleinere bedrijven het beter doen dan die in grote bedrijven, werd aan het begin van de jaren '80 ontdekt. Daarna gingen veel beleggingsfondsen daarom juist in kleinere bedrijven beleggen. Halverwege de jaren '80 bleek dat waarschijnlijk daardoor de aandelen van kleinere bedrijven het juist minder goed deden dan hun grotere broers en zusters. In het boek *Triumph of the Optimists* uit 2002 rapporteren Dimson, Marsh en Staunton dat dit waarschijnlijk een wereldwijde trend is. Misschien is beleggen in smallcaps inmiddels weer uit de mode. O'Shaughnessy vindt in ieder geval in 2012 dat beleggen in kleinere Amerikaanse bedrijven nog steeds winstgevender is dan beleggen in largecaps.

### 4.3.3 Koers/winst

Bedrijven met een lage koers/winstverhouding doen het beter op de beurs dan bedrijven met een hoge koers/winstverhouding. Dit is al heel lang bekend. Zo zeggen Graham en Dodd in hun boek *Security Analysis* uit 1934 dat je beter niet kunt beleggen in bedrijven met een hogere koers/winstverhouding dan 20.

Wat betekent een hoge koers/winstverhouding eigenlijk? Stel dat een bedrijf een koers/winstverhouding heeft van 20. Dat betekent dan de waarde van het bedrijf elk jaar met 5% toeneemt. Voor een

sparrekening is dit best een goed resultaat, tegenwoordig zelfs zeer goed. Maar bij een bedrijf fluctueert de winst. De winst kan niet alleen dalen maar een bedrijf kan ook verlies maken, waardoor de waarde van het bedrijf sterk kan afnemen. Vanwege dit risico wordt een koers/winstverhouding van 20 als hoog gezien. De historische gemiddelde koers/winstverhouding van alle bedrijven op de Amerikaanse beurzen varieert tussen de 16 en de 19. Op dit moment (augustus 2012) is dit gemiddelde ongeveer 16.

Van bedrijven met een hoge koerswinstverhouding verwachten beleggers dat de winst per aandeel flink zal groeien. Zij nemen daar alvast een voorschot op door van tevoren het aandeel al voor een hogere koers te verhandelen. Het komt ten slotte voor dat een bedrijf een hoge koers/winstverhouding heeft omdat beleggers traag zijn met uit het bedrijf te stappen. Zie ook paragraaf 1.3.1.

Er zijn ten slotte beleggers die hopen dat de koers/winstverhouding van hun belegging omhoog gaat zonder dat de winst per aandeel stijgt. Zij vinden bijvoorbeeld dat bedrijven in dezelfde sector allemaal ongeveer dezelfde koers/winstverhouding zouden moeten hebben. Of dat een bedrijf ongeveer dezelfde koers/winstverhouding zou moeten hebben als een aantal jaren geleden. Als een bedrijf een lage koers/winstverhouding heeft komt hun hoop wel eens uit. Hun hoop is meestal ijdel als het bedrijf een normale koers/winstverhouding heeft en de concurrenten een veel hogere waardering hebben. Of als het bedrijf nu normaal gewaardeerd is en vroeger een hoge koers/winstverhouding had. Het is dus zaak om de waarde van een bedrijf onafhankelijk van waarderingen in het verleden en van die van concurrenten te bepalen.

**Bedrijfswaarde/EBITDA.** De bedrijfswaarde (*enterprise value*) is het totaal van de marktwaarde plus de leningen minus de liquide middelen. De *EBITDA* is de winst afgezien van afschrijvingen, rente en belastingen. Deze verhouding is vergelijkbaar met de koers/winstverhouding. In plaats van de bedrijfswaarde zou je de marktwaarde of de koers kunnen nemen in de teller. In plaats van de *EBITDA* komt dan de totale winst of de winst per aandeel in de noemer.

Wat is dan het verschil tussen deze twee verhoudingen? Er is helaas geen goede reden om de afschrijvingen en de belastingen in de *EBITDA* buiten beschouwing te houden. Managers die voornamelijk afgerekend worden op de *EBITDA* zullen dus de afschrijvingen vaak buiten beschouwing houden in hun investeringsbeslissingen. Daardoor hebben deze managers meer dan hun collega's de neiging om teveel in overcapaciteit te investeren. Wesley Gray en Tobias Car-

lisle hebben daarom uitgezocht of de bedrijfswaarde gedeeld door de operationele winst het beursrendement beter voorspelt dan de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA. In hun boek *Quantitative value* uit 2012 tonen ze aan dat dit inderdaad het geval is. Zij vinden zelfs dat deze waarde de afgelopen 50 jaar het beursrendement het beste voorspeld bij de grotere Amerikaanse bedrijven. In de praktijk is het echter makkelijker om goede beleggingen op de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA te zoeken dan op de verhouding bedrijfswaarde gedeeld door de operationele winst, oftewel op de verhouding bedrijfswaarde/EBIT.

Selecteren met de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA kan dus nog iets verbeterd worden door de afschrijvingen niet te negeren. Voor de rente ligt dat echter anders. Hogere rentelasten betekenen meestal meer leningen en daardoor ook een hogere bedrijfswaarde. Je zou kunnen zeggen dat de rente in de winst meestal tegen een hogere bedrijfswaarde wegvalt. Hierdoor verschilt de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA niet zoveel van de verhouding koers/winst.

Bedrijven kunnen in principe een lening aangaan en daarmee aandelen inkopen. Stel dat de koers daar proportioneel op reageert. Dat wil zeggen dat de koers net zoveel stijgt als de winst per aandeel zal stijgen door het inkopen van aandelen. In dat geval zal de koers/winstverhouding niet veranderen. Ondanks de gelijkblijvende verhouding koers/winst maken de extra leningen dat de bedrijfswaarde stijgt en daarmee ook de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA.

Wat dan ook verandert is het risico van het aandeel. Het bedrijf moet de lening immers ooit aflossen en ook loopt het bedrijf de kans de rente niet te kunnen betalen. Veel van deze risico's neem je mee in je analyse door in de teller de bedrijfswaarde te nemen in plaats van de koers oftewel de marktwaarde. Dat blijkt dan ook in de praktijk: aandelen selecteren op een lage bedrijfswaarde/EBITDA werkt op den duur beter dan ze te selecteren op een lage koers/winst, zowel qua risico als qua verwacht rendement.

#### 4.3.4 Koers/omzet

Als een bedrijf zijn producten goed verkoopt dan doet zo'n bedrijf het op den duur beter op de beurs. Het is vooral af te raden om te beleggen in aandelen met een hoge verhouding koers/omzet. Met een waardering die alleen op deze verhouding gebaseerd is, kun je verder makkelijk de plank mis slaan. Zie bladzijde 23 met de laatste twee alinea's van het voorbeeld over CEL-SCI.

**Bedrijfswaarde/omzet.** Zie ook de tekst bij de verhoudingen bedrijfswaarde/EBITDA en koers/omzet. Aandelen selecteren op bedrijfswaarde/omzet in plaats van op koers/omzet geeft waarschijnlijk een beter rendement.

**Bedrijfswaarde/brutowinst** De brutowinst is gelijk aan de omzet minus de daaraan toe te rekenen kosten. Neem bijvoorbeeld de winst op de verkoop van dit boek. De brutowinst is de verkoopprijs minus de druk- en distributiekosten. Om de nettowinst te bepalen moeten er allerlei vaste kosten worden omgeslagen over het te verwachten aantal verkochte boeken. De brutowinst is daardoor een stuk moeilijker te manipuleren dan het gewone winstcijfer of de operationele winst of de EBITDA.

Wesley Gray en Tobias Carlisle schrijven in hun boek *Quantitative Value* dat deze verhouding een betere voorspeller is van het beursrendement dan de verhouding koers/winst en bedrijfswaarde/EBITDA. Vrijwel zeker is deze verhouding ook beter dan koers/omzet en wellicht ook beter dan bedrijfswaarde/omzet. Alleen de verhouding bedrijfswaarde/EBIT is volgens hen een nog betere voorspeller van het beursrendement.

Daarbij vinden zij dat alleen de 10% van alle aandelen met de laagste waardes van de verhouding bedrijfswaarde/EBITDA het goed doen. Bij de aandelen met een lage waarde van de verhouding bedrijfswaarde/brutowinst kun je minder selectief zijn. De 30% van alle aandelen met de laagste waardes van deze verhouding hebben gemiddeld genomen een goed beursrendement. Het zou kunnen dat dit verschil komt doordat veel minder mensen deze verhouding gebruiken om aandelen mee te selecteren. Een relatief hoge brutowinst in combinatie met een veel kleinere gewone winst betekent vaak dat het bedrijf flink in zijn vaste kosten kan snoeien.

#### 4.3.5 Dividendrendement

Het mooie van dividend is dat er weinig mee gesjoemeld kan worden. Een winstcijfer valt goed op te poetsen, maar eenmaal uitbetaald dividend is een bedrijf kwijt. Bedrijven met een hoog dividendrendement presteren beter op de beurs dan bedrijven met een laag dividendrendement. Dit gaat niet helemaal op, want bedrijven met het allerhoogste dividendrendement presteren weer net iets minder goed. Het gaat dan waarschijnlijk vooral om bedrijven die meer dividend uitbetalen dan dat ze winst maken.

Bedrijven die geen dividend uitbetalen, presteren duidelijk min-

der goed. Het is daarom aan te raden om alleen te beleggen in bedrijven die bijvoorbeeld minimaal 2% dividend geven ten opzichte van de beurskoers. Bedrijven die veel dividend geven, zijn over het algemeen iets betere investeerders. Ze gaan efficiënter met hun geld om en vandaar de betere beursprestaties.

Kijk bij beleggen in dividendgevende aandelen of het dividend te handhaven is. Neem als voorbeeld Himax Technologies. In het najaar van 2011 deden de aandelen op de Nasdaq rond de 1 dollar. Na een aantal jaren van winstdalingen werd er nauwelijks nog winst gemaakt. Het bedrijf had echter een zeer gunstige balans, met veel liquide middelen en weinig schulden. De boekwaarde was ongeveer twee keer de beurskoers zonder dat er veel goodwill op de balans stond. Het management had in de zomer veel dividend betaald en verder hadden ze een stevig aandeleninkoopprogramma aangekondigd. Het was duidelijk dat ze nog jaren door konden gaan met het inkopen van aandelen en het geven van dividend, ook al maakten ze nog maar weinig winst. Tegelijkertijd waren het dividend en het aandeleninkoopplan wel aanwijzingen dat de vooruitzichten goed waren. In de omzetcijfers van de laatste paar kwartalen was ten slotte goed te zien dat het bedrijf waarschijnlijk binnen enkele kwartalen weer winst zou maken, wat ook gebeurde.

Een ander voorbeeld uit de zomer van 2012 is PDL BioPharma, ook genoteerd aan de Nasdaq. Dit bedrijf beheert met 8 personeelsleden patenten die over enkele jaren aflopen. Op een koers van 6 dollar betalen ze jaarlijks 0,6 dollar aan dividend. Dit dividend is niet houdbaar. Over enkele jaren lopen de patenten namelijk af, waarna de inkomsten snel opdrogen. De balans is verder matig, er moeten de nodige schulden afgelost worden en de boekwaarde is negatief. Toch is het mogelijk om geld aan zo'n bedrijf te verdienen door in te schatten wat de liquidatiewaarde van dit bedrijf is. Dit is een schatting van de som van de resterende inkomsten minus de uitstaande leningen en de kosten van het management. Een optimistische schatting is 6,5, misschien 7 dollar per aandeel. De aandelen hebben echter onder de 5,5 dollar gestaan. De beroemde waardebelegger Seth Klarman heeft toen met zijn Baupost Group aandelen gekocht en ze op 6 à 6,5 dollar weer verkocht.

**Zeer hoog dividendrendement.** O'Shaughnessy vindt dat de 10% aandelen met het hoogste dividendrendement het juist iets minder goed doen op de beurs. Hij denkt dat dit komt omdat deze bedrijven geen mogelijkheden hebben om hun geld goed te investeren. Dat duidt op een zwakte in het bedrijf. Ook zou het weleens kunnen



zijn dat een aantal van deze bedrijven meer dividend uitbetalen dan goed voor ze is. Bedrijven met een hoge payout ratio, het gedeelte van de winst dat als dividend wordt uitbetaald, hebben in volgende jaren nogal eens te weinig financiële reserves.

Het zou ook kunnen zijn dat zijn resultaten alleen voor Amerikaanse bedrijven gelden. Dimson, Marsh en Staunton schrijven in hun boek *Triumph of the optimists* dat buiten de VS het statistische rendement wel toeneemt met het dividendrendement. Helaas is hun onderzoek op dit punt niet zo diepgravend als het onderzoek van O'Shaughnessy voor de Amerikaanse aandelenmarkt. Je zou overigens wel een verschil tussen de VS en de rest van de wereld verwachten. De oorzaak van dit verschil in beursrendement ligt in de grotere efficiëntie van de Amerikaanse aandelenmarkt. Zie ook de paragraaf over het onderzoek van WisdomTree naar de invloed van het dividendrendement op het beursrendement op bladzijde 44.

Een andere verklaring voor een minder goed rendement bij een hoog dividendrendement ligt in een veel gemaakte denkfout. Veel beleggers zien de pot met dividend als verschillend van het geld dat ze in het aandeel hebben geïnvesteerd. Zij gebruiken dit geld op een heel andere manier: meestal niet om mee verder te beleggen, maar om uit te geven. Het gevolg hiervan is dat veel beleggers extra risico's nemen om dividend te krijgen. Daardoor zijn sommige dividend aandelen overgewaardeerd, vooral de aandelen met een monotoon in de tijd groeiend dividend. Sterker nog, vaak wordt een aandeel vlak voor de ex-dividend datum, de datum dat het dividend van de koers wordt afgehaald, massaal aangekocht en daarna weer wordt verkocht. Deze strategie is verlieslijdend als er op het dividend belasting wordt ingehouden.

Het verschil tussen de VS en de rest van de wereld heeft misschien ook wel te maken met het feit dat Amerikaanse bedrijven een constant dividend proberen te betalen. In de rest van de wereld varieert het dividend met de gemaakte winst. Beleggers in Amerikaanse bedrijven kunnen dus min of meer op het dividend rekenen. Beleggers elders moeten daarentegen telkens weer afwachten of en hoeveel dividend ze krijgen.

De wetenschappers Igor Goncharov en David Veenman hebben het verschil tussen Amerikaanse en Europese dividenden in een langjarige studie in detail onderzocht. Zij beschrijven hun resultaten in een openbaar artikel met de titel *Stale and Scale Effects in Markets-Based Accounting Research*. Zij vinden dat Amerikaanse dividenden weinig als signaal voor grotere toekomstige winsten gebruikt wor-

den, in tegenstelling tot Europese dividenden. In enkele landen, Zweden en Zwitserland, lijkt de markt het signaalaspect van dividend onder te waarderen. In andere landen, zoals Italië en Noorwegen, lijkt de markt dit aspect over te waarderen.

**Payout ratio.** In O'Shaughnessy's onderzoek doen bedrijven met een hoog dividendrendement het beter dan de bedrijven met een laag dividendrendement. Een ander onderzoek kijkt naar het percentage van de winst dat bedrijven als dividend uitkeren. Dit percentage wordt ook wel de *dividend payout ratio* genoemd.

Andrew Vivian schrijft in een artikel uit 2006 dat bedrijven met een hoge dividend payout ratio in de vijf jaar daarna statistisch een hogere winstgroei hebben. Het verband tussen de koersen en de dividend payout ratio is volgens zijn onderzoek zwakker, maar nog wel significant. Volgens zijn onderzoek loont het dus om goedkope aandelen te zoeken met een hoge payout ratio. Zijn statistische onderzoek beslaat alle aandelen die tussen 1966 en 2002 op de London Stock Exchange genoteerd waren. Alleen de dividend payout ratio werd in het onderzoek meegenomen. Er werd niet gecorrigeerd voor het uitgeven of terugkopen van aandelen. De vraag is of dit voor andere aandelenmarkten ook geldt. Bedrijven met een hoge payout ratio kunnen soms het rendement op het eigen vermogen verbeteren door tijdelijk minder uit te betalen en het geld te investeren. Zie ook bladzijde 96.

**Dividendrendement belangrijker geworden.** De afgelopen jaren is het dividendrendement belangrijker geworden bij de waardering van aandelen. Ik vermoed dat deze trend nog een tijdje zal doorzetten. Dat komt, denk ik, door het verouderen van de westerse bevolking. Waarschijnlijk richten beleggers zich meer op dit soort inkomsten naarmate ze ouder worden. Meer oudere dan jongere beleggers denken dat uitbetaald dividend geschikter is voor consumptie dan de opbrengsten van verkochte aandelen. Onzin natuurlijk, zie ook paragraaf 1.3.7 over het verdelen van beleggingen in categorieën.

#### 4.3.6 Terugkooprendement

Vaak zou het management een hogere beurskoers willen. Dan leveren hun personeelsopties namelijk meer op. Bovendien geldt hetzelfde voor de personeelsopties van hun ondergeschikten, die ze daardoor makkelijker vast kunnen houden. Het management kan dan het bedrijf aandelen terug laten kopen. Dit doet men natuurlijk meer en vaker naarmate het bedrijf meer geld in kas heeft, of

men meer groei verwacht. De mate waarin een bedrijf aandelen terugkoopt is te meten met het zogenaamde *terugkooprendement*. Dit gegeven bereken je door het totaal aantal aandelen dat nu uitstaat af te trekken van het aantal aandelen een jaar geleden en het resultaat te delen door het aantal aandelen een jaar geleden. Deze gegevens kun je het beste uit de jaarverslagen halen.

Stel dat een bedrijf een jaar geleden 1000 aandelen had. Het management oefent 50 personeelsopties uit waardoor nu het aantal aandelen 1050 is. Dan is het terugkooprendement dus negatief:  $(1000 - 1050)/1000 = -5\%$ .

Het terugkooprendement is een betere maat om een Amerikaans aandeel te beoordelen dan het dividendrendement. In andere landen, zoals in Nederland, worden er echter nauwelijks aandelen teruggekocht. In deze landen is het terugkooprendement daardoor minder onderscheidend voor de aandelenselectie dan bijvoorbeeld het dividendrendement. Vermijd in ieder geval de aandelen met een sterk negatief terugkooprendement.

**BAM.** Koninklijke BAM Groep BV plaatste in de zomer van 2010 ongeveer 100 miljoen extra aandelen waardoor het aantal aandelen uitgebreid werd naar ongeveer 230 miljoen stuks. Het Nederlandse bedrijf zei dat het extra kapitaal nodig was om grote bouwprojecten te kunnen voorfinancieren en om de “balans te versterken”. Het was helaas niet mogelijk om dit bedrag te lenen, BAM had al te veel schulden. Het was ook niet mogelijk om dit soort projecten geleidelijk uit de winst te financieren. De winsten vielen inderdaad tegen, de grote projecten bleven kennelijk uit. Nu, twee jaar later, is de koers gehalveerd. In het jaarverslag over 2011 staat dat het bedrijf één miljard euro aan liquide middelen heeft. Het is dus de vraag of de emissie, die ongeveer 250 miljoen euro heeft opgeleverd, echt nodig was.

**Aankondigen is nog niet daadwerkelijk inkopen.** Als een bedrijf eigen aandelen gaat inkopen, wordt van tevoren aangekondigd voor welk bedrag men maximaal aandelen gaat inkopen. Verwar een dergelijke aankondiging niet met het daadwerkelijk inkopen van aandelen. Er zijn namelijk ook bedrijven die het inkopen van aandelen wel aankondigen maar het niet doen.

### 4.3.7 Aandeelhoudersrendement

Het aandeelhoudersrendement is de som van het dividendrendement en het terugkooprendement. Hoe hoger het aandeelhoudersrendement hoe meer kans op een goed beleggingsresultaat. Vermijd de

aandelen met een laag of negatief aandeelhoudersrendement. Als je aandelen selecteert op een minimaal dividendrendement van 2% controleer dan nog even het terugkooprendement met behulp van de jaarverslagen.

### 4.3.8 Koers/vrije kasstroom

De kasstroom is de nettowinst plus de afschrijvingen minus de investeringen. Zie ook paragraaf 5.4.8 over dit boekhoudkundige begrip. Een langdurig negatieve waarde van de kasstroom vergroot de kans dat het bedrijf extra geld nodig heeft, wat duidt op een slechte belegging. Zie ook paragraaf 4.3.11. Een lage positieve waarde betekent dat een bedrijf met eigen geld nieuwe investeringen kan doen of het surplus kan uitbetalen aan de aandeelhouders. Vermijd dus aandelen met een zeer hoge of negatieve waarde van deze verhouding.

**Bedrijfswaarde/vrije kasstroom.** Net als bij de andere verhoudingen wordt ook bij de vrije kasstroom het statistische rendement waarschijnlijk beter door de beurswaarde te vervangen door de bedrijfswaarde.

In het boek *Quantitative Value* worden verschillende op de bedrijfswaarde gebaseerde verhoudingen met elkaar vergeleken. Van al deze verhoudingen preseert bedrijfswaarde/vrije kasstroom het minst goed.

### 4.3.9 Koers/boekwaarde

De boekwaarde van een bedrijf is grofweg het bedrag waarvoor het bedrijf zijn bezittingen aangeschaft heeft minus de afschrijvingen daarop. De liquide middelen worden bij de boekwaarde opgeteld en de schulden worden ervan afgetrokken. Bepaalde bezittingen worden bij de berekening van de boekwaarde tegen marktwaarde gewaardeerd. Dit zijn vooral bezittingen waarvan het bedrijf van plan is om ze op korte termijn te verkopen.

De boekwaarde is veel stabielier dan de winst. Waardebeleggers bekijken dan ook het verloop van de boekwaarde door de jaren heen bij het selecteren van aandelen.

Een waarde lager dan één betekent vaak dat de koers van het aandeel lager is dan het gekost heeft om de onderliggende goederen aan te schaffen. Bedrijven met een lage verhouding koers/boekwaarde doen het over het algemeen beter dan bedrijven met een hoge verhouding.

Dit is echter niet een hele sterke indicator voor een goed beleggingsrendement, want de meeste bedrijven hebben veel waarde die niet op de balans staat. Te denken valt bijvoorbeeld aan een sterke merknaam, patenten op zelfontwikkelde producten, sterk in waarde gestegen onroerend goed, of mijnen of olievelden die lang geleden aangekocht zijn. Ook kan een zeer lage verhouding een indicatie zijn dat het bedrijf externe financiering nodig heeft om te overleven of zelfs op de rand van het faillissement staat.

**Koers/ingehouden winst.** Een betere indicator is de beurswaarde gedeeld door de ingehouden winst. Dit is het gedeelte van de winst dat in de loop der jaren nog niet aan aandeelhouders is uitbetaald. In het Engels heet het *retained earnings*. De ingehouden winst staat in de jaarverslagen. Het idee achter deze verhouding is dat bedrijven de inleg van aandeelhouders veel slechter beleggen dan het geld dat ze zelf hebben verdiend. De inleg van aandeelhouders wordt als het ware verjubeld. Ik denk dat bedrijven beter omgaan met ingehouden winst die recent verdiend is dan met ingehouden winst van lang geleden. Onder meer daarom gebruik ik zelf de verhouding beurswaarde gedeeld door de ingehouden winst van de laatste 8 jaar. In gratis screeners kun je helaas niet op verhoudingen met de ingehouden winst selecteren. Wel gebruik ik dit voor mijn nieuwsbrief.

#### 4.3.10 Kasstroom/schulden

Een lage kasstroom bij hoge schulden vergroot de kans op problemen bij terugbetaling of herfinanciering van de schulden. Vermijd dus de aandelen met de laagste waarden van deze indicator.

#### 4.3.11 Externe financiering

Deel hiervoor de kasstroom uit financiering door de gemiddelde waarde van de bezittingen over een jaar. Een negatieve waarde is gunstig, dit zijn de bedrijven die hun externe financiers terugbetalen in plaats van bijlenen. Vermijd de bedrijven met een hoge positieve waarde van dit quotiënt.

**Bedrijven met veel schulden.** Bekende waardebeleggers beleggen voornamelijk in bedrijven met weinig schulden. Dat heeft verschillende redenen. De eerste reden is dat een bedrijf met veel schulden een riskantere belegging is dan een bedrijf met weinig schulden. Vaak worden schulden aangegaan in tijden dat de vooruitzichten goed zijn, dat men optimistisch is. Als de zaken daarna tegenval-

len drukken er extra rentelasten op de winst. Bovendien kan zo'n bedrijf in de problemen komen als het de schulden moet aflossen of herfinancieren.

Nogal eens worden schulden aangegaan om een grote acquisitie te financieren. En grote acquisities zijn meestal slecht renderende beleggingen. Vaak vallen synergievoordelen tegen en wegen daarom niet op tegen de hoge overnameprijs plus de bijkomende reorganisatiekosten. Veel schulden kunnen daarom gezien worden als een aanwijzing voor een slecht investeringsbeleid in het verleden.

Ten slotte gaat het bij de beoordeling van een bedrijf natuurlijk ook om het moment waarop het bedrijf aan de aandeelhouders gaat uitbetalen. Bij bedrijven met veel schulden is dit moment later. Daarom zijn bedrijven die uitbetalen meestal duurder op de beurs dan bedrijven die dat niet doen. Bedrijven met veel schulden betalen verder meestal minder uit aan hun aandeelhouders dan bedrijven met weinig schulden.

### **4.3.12 Groei van de nettobedrijfsmiddelen**

De nettobedrijfsmiddelen zijn het verschil tussen de bezittingen nodig voor de bedrijfsvoering minus de waarde van alle daarbij horende verplichtingen. Hoe groter het percentage is waarmee dit groeit, hoe lager de vrije kasstroom. Een sterke groei van de nettobedrijfsmiddelen duidt er wellicht op dat het bedrijf veel moet investeren om concurrerend te blijven. Of het kan ook duiden op een sterke groei die meestal door beleggers wordt overgewaardeerd. Groei kost meestal veel kapitaal en kapitaal heeft nu eenmaal een prijs. Bedrijven die weinig kapitaal nodig hebben om te groeien zijn daarom meer waard. Het kan er ook op duiden dat men niet zo conservatief rapporteert. Je moet hierbij denken aan bedrijven die bezittingen tegen een fluctuerende marktwaarde i.p.v. tegen de boekwaarde waarderen. Vermijd in ieder geval de aandelen met de grootste percentages.

### **4.3.13 Totaal overlopende activa en passiva (accruals)**

Bedrijven met een hoge waarde van de som van de overlopende activa en passiva (accruals) gedeeld door de gemiddelde waarde van de bezittingen hebben een lager beursrendement. Met deze "overlopende rekeningen" bedoel ik het totaal van de schulden aan leveranciers, de vorderingen op klanten, de posten goodwill, uitgestelde belastingen en toekomstige rentekosten. Zie ook paragraaf 5.4.3 voor

meer uitleg over deze boekhoudkundige begrippen.

Een hoog totaalbedrag aan overlopende rekeningen impliceert veel moeite met het betalen van belasting, van rente op leningen of met het betalen van facturen van hun leveranciers. Of ze hebben juist veel moeite om hun klanten te laten betalen. Als de post goodwill hoog is kan dat betekenen dat een bedrijf een slechte acquisitie heeft gedaan. Dit zijn allemaal ongunstige signalen voor de kwaliteit van het management en de producten en diensten van deze bedrijven. Bedrijven met een relatief laag saldo van hun overlopende rekeningen hebben daarom vaak een betere winstverwachting. Vermijd dus de aandelen van bedrijven met een hoog quotiënt.

#### 4.3.14 Liquiditeit, volatiliteit en momentum

De aandelen die de afgelopen 6 of 12 maanden gestegen zijn, hebben een grotere kans verder te stijgen dan de bedrijven die sterk gedaald zijn. Je maakt daarmee gebruik van de informatie die in de markt aanwezig is. Dit gegeven moet altijd gecombineerd worden met andere gegevens om te voorkomen dat je laat in een bubbel stapt.

Bij momentum doet de manier waarop de stijging tot stand komt er veel toe. Alleen geleidelijke stijgingen voorspellen een goed rendement. Dit zijn vaak bedrijven met bepaalde onbekende voordelen. In het begin weet alleen een klein aantal beleggers ervan en biedt deze bedrijven stukje bij beetje op. Gaandeweg worden deze voordelen in bredere kring bekend en gaan meer beleggers het aandeel kopen.

**Volatiliteit.** Aandelen waar het momentum met horten en stoten gaat kun je het beste wantrouwen. In dat geval is het momentum vaak gebaseerd op mogelijke gebeurtenissen die wel of niet op kunnen treden. Een plotselinge sterke stijging betekent dan vaak dat zo'n gebeurtenis al verwerkt is in de koers. Verder lijkt het erop dat mensen sterke koersbewegingen leuk vinden. Waarschijnlijk overbieden veel beleggers dit soort aandelen daarom.

**Liquiditeit.** Aandelen die weinig verhandeld worden doen het beter dan aandelen met een hoog handelsvolume. Dit meet je door te kijken naar bijvoorbeeld het gemiddelde dagelijkse handelsvolume gedeeld door alle uitstaande aandelen. Eventueel kun je ook delen door alle uitstaande aandelen die niet in handen zijn van insiders, oftewel de *public float*. Dit is waarschijnlijk beter. Beide maatstaven zijn onafhankelijk van de grootte van het bedrijf. Vrijwel altijd liggen

dit soort verhoudingen bij grote bedrijven veel hoger dan bij kleine bedrijven, maar er zijn uitzonderingen.

### 4.3.15 Sectoren

O'Shaughnessy heeft ook uitgezocht in welke sectoren van de economie de beste beleggingen te vinden zijn. Het idee daarachter is dat aandelen van frisdrank- of tandpastafabrikanten weleens een statistisch hoger rendement dan IT-aandelen zouden kunnen hebben. En dat is inderdaad wat hij vindt. De beste indexstrategie in bijvoorbeeld de basisconsumptiegoederensector geeft statistisch een veel hoger rendement dan de beste indexstrategie in de informatietechnologiesector.

Bij het interpreteren van de resultaten van dit sectoronderzoek moeten we wel bedenken dat zijn onderzoek zich beperkt tot in de VS genoteerde aandelen. Omdat de concurrentieverhoudingen binnen sectoren wereldwijd verschillen zijn zijn resultaten niet universeel geldig.

India, met zijn goedkope arbeid, is bijvoorbeeld een goede plek voor een textielfabriek. Textielfabrieken in de VS of Europa zijn echter al tientallen jaren geleden één voor één weggeconcentreerd door bedrijven uit lageloonlanden. Dit ging gepaard met het nemen van grote verliezen. Zelfs Warren Buffett heeft een goedkoop aangekochte textielfabriek in de VS moeten sluiten. Hij noemde deze overname één van zijn slechtste beleggingen ooit.

Hiermee komen we aan op een tweede nuancering van O'Shaughnessy's sectoronderzoek. De textielbedrijven deden het tot ver in de jaren '60 nog prima in de VS en Europa. Daarna ging het pas bergafwaarts. Het rendement van bedrijven in een sector hangt dus niet alleen van hun vestigingsplaats af, maar ook van de tijd waarin het bedrijf opereert.

De belangrijkste en interessantste resultaten uit O'Shaughnessy's onderzoek concentreren zich op drie sectoren. Dit zijn de basisconsumptiegoederensector, de informatietechnologiesector en de financiële sector. Hieronder bespreek ik daarom de resultaten uit O'Shaughnessy's onderzoek voor deze drie sectoren.

**Basisconsumptiegoederen.** Bedrijven met statistisch de beste combinatie van rendement en risico zijn de bedrijven die basisconsumptiegoederen maken, verwerken of verkopen. Selecteer in deze sector de bedrijven met een hoog aandeelhoudersrendement en/of een hoog dividendrendement voor het beste beleggingsresultaat. Een



deel van die goede prestaties is afkomstig van de tabakssector, wat ik zelf om ethische redenen een minder goede belegging vind. Je kunt je overigens ook afvragen of beleggen in bedrijven als Coca-Cola of Heineken wel ethisch genoeg is.

Dit statistische resultaat bevestigt wat de meeste waardebeleggers al jaren wisten. Misschien wel daarom lijkt het erop dat deze bedrijven op dit moment (2012) relatief duur zijn. Aan de andere kant zullen veel van deze bedrijven profiteren van de sterk groeiende markten in opkomende landen.

**Informatietechnologie.** De sector die de afgelopen 40 jaar het laagste rendement had, is de informatietechnologie. Niet alleen is het rendement veel lager in deze sector, ook de bijbehorende risico's zijn bovengemiddeld. Als je toch in de informatietechnologie wilt beleggen, kies dan die aandelen met de laagste bedrijfswaarde/EBDITA, of met het hoogste terugkooprendement.

De concurrentie in deze sector is veel groter dan in de basisconsumptiegoederensector. Het komt in de IT bijvoorbeeld vaak voor dat een paar jonge mensen bij wijze van spreken vanuit een garagebox een bedrijf opzetten. Een aantal van deze startups groeiden binnen 10 jaar tot grote wereldwijd opererende multinationals met een waarde van vele miljarden. O'Shaughnessy merkt op dat het nog nooit is voorgekomen dat een paar jonge mensen een nieuw sap-, bier- of scheermesjesmerk ontwikkelden dat na een paar jaar mee kon doen met wereldmerken als Coca-Cola, Heineken of Gillette. Deze redenering klopt, denk ik, als het gaat om softwarebedrijven. Voor bedrijven die hardware maken zoals chips, harde schijven en beeldschermen is de concurrentie minder sterk. In het algemeen is de concurrentie minder sterk naarmate het langer duurt om een nieuw product te ontwikkelen. Veel professionele beleggers beleggen daarom alleen in sectoren met een lange productontwikkelingscyclus.

Nieuwe uitvindingen of technieken zijn verder meestal beter voor de gebruikers ervan dan voor de uitvinders of ontwikkelaars. Wie kent niet de verhalen in de krant van uitvinders die op alle mogelijke manieren worden tegengewerkt door de gevestigde bedrijven? En waarom studeren er eigenlijk zo weinig jonge mensen techniek? In de informatietechnologie komt het management er extreem goed van af. De werknemers, d.w.z. de uitvinders, moeten het doen met een goed belegde boterham en voor de beleggers blijven er alleen nog wat kruimels over.

Bij technologieaandelen speelt nog een ander aspect een rol. Daar

zijn meestal mensen die heel veel beter de winst- en omzetgroei kunnen inschatten dan wij als gewone beleggers. Dit geldt niet alleen voor IT-aandelen maar ook voor bijvoorbeeld biotechnologieaandelen. Ik denk hierbij bijvoorbeeld aan wetenschappers die jarenlang productgerelateerd onderzoek hebben gedaan. Of aan gebruikers is jarenlang met allerlei zeer specialistische producten hebben gewerkt. Gewone beleggers kunnen hier nadeel van ondervinden.

**Financiële dienstverlening.** Ondanks het grote debacle in 2008 is de financiële dienstverlening volgens O'Shaughnessy statistisch gezien nog steeds geen slechte sector om in te beleggen. Voor de krach in 2008 en 2009 was het misschien wel de beste sector, maar de financiële crisis heeft het langjarige statistische rendement sindsdien natuurlijk behoorlijk omlaag gebracht.

Helaas heeft hij in zijn onderzoek geen onderscheid gemaakt tussen bank- en verzekeringsaandelen. Als we kijken naar het verschil tussen bank- en verzekeringsaandelen dan doen de verzekeringsaandelen het waarschijnlijk beter dan de bankaandelen. Volgens David Merkel, zie blz. 121, geven aandelen van middelgrote schadeverzekeraars een zeer hoog statistisch rendement, misschien wel het hoogste van alle sectoren in de economie. Hij zegt erbij dat dit komt omdat onbekend en saai onbemind maakt. En inderdaad, wie zou er niet liever in zonne-energie uit de Sahara of in commerciële ruimtevaart beleggen?

Ook nu, in juni 2012, zijn er veel laaggewaardeerde verzekeringsmaatschappijen. Net als David Merkel denk ik dat aandelenmarkten minder efficiënt werken voor verzekeringsmaatschappijen dan voor andere bedrijven. Het zijn niet alleen saaie beleggingen, maar ze zijn ook moeilijk te analyseren. Het is erg lastig om de balans en de winst- en verliesrekening van verzekeringsmaatschappijen te doorgronden en op basis daarvan de waarde van het bedrijf te bepalen. Liefhebbers die hier hun tanden op stuk willen bijten, raad ik aan om een pdf van Doron Nissim van de Columbia Business School te lezen: *Analysis and valuation of insurance companies*.

**Buffett lijkt in de juiste sectoren te beleggen.** Warren Buffett heeft veel van zijn extreem hoge langjarige rendement te danken aan het feit dat hij een zeer goede waardebelegger is. Maar hij heeft ook in de juiste sectoren belegd, waaronder in de basisconsumptiegoederen en in de (schade)verzekeringssector.

## 4.4 Welke aandelen kun je beter vermijden?

Bij beleggen is het vooral belangrijk om slechte beleggingen te vermijden. Daarom volgen hier nog eens de aandelen die je op grond van het statistische onderzoek van O'Shaughnessy het beste kunt vermijden:

- Aandelen met een hoge verhouding koers/omzet of met een hoge verhouding bedrijfswaarde/omzet.
- Aandelen in bedrijven met een sterk negatief terugkooprendement, bijvoorbeeld door het plaatsen van nieuwe aandelen in een emissie. Vermijd in ieder geval de aandelen met een behoorlijk negatief terugkooprendement zonder dividenduitkeringen.
- Aandelen met een lage of negatieve kasstroom in combinatie met hoge schulden.
- Bedrijven waar veel geld bij moet, met aandelen met een sterk negatieve verhouding koers/kasstroom.
- Bedrijven die via externe financiering, zoals leningen en extra aandelen, veel geld aantrekken.
- Bedrijven met het grootste percentage verandering in de netto-bedrijfsmiddelen. Dit is het verschil tussen de bezittingen nodig voor de bedrijfsvoering minus de waarde van alle daarbij horende verplichtingen.
- Bedrijven met een hoge verhouding tussen de totale overlopende activa plus passiva gedeeld door de gemiddelde waarde van de bezittingen. Zie ook paragraaf 4.3.13.

Deze no-go aandelen zijn meestal van bedrijven die slecht investeren, structureel te weinig winst of zelfs verlies maken, of die sterk moeten investeren om hun inkomsten op peil te houden. Er zijn verder ook no-go aandelen die nog veel moeten investeren voordat ze mogelijk zeer veel winst gaan maken. Dit zijn dus loterijbeleggingen, waarvoor ik in paragraaf 1.3.13 gewaarschuwd heb.

## 4.5 Conclusie

O'Shaughnessy levert met zijn onderzoek zeer sterke aanwijzingen dat (goede) waardebeleggers bekende beursindices zoals de S&P

500 kunnen verslaan. De conclusie van zijn statistische onderzoeken is dat je aandelen het beste kunt selecteren op basis van meerdere waardefactoren zoals koers/winst, koers/boekwaarde, dividend- en/of terugkooptrendement.

Je zou verder verwachten dat selecteren op marges, zoals de winstmarge en het rendement op boekwaarde, statistisch ook goede beleggingsresultaten oplevert. Dat blijkt echter niet uit O'Shaughnessy's resultaten. Waarschijnlijk zit deze verwachte groei al in de beurskoers en denken beleggers dat bedrijven met hoge marges stabiel zijn. Hetzelfde geldt voor aandelenselecties op omzet- of winstgroei tijdens het voorafgaande jaar. Ook dat is niet de beste statistische beleggingsstrategie.

Uit zijn statistieken blijkt verder dat het zeer aan te raden is om bedrijven met bepaalde slechte waardeverhoudingen te vermijden. Het vermijden van slechte aandelen is daarom ook het credo van zeer succesvolle waardebeleggers, zoals Warren Buffett. Deze zijn van de bedrijven die om uiteenlopende redenen meer geld nodig hebben dan ze kunnen financieren of verdienen.

Uit zijn onderzoek blijkt ook hoeveel meer rendement de beste indexstrategieën hebben ten opzichte van bijvoorbeeld de S&P 500. De beste indexstrategieën geven statistisch zo'n 5 à 6% meer rendement dan de S&P 500 bij ongeveer gelijke statistische risico's. We weten uit het onderzoek van Dimson, Marsh en Staunton in hun boek *Triumph of the Optimists*, dat de Amerikaanse aandelenmarkt het vrij goed heeft gedaan vergeleken met verschillende andere aandelenmarkten. Een goede index als de S&P 500 kan dus met geavanceerdere indexstrategieën nog met een flink percentage verslagen worden.

Regelmatig worden er ten slotte onderzoeken gedaan waarvan de resultaten in tegenspraak met het bovenstaande lijken te zijn. Dit geldt des te meer voor de kranten- of internetartikelen waarin dergelijk onderzoek besproken wordt. Realiseer je dan dat je toch echt een dergelijk onderzoek helemaal moet doornemen om de juistheid van de conclusies goed te kunnen beoordelen. En dat je alleen goede conclusies kunt trekken uit statistisch onderzoek dat het rendement van aandelen over een lange periode volgt. Een lange periode is in dit geval echt lang: minimaal 20 jaar, maar veel beter nog 40 jaar.

## Hoofdstuk 5

# Waardebeleggen

Beleggers proberen laag te kopen en hoog te verkopen. Dat is makkelijker gezegd dan gedaan, want wat is hoog en wat is laag? Je kunt natuurlijk proberen de toekomstige koersen te voorspellen. Meestal is dat niet succesvol: veel mensen besteden hier veel tijd aan zonder succes. Hier volgt daar een anekdote over uit het voorwoord van Ken Fisher bij het boek *Common stocks and uncommon profits and other writings* van Philip Fisher.

**Voorspellen van de Dow Jones.** De bekende belegger Philip Fisher was eens met zijn zoon Ken op een conferentie voor beleggers. Op een dergelijke conferentie presenteren bedrijven zich en kunnen beleggers vragen stellen. Om het geheel wat luchtiger te maken had men een wedstrijd georganiseerd. Iedereen mocht aan het begin van de dag voorspellen hoeveel de Dow Jones die dag omhoog of omlaag zou gaan. Alle deelnemers noemden een waarde die in de buurt lag van de gemiddelde dagelijkse variatie van de Dow Jones destijds. Philip Fisher noemde echter een veel hogere waarde. En inderdaad, aan het einde van de dag had de Dow een sprong gemaakt en was hij de winnaar. Tegen zijn zoon zei hij dat hij bewust een hogere waarde had gekozen. Want alleen dan zou het indruk maken als hij inderdaad zou winnen. 's Avonds hield hij een toespraak waarin hij uitlegde waarom hij had verwacht dat de Dow die dag zo veel veranderd was. De andere beleggers waren inderdaad onder de indruk. Hij had de redenen van de verschuiving achteraf bedacht, maar dat wisten zij natuurlijk niet.

De moraal van dit verhaal is dat ook de beste beleggers geen koersen kunnen voorspellen. Helemaal niet? Nou... door het toeval kan het soms wel *lijken* alsof iemand een bepaalde koers een keer cor-

rect heeft “voorspeld”. Elke belegger weet dat diep in zijn hart ook wel, maar toch zijn er tegenwoordig meer mensen dan ooit die de beurs proberen te voorspellen. Denk maar aan al die derivaten op beursindices. Alleen al in Nederland zijn er tienduizenden mensen die regelmatig in dat soort producten handelen.

Sommige mensen noemen het voorspellen van koersen op basis van trends en dergelijke ook wel speculeren. Hè gatver, wat een naar woord! Maar wat zijn nu precies de verschillen tussen beleggen en speculeren:

<b>Beleggers</b>	<b>Speculanten</b>
gaan voor aandelen van bedrijven die het op de lange termijn goed doen.	handelen in aandelen om winst te maken op de korte termijn.
voorspellen de bedrijfswinst op de lange termijn.	voorspellen koersen op de korte termijn.
kijken naar alle informatie over het bedrijf.	volgen het dagelijkse nieuws over het bedrijf, de economie, etc.
beslissen op basis van koers en bedrijfsvooruitzichten.	beslissen op basis van koersverloop, macro-economie en beurs sentiment.

Herken je de speculant? Ik herken hem wel, in mijzelf!

## 5.1 Macro- of micro-economie?

Veel beleggers baseren hun aan- en verkoopbeslissingen op hun indruk van de economische groei en de vooruitzichten daarop. Dat is erg vreemd omdat keer op keer blijkt dat macro-economische voorspellingen niet uitkomen. Verder is het altijd de vraag of de winst per aandeel van afzonderlijke bedrijven door deze macro-economische voorspellingen beïnvloed wordt.

Een paar voorbeelden. De overheid in de VS heeft sinds 2001 natuurlijk te veel geld aan oorlogen uitgegeven, zoveel dat het hun economie heeft verzwakt. Maar een kleine oorlog, zoals de eerste Golfoorlog, is alleen maar goed voor beleggers. De overheid brengt meestal extra geld in omloop om een oorlog te bekostigen, wat dan weer belegd wordt in bedrijven en obligaties. Hierdoor stijgen de koersen. De afgelopen jaren lijkt dit extra geld vooral in obligaties belegd te zijn, maar ook deze trend zal zich ooit weer keren. Het

is nu al zo dat grote aandelen met een stabiele winst een hoger dividendrendement geven dan Amerikaanse en Europese staatsobligaties.

Ook direct na de crisis in 2009 stegen de aandelen flink. De overheden hadden toen weer veel geld in de economie gepompt. De macro-economische vooruitzichten in 2009 waren natuurlijk bijzonder slecht, want economen voorspelden toen al de eurocrisis en ook de yen- en dollarcrisis die nog moeten komen.

Een waardebelegger kijkt dus in de eerste plaats naar de vooruitzichten van afzonderlijke bedrijven. Daarbij kijkt hij in het bijzonder naar de waarde van een bedrijf in het slechtste geval. Hem zegt de beurswaarde niks, waardebeleggers bepalen de waarde van een bedrijf zonder naar de beurswaarde te kijken. In plaats daarvan verdiept hij zich in de fundamentele gegevens van afzonderlijke bedrijven. Die zijn o.a. te vinden in de jaar- en kwartaalverslagen. De eigen waardering vergelijkt hij vervolgens met de beurskoers die de markt hem op dat moment biedt. Is deze koers sterk onder de door hem bepaalde waarde en heeft hij geen betere belegging gevonden dan koopt hij het aandeel. Als de koers sterk boven de waarde ligt dan zou hij zelfs kunnen overwegen om short te gaan, d.w.z. het aandeel te lenen en het vervolgens te verkopen.

Let op, een waardebelegger zoekt naar bedrijven met *grote marges tussen de zelfbepaalde waarde en de marktwaarde* van een bedrijf. Op die manier onderhandelen waardebeleggers met de aandelenmarkt en verkleinen ze het risico op een verlies.

## 5.2 Rekening houden met de statistiek

Het mooie van waardebeleggen is dat men zo vrijwel altijd weddenschappen afsluit met een statistisch gezien gunstige uitkomst zoals beschreven in hoofdstuk 4. Een waardebelegger is dus te vergelijken met een bridge- of pokerspeler die met de kansrekening meespeelt.

Je kunt het eigenlijk nog beter vergelijken met het spel blackjack. Bij dit casinospel speel je tegen de bank. De bank is voorspelbaar omdat de bank verplicht is altijd volgens dezelfde regels te spelen. Als spelers net zo als de bank spelen, dan verliezen ze elke spel gemiddeld een klein percentage van hun inzet. Gelukkig is er voor de spelers een eenvoudige strategie waarbij ze veel minder verliezen. Nu heeft een keer iemand een nog betere strategie ontdekt. Bij deze strategie onthoud je met een puntensysteem de kaarten die al op tafel zijn gelegd. Op basis van deze strategie pas je je inzet aan. Als er

al relatief veel ongunstige kaarten uit het spel zijn, dan zet je laag in en anders zet je hoog in. Deze strategie is lastig te leren maar wel winstgevend.

Nu zijn de casino's niet gek. Vroeger werd er namelijk met twee kaartspellen gespeeld en werden alle kaarten uit die spellen uitgedeeld. Op die manier is de kans op onevenwichtigheden in de laatste spelrondes groot. Dit gaan de casino's tegenwoordig tegen door bijvoorbeeld vier of meer kaartspellen te gebruiken die ze halverwege opnieuw schudden. Ook worden mensen waarvan men denkt dat ze een telstrategie volgen uit het casino gezet.

Waardebeleggingsstrategieën maken gebruik van evolutionair ingebouwde weeffouten in de hersenen van de gemiddelde belegger, zie ook hoofdstuk 1. Als waardebelegger speel je in feite een spel met andere beleggers met een minder goede strategie. In die zin is het te vergelijken met blackjack. Je speelt daar ook tegen een speler, in dit geval tegen de bank, met een suboptimale strategie. Bij blackjack kan het strategievoordeel teniet worden gedaan door de regels aan te passen. Maar bij waardebeleggen is het zo goed als uitgesloten dat iedereen plotseling rationeel gaat beleggen. Integendeel, er komen voortdurend nieuwe irrationele beleggers op de markt die zich niet bewust zijn van hun fouten.

Geen wonder dat beleggingsfondsen die uitsluitend waardebeleggen het veel beter doen dan gemiddeld. Ook zijn veel zeer succesvolle beleggers waardebeleggers, zoals Warren Buffett, Seth Klarman en Martin Whitman.

De meesten van hen houden ten slotte niet alleen rekening met het statistisch te verwachten succes, maar ook met de statistisch te verwachten volatiliteit. Daardoor reageert de marktprijs van hun beleggingen minder op tegenvallers en beter op meevallers dan andere beleggingen. Ze spelen dit klaar o.a. door veel liquide middelen achter de hand houden en steeds op de dips in te stappen. Beleggingen die door koersstijgingen of ongunstige ontwikkelingen overgewaardeerd zijn worden verkocht.

### 5.3 Financiële gegevens onderzoeken

Waardebeleggers onderzoeken de bedrijven waarvan ze denken dat die ondergewaardeerd zijn. Bij het woord "onderzoeken" moet je niet denken aan een detective die in het bedrijf rondsnuuffelt, maar vooral aan boekhoudkundig onderzoek. Daarvoor publiceren de meeste bedrijven jaarverslagen. Soms is alleen het jaarverslag van het afge-



lopen jaar voldoende, maar meestal zijn jaarverslagen van verschillende jaren nodig om de trends in inkomsten en uitgaven goed in beeld te brengen.

Nu zijn er mensen die het niet nodig vinden om een jaarverslag te lezen voor ze in een bedrijf beleggen. Zulke mensen denken bijvoorbeeld dat ze zelf hebben gezien waarmee het bedrijf zich bezighoudt, dat het bedrijf goede producten maakt, en zulke goede service verleent, dat er zulke goede mensen werken, dat de vooruitzichten zo goed zijn, enz. enz.

Die mensen kunnen van een koude kermis thuiskomen. Zij negeren namelijk het financiële plaatje achter het bedrijf. Een nutsbedrijf kan bijvoorbeeld goede service verlenen, maar iemand moet dat wel betalen. Want callcenters kosten nu eenmaal veel geld. Een technologiebedrijf kan een fantastisch nieuw product introduceren, maar als de productiekosten te hoog zijn zal het product niet winstgevend zijn. Een Chinees bedrijf kan produceren voor een grote groeiemarkt, maar als ze zoveel schulden hebben dat alle omzet nodig is om de rente te betalen dan zullen ze het niet redden. Een winkelketen kan heel hard groeien, maar daar zoveel kapitaal voor nodig hebben dat het steeds nieuwe aandelen en leningen uit moet geven.

Om succesvol te zijn als waardebelegger is het dus essentieel om ook de financiële gegevens van potentiële beleggingen te onderzoeken. Hieronder volgt daarom uitleg over de voor waardebeleggers meest relevante financiële gegevens in het jaarverslag. Nu is er zeer veel te vertellen over dit deelonderwerp. Om dit boek kort en bondig te houden staan in dit boek alleen de hoofdzaken. Een goede belegger weet dus veel meer van het interpreteren van jaarverslagen en financiële gegevens dan in dit boek staat.

## 5.4 Het jaarverslag

Waardebeleggers halen hun informatie uit verschillende bronnen, maar de meeste informatie staat toch in het jaarverslag. Helaas, of misschien wel gelukkig, vindt niet elke belegger jaarverslagen lezen even leuk. Wat is er eigenlijk leuk aan het lezen van jaarverslagen?

- Je leert veel over uiteenlopende bedrijven en producten. Je kijkt als het ware achter de schermen van het bedrijf. Je ziet daarbij alles in het perspectief van "hoe maak je van een dubbeltje een kwartje".
- Je bent detective. Je spoort goede en slechte investeringen

van het bedrijf op. Je vergelijkt wat er in dit soort officiële documenten staat met wat het management informeel zegt of schrijft. Je vergelijkt officiële documenten ook met elkaar. Als ze niet consistent zijn is het aandeel waarschijnlijk geen goede belegging.

- Bedrijven met goede resultaten zijn vaak vooruit op gebied van trends, organisatie en techniek. Door jaarverslagen te lezen blijf je hiervan op de hoogte.
- Af en toe wordt bedrijfsnieuws echt nieuws. Dan ben je als lezer van jaar- en kwartaalverslagen veel eerder en beter op de hoogte.
- Je hoeft vaak niet het hele jaarverslag te lezen. Bij beleggen is het vooral de kunst om minder goede beleggingen er snel uit te filteren. Hierbij baart oefening kunst. Iemand die dit veel doet wordt er vanzelf bedreven in.

Beleggers moeten dus snel in een jaarverslag gegevens kunnen opzoeken. Daarom zijn de jaarverslagen van de meeste bedrijven volgens een vast stramien ingedeeld. In het jaarverslag staat ten eerste veel boekhoudkundige informatie over het bedrijf. Een ander deel van het jaarverslag bestaat uit de visie van het management op het bedrijf. Verder staat er in het jaarverslag nog informatie die in geen van beide categorieën is in te delen. De laatste categorie beslaat informatie die bedrijven verplicht moeten publiceren van de overheid. Dit is bijvoorbeeld een lijst met risico's die aandeelhouders lopen, en de definitie van boekhoudkundige begrippen. Hieronder worden de drie categorieën in meer detail beschreven.

### 5.4.1 Visie van het management

Een jaarverslag begint vaak met een brief van de CEO, de directievoorzitter, aan de aandeelhouders. Bij in de VS genoteerde bedrijven is deze brief doorgaans niet te downloaden via de Edgar website van de SEC. Op de site van het bedrijf zelf is er meestal wel een jaarverslag met een dergelijke brief te downloaden.

In de brief staat in informele taal de visie van het management op het afgelopen en de komende jaren. Veel van deze visie staat in formelere taal ook in het jaarverslag zelf.

**Tegenstrijdigheden.** De inhoud van een dergelijke brief kan extra interessant zijn om twee redenen:

- de brief kan strijdig zijn met de rest van het jaarverslag,
- de brief kan strijdig zijn met eerdere jaar- en/of kwartaalverslagen.

De brief of het jaarverslag kan ook tegenstrijdig zijn met eerdere presentaties op beleggersconferenties of met de inhoud van persberichten. De brief of het jaarverslag kan verder tegenstrijdig zijn met wat er eerder gezegd is tijdens een conference call, oftewel tijdens een openbare telefonische bespreking van de kwartaalresultaten. Eerdere kwartaal- en/of jaarverslagen kunnen natuurlijk ook tegenstrijdig zijn met elkaar. Als je zo'n tegenstrijdigheid vindt, dan is dat een groot waarschuwingssignaal om niet in het bedrijf te beleggen.

**Voorspellingen.** Bedrijven geven vaak van tevoren een schatting van hun winst en omzet voor het lopende jaar en de komende kwartalen afzonderlijk. Dit doen ze niet in het jaarverslag maar in een persbericht. Dit kan een apart persbericht zijn of het persbericht waarin de kwartaalresultaten samengevat worden. Maak jezelf geen illusies over de nauwkeurigheid van dit soort voorspellingen. Bedrijven zitten zo complex in elkaar dat het voor het management moeilijk is om nauwkeurige schattingen te maken. Het is dus de regel dat bedrijven een andere winst rapporteren dan ze voorspeld hadden. Pas op voor de bedrijven die vrij stipt volgens hun eigen voorspelling rapporteren. Vooral bij bedrijven die meerdere keren achter elkaar hun voorspelling precies waarmaken is de kans op fraude groter.

### 5.4.2 Verplichte niet-boekhoudkundige informatie

**Lijst met risico's.** In de VS beursgenoteerde bedrijven nemen een lijst met de belangrijkste risico's die het bedrijf loopt in hun jaarverslag op. Neem deze lijst door en denk over elk risico goed na. De risico's die er ten opzichte van het vorige jaar bij zijn gekomen, moeten nogal eens als waarschuwingssignalen opgevat worden.

**Boekhoudkundige begrippen.** In het jaarverslag staat vermeld hoe een bedrijf omzet registreert, wat precies onder liquide middelen valt, hoe het bedrijf afschrijft, of R&D kosten meteen ten laste van de winst worden gebracht, hoe en hoeveel het bedrijf belasting betaalt, etc. Deze lijst kan aanwijzingen opleveren dat het bedrijf er een niet al te conservatieve boekhouding op na houdt.

**Eigendomsverhoudingen.** In het jaarverslag staat soms informatie over de grote aandeelhouders in het bedrijf. Het nut van deze lijst

is dat je je bij elke genoemde aandeelhouder kunt afvragen welke toekomstscenario's het meest met zijn belangen stroken. En welke mogelijkheden deze aandeelhouders hebben om het bedrijf een kant op te sturen die niet in het belang van de andere aandeelhouders is. Soms heeft zo'n aandeelhouder namelijk plannen die ongunstig zijn voor de overige aandeelhouders.

Verder staat er nog informatie over het aantal aandelen dat de verschillende managers bezitten. Controleer of er ten opzichte van vorig jaar verschillen zijn en probeer uit te zoeken hoe die verschillen ontstaan zijn. Als een manager aandelen heeft gekocht, dan is dat een goed teken. Verkopende managers zijn een minder slecht teken dan kopende managers een goed teken zijn. Managers kunnen namelijk ook gewoon geld nodig hebben wat ze door te verkopen kunnen krijgen. Heel grote verkopen of meerdere verkopende bestuursleden vormen wel een slecht teken.

**Transacties met verbonden partijen.** In het jaarverslag staat ook altijd een paragraaf over transacties met verbonden partijen. Zo verhuurt een grootaandeelhouder regelmatig kantoorruimte, of heeft de directeur geld van het bedrijf geleend. Deze transacties hebben niet altijd een strikt zakelijk karakter. Vaak zijn de rentepercentages van een dergelijke lening niet marktconform of is de huur te hoog.

Soms is het moederbedrijf tegelijk een grote debiteur. Als het in zo'n geval slecht gaat met het moederbedrijf is de vordering meestal minder waard dan de boekwaarde ervan op de balans.

**Juridische procedures.** In een jaarverslag hoort een lijst met procedures voor zover die een significante invloed kunnen hebben op de toekomstige resultaten. Soms onderschat de markt de risico's van bepaalde procedures en is een aandeel dus overgewaardeerd. Een andere keer is een bedrijf ondergewaardeerd omdat de markt denkt dat het bedrijf procedures gaat verliezen terwijl het in werkelijkheid wel mee valt. Een enkele keer hebben anderen in bladen, kranten of op het internet al over dit soort belangrijke procedures geschreven. Soms zijn er processtukken via het internet te downloaden. In alle gevallen is het belangrijk om zelf een oordeel te vormen omtrent de gevolgen van gunstige en ongunstige uitkomsten van gerechtelijke procedures. Procedures geven soms arbitragemogelijkheden, die beleggers om kunnen zetten in rendement.

### 5.4.3 Boekhoudkundige informatie

In een jaarverslag van een bedrijf draait het om de bedrijfsmiddelen, het eigen vermogen en de verplichtingen (schulden) van een bedrijf. De laatste twee samen zijn gelijk aan de bedrijfsmiddelen:

$$BM = EV + V \quad (5.1)$$

Een jaarverslag bevat altijd een overzicht waarin de waarde van het bedrijf aan de hand van deze drie categorieën wordt weergegeven. Dit overzicht heet de *balans*.

Hier volgt een beschrijving van de belangrijkste posten in elk van deze drie categorieën gevolgd door een beschrijving van de inkomensoverzichten in het jaarverslag. Het is een globaal overzicht, bedoeld om de rest van dit boek beter te begrijpen. Bij sommige posten staan opmerkingen. Afhankelijk van het rapportagesysteem waaronder het bedrijf rapporteert kunnen die details anders zijn dan hier weergegeven. Al naar gelang het gehanteerde rapportagesysteem kunnen sommige posten verder ontbreken of een andere naam hebben.

### 5.4.4 Bezittingen

Laten we beginnen met de categorie *activa* oftewel *bezittingen* of *bedrijfsmiddelen*. Deze valt uiteen in een aantal verschillende posten waarvan de volgende de belangrijkste zijn:

- **Liquide middelen.** Dit is bijvoorbeeld geld op een rekening courant.
- **Voorraden.** Een bedrijf heeft vaak een voorraad grondstoffen, onderdelen en onverkochte producten. De waarde van de voorraad is meestal gelijk aan het minimum van de kostprijs en de marktwaarde. Vaak staat er in het jaarverslag apart hoeveel de voorraad onderdelen en grondstoffen is en hoeveel de voorraad onverkochte producten is.
- **Vorderingen** oftewel **Debiteuren.** Dit zijn voornamelijk de vorderingen op afnemers.
- **Vooruitbetalingen** aan leveranciers. Sommige bedrijven moeten alles vooruitbetalen voordat een leverancier levert. Het totaal aan vooruitbetalingen staat op deze post.

- **Machines en installaties.** De waarde van machines en installaties volgens de oorspronkelijke koopprijs minus het totaal van de afschrijvingen erop.
- **Goodwill.** Als een bedrijf een ander bedrijf overneemt voor meer dan de boekwaarde dan staat het verschil op deze post. In principe wordt er niet op de Goodwill afgeschreven, tenzij achteraf duidelijk wordt dat men een veel te hoge prijs heeft betaald. Er zijn bedrijven die weinig overnemen, maar wel een grote organische groei vertonen. Dat soort bedrijven, met weinig goodwill op de balans, hebben een streepje voor bij waardebeggens.
- **Immateriële vaste activa.** Het totaal van de Goodwill en niet-tastbare bezittingen als aangekochte auteursrechten, patenten, etc., tegen inkoopprijs. Een belangrijk verschil tussen Goodwill en andere immateriële activa is dat er op de andere immateriële activa wel wordt afgeschreven.
- **Uitgestelde kosten.** Een enkele keer brengt een bedrijf kosten niet in één keer ten laste van de winst, maar smeert ze uit over een langere periode. Dit zijn bijvoorbeeld de gemaakte kosten voor het afsluiten van een langjarig verkoopcontract. Deze post geeft het totaal weer van de nog niet ten laste van de winst gebrachte kosten. De kosten worden dus ten laste van de winst gebracht door op deze post af te schrijven. Deze post wordt regelmatig gebruikt om de winst te manipuleren.
- **Terug te ontvangen belasting.** Bedrijven kunnen o.a. betaalde BTW terug krijgen van de fiscus. Vaak wordt er op basis van schattingen belasting vooruit betaald.
- **Vorderingen op verbonden partijen.** Soms leent of levert het bedrijf aan de directeur of aan bedrijven waarin het bedrijf een minderheidsbelang heeft of aan bedrijven die een minderheidsbelang in het bedrijf hebben. Dit type post hoort apart in het jaarverslag vermeld te worden.

### 5.4.5 Verplichtingen

De belangrijkste posten in de categorie *verplichtingen* staan hieronder. De schulden worden ook wel gerangschikt onder de post *Vreemd vermogen*.

- **Kortlopende schulden.** Schulden die binnen een jaar voldaan moeten worden.
- **Langlopende schulden.** Schulden die na meer dan jaar voldaan moeten worden. Meestal staat er in het jaarverslag een overzicht met daarin hoeveel er wanneer afbetaald moet worden.
- **Schulden aan leveranciers.** Dit zijn de nog niet betaalde rekeningen van leveranciers.
- **Te betalen belasting.** Nog niet betaalde maar wel verschuldigde belasting.
- **Schulden aan verbonden partijen.** Stel dat een bedrijf nergens geld kan lenen en een nieuwe emissie is ook geen optie. Als het bedrijf veel wil investeren dan leent een grootaandeelhouder heel soms aan het bedrijf. Als deze post er is, dan is dat een goed teken.
- **Voorzieningen.** Bedrijven reserveren vaak van tevoren geld voor bijvoorbeeld een reorganisatie of een betaling na een juridische procedure. Dit is volgens de boekhoudregels toegestaan zodra het min of meer zeker is dat men het gereserveerde bedrag kwijt is. Voorzieningen voor reorganisaties worden vaak gebruikt om de winst te manipuleren.
- **Uitgestelde omzet.** Dit is omzet waarvoor nog niet alles is geleverd, of waarvan de prijs nog niet precies vaststaat of waarvoor het onzeker is dat de klant de dienst of het product betaalt. Denk o.a. aan voorzieningen voor teruggestuurde producten of aan diensten met een langdurig contract. Bij verzekeringsmaatschappijen is er een soortgelijke post: “nog niet verdiende premies”. In dat geval is er al betaald, maar kunnen er nog claims binnenkomen. Bedrijven gebruiken deze post soms om hun winst te manipuleren.

#### 5.4.6 Eigen vermogen

Ten slotte de belangrijkste posten in de categorie *eigen vermogen*:

- **Aandelenkapitaal.** Bij deze post staat het totaal aantal aandelen en de waarde waarvoor ze in de boeken staan. Soms is er een type aandelen met meer stemrecht of een hoger dividend

dan een gewoon aandeel. Ga in dat geval na wat het verschil precies is en wie deze aandelen bezit.

- **Reserves.** Kapitaal dat de aandeelhouders extra hebben gestort, boven de nominale waarde van hun aandelen.
- **Ingehouden resultaten.** Het totaal van de niet-uitbetaalde winst. Of het totaal opgelopen verlies, als dit bedrag negatief is.
- **Minderheidsbelangen.** Belang dat derden (naast de gewone aandeelhouders) hebben in de dochterondernemingen. Het gaat hier alleen om dochterondernemingen waarbij het bedrijf de meerderheid van stemmen heeft in de aandeelhoudersvergaderingen.

Let bij de categorie *eigen vermogen* op het aantal aandelen. Controleer in verschillende jaarverslagen of het aantal aandelen niet te veel toeneemt, wat statistisch ongunstig is. Het percentage waarmee het aantal aandelen toeneemt kun je zien als een negatief rendement.

### 5.4.7 Inkomsten en uitgaven

Behalve de balans, het overzicht van de bezittingen en de verplichtingen geeft het jaarverslag ook een overzicht van de inkomsten van een bedrijf. Om precies te zijn worden er twee overzichten van het inkomen gegeven. Het eerste overzicht is een overzicht van het boekhoudkundige inkomen, met alle inkomsten, uitgaven, voorzieningen en afschrijvingen op de investeringen. Dit overzicht wordt ook wel de winst- en verliesrekening genoemd. Het tweede overzicht is een overzicht van alle inkomende en uitgaande kasstromen. Deze bevatten naast de kasstromen van inkomsten en de uitgaven ook kasstromen met betrekking tot afbetaalde en aangegane leningen, en (des)investeringen. Hierover meer in de volgende paragraaf.

In de winst- en verliesrekening wordt er meestal onderscheid gemaakt tussen beëindigde activiteiten en bedrijfsactiviteiten die doorlopen. De doorlopende en beëindigde activiteiten bestaan ieder uit vier delen:

1. Inkomsten en uitgaven van het operationele deel van de onderneming. Hieruit wordt het bedrijfsresultaat berekend.



2. Het bedrijfsresultaat wordt gecorrigeerd met de financieringsbaten en -lasten en eventuele bijzondere verliezen of winsten. De uitkomst daarvan is het *resultaat voor belastingen*.
3. Het *resultaat voor belastingen* wordt gecorrigeerd voor de te betalen belastingen. De uitkomst daarvan is het *nettoresultaat*.
4. Het *nettoresultaat* wordt verdeeld over de verschillende groepen aandeelhouders. Voor elk type aandeel wordt de winst per aandeel en het dividend berekend. Preferente aandelen hebben bijvoorbeeld voorrang boven gewone aandeelhouders.

Het eerste deel van de winst- en verliesrekening bestaat uit verschillende posten die de opbrengsten en de kosten weergeven. Hieronder staan de belangrijkste posten:

- **Verkopen.** Totaalopbrengst van alle verkochte producten en diensten.
- **Kosten van de verkoop.** Kosten van grondstoffen en onderdelen voor de fabricage van producten of de levering van verkochte diensten.
- **Personeelskosten.**
- **Research.** Kosten van research worden normaal gesproken meteen op de winst in rekening gebracht.
- **Verkoop- en administratiekosten.** Hierin zitten ook de kosten van het management.
- **Afschrijvingen.** Boekhoudkundige waardevermindering van de niet-liquide bezittingen van het bedrijf.
- **Financieringslasten.** Betaalde en te betalen rente over de verslagperiode.
- **Financieringsbaten.** Ontvangen en te ontvangen rente over de verslagperiode.
- **Resultaat uit deelnemingen.** Als de onderneming een klein minderheidsbelang in een ander bedrijf heeft (kleiner dan 20%), dan telt hier het ontvangen dividend mee. Is het belang groter dan 20% maar kleiner dan 50% dan telt de gemaakte winst hier mee naar rato van het percentage minderheidsbelang. Winsten uit deelnemingen met een belang van boven de 50% worden

niet onder deze post geboekt. De gegevens van deze meerderheidsbelangen worden in de operationele inkomsten en uitgaven verwerkt.

- **Winst en winst per aandeel.** Hierbij wordt ook de winst per *verdund* aandeel vermeld. Voor dit cijfer wordt het aantal aandelen gecorrigeerd met het aantal personeelsopties dat in the money is.

In het jaarverslag wordt het aantal aandelen nog gecorrigeerd met het aantal personeelsopties e.d. Dit geeft het zogenaamde aantal *diluted shares*. Op basis van dit grotere aantal aandelen kun je een nieuwe winst per aandeel berekenen. Bij een goede belegging blijft er niet veel geld aan de strijkstok hangen. Dat betekent dat bij een goede belegging deze nieuwe winst per aandeel vrijwel net zo groot is als de gewone winst per aandeel.

### 5.4.8 Kasstromen

Naast het inkomstenoverzicht staat er in het jaarverslag ook een overzicht van de geldstromen in het bedrijf. Dit overzicht wordt het kasstroomoverzicht genoemd. De Engelse uitdrukking is *cash flow*. Hieruit zijn makkelijk de operationele winst plus de afschrijvingen te halen, de investeringen en de financieringen of terugbetalingen van leningen.

Bij bedrijven met een veel lagere kasstroom dan de gerapporteerde winst is de kans groter dat de winst in werkelijkheid kleiner is. In het kasstroomoverzicht is verder te zien of er nettogeld in een bedrijf is gegaan of dat het bedrijf nettogeld opgeleverd heeft. Bedrijven waar veel geld bij moet doen het meestal minder goed op de beurs. Ook is het goed om met het kasstroomoverzicht te controleren of grote investeringen of research uitgaven gevolgd worden door extra winst in de jaren erna.

**Vrije kasstroom.** Het begrip kasstroom heeft twee varianten, wat soms voor verwarring kan zorgen. Naast de operationele kasstroom bestaat ook het begrip vrije kasstroom. De vrije kasstroom is ruwweg de operationele kasstroom minus de netto investeringen. In dit boek bedoel ik met het begrip “kasstroom” de operationele kasstroom tenzij ik het expliciet over de vrije kasstroom heb. Elders bedoelt men met “kasstroom” vaak de vrije kasstroom. Let dus goed op waar men het precies over heeft.

De vrije kasstroom is misschien niet zo’n goede grondslag voor

het bepalen van de waarde van een bedrijf. Veel bedrijven investeren immers om in de toekomst de winst te verhogen. Daardoor kun je niet zeggen dat bedrijven met een lage of negatieve vrije kasstroom slechtere beleggingen zijn dan bedrijven met een hoge positieve vrije kasstroom. Zie ook paragraaf 4.3.8.

### 5.4.9 Goedkeuring accountant

Accountants in de VS, en veelal ook daarbuiten, kunnen eens per jaar twee soorten goedkeuringen geven. De eerste goedkeuring betreft de balans en de inkomstenrekening. Als deze goedkeuring niet wordt afgegeven dan zijn de poppen aan het dansen. Er gaan koppen rollen in het management: de financieel directeur moet meestal opstappen. De handel in het aandeel wordt vaak tijdelijk stopgezet. Als het bedrijf zich van deze interne crisis herstelt, volgt doorgaans een herziening van eerdere jaarverslagen. Verder gaan aandeelhouders in zo'n geval meestal procederen tegen het bedrijf en het zittende en voormalige management.

De tweede goedkeuring betreft de *interne controle*. Voor deze goedkeuring controleert de accountant of de financiële administratie volgens de regels wordt bijgehouden. Zo ziet de accountant erop toe dat bepaalde functies op de financiële afdeling niet door dezelfde persoon worden uitgevoerd, dat periodes aan het einde ervan in het computersysteem worden afgesloten, dat de financieel directeur voor grote uitgaven tekent, enz. Dit soort regels en procedures maken het fraudeurs moeilijker.

**Niet altijd volledige goedkeuring.** De accountant heeft de mogelijkheid om goed te keuren met een kanttekening. Denk goed na of je dan nog in zo'n bedrijf wilt beleggen. Vaak is de accountant in zijn goedkeuringsbrief vaag over wat er dan precies is. Het is dan zaak om zelf bij het bedrijf navraag te doen. In de VS zijn bedrijven met een waarde van minder dan 75 miljoen vrijgesteld van de goedkeuring van de interne controle. Een goede vraag aan het management is dan waarom het bedrijf zo'n goedkeuring niet heeft aangevraagd en welke andere waarborgen er dan zijn tegen fraude. Een enkele keer blijkt uit de afkeuringsbrief van de accountant dat het management onbetrouwbaar is. Beleg nooit in bedrijven waarbij de interne controle afgekeurd is vanwege onbetrouwbaar management.

**Koss.** Eind 2009 werd een kleine producent van o.a. koptelefoons opgeschrikt door een grote fraude. De hoogste medewerker onder de financieel directeur (CFO) had van 2004 tot en met 2009 voor

34 miljoen dollar gestolen. Het geld had ze uitgegeven aan kleding, juwelen en andere dure dingen. Dit was mogelijk met hulp van een andere medewerker en een zeer laks toezicht door de CFO. De CFO was namelijk tegelijk de CEO en hield zich meer met zaken doen bezig in plaats van met de administratie. Zo werden grote uitgaven niet door hem getekend en verzuimde hij maandelijks te controleren welke uitgaven er gedaan waren. Er was verder een sterk verouderd en slecht beveiligd boekhoudpakket. Op de administratie werkten ten slotte zo weinig mensen dat functies niet goed gescheiden konden worden. De mensen op de administratie hadden een lange staat van dienst wat de directeur te goed van vertrouwen maakte.

Het bedrijf had de accountant natuurlijk niet om een goedkeuring van de interne controle gevraagd. Had de directeur deze goedkeuring wel gevraagd dan was de fraude veel eerder ontdekt. Het bedrijf heeft nu een aparte CFO die ongetwijfeld de nodige wijzigingen op de financiële afdeling heeft doorgevoerd.

**Heeft het bedrijf al lang dezelfde accountant?** Bedrijven die al lang door dezelfde accountant worden beoordeeld, hebben een groter frauderisico. Veel fraudes komen uit nadat zo'n bedrijf van accountant wisselt. Daarom hebben sommige landen aan bedrijven de verplichting opgelegd om bijvoorbeeld iedere acht jaar van accountant te wisselen.

## 5.5 Simpele waardebepalingen

Met de cijfers in het jaarverslag is het mogelijk om bekende verhoudingen te berekenen zoals koers/winst, koers/boekwaarde, koers/omzet. Op basis van dit soort verhoudingen lijkt het ene bedrijf soms goedkoper dan het andere bedrijf. Toch geven deze cijfers maar een deel van de waarde van het bedrijf weer.

Op dit moment liggen de koers/winstverhoudingen van de meeste bedrijven tussen de 10 en de 20. Je zou kunnen denken dat een bedrijf met een hoge verhouding koers/winst minder waarde vertegenwoordigt dan een bedrijf met een lage verhouding. Statistisch gaat dit inderdaad op, maar er zijn veel uitzonderingen op deze regel.

### 5.5.1 Schulden als hefboom

Bedrijven met veel schulden vormen vaak een uitzondering op de regel dat bedrijven met een lage koers/winstverhouding "goedkoop" zijn. Stel bijvoorbeeld dat zo'n bedrijf eerst een hoge koers/winstver-

houding had. Vervolgens leende het bedrijf geld en kocht daarvan aandelen terug. Hierdoor steeg de winst per aandeel. Als de koers dan niet omhoog gaat daalt vanzelf de koers/winstverhouding. Als beleggers deze manipulatie doorhebben gaat de koers hierdoor inderdaad niet omhoog. Het maakt immers niks uit aan wie het bedrijf geld is verschuldigd: aan de aandeelhouders of aan banken of obligatiehouders.

Door deze manipulatie neemt wel het risico op toekomstige tegenvallers bij de onderneming toe. Het bedrijf moet in de nieuwe situatie namelijk ieder jaar rente betalen, wat ten koste van de winst gaat. Verder zal het bedrijf de lening ooit weer moeten terugbetalen of moeten herfinancieren. Daarom is dit op de lange termijn vaak geen goede manier om waarde in een onderneming te creëren. Vanwege deze extra risico's hebben bedrijven met veel schulden meestal ook een lagere verhouding koers/boekwaarde. In sommige gevallen kan het inkopen van eigen aandelen echter wel waarde toevoegen, zie bladzijde 126.

Voor het effect van leningen op de winst per aandeel kan deels gecorrigeerd worden door te werken met de totale waarde van het bedrijf in plaats van met de marktwaarde. Zie ook bladzijde 55.

**Andere verplichtingen.** Soms heeft een onderneming geen schulden, maar andere equivalente verplichtingen. Bij dit soort verplichtingen kun je o.a. denken aan pacht en huur.

Stel je hebt kunt kiezen uit twee agrarische bedrijven om in te beleggen. De bedrijven zijn volledig identiek op één punt na. Het eerste boerenbedrijf pacht 100 hectare akkerland. Het tweede bedrijf heeft het land gekocht en volledig gefinancierd met een langlopende hypotheek. De rente van de hypotheek is iets hoger dan de pacht. De pacht zal echter jaarlijks verhoogd worden en daardoor is de hypotheekrente toch ongeveer gelijkwaardig aan de pachtbetalingen.

Het boerenbedrijf dat het land zelf in bezit heeft loopt met meer schulden meer risico, maar heeft ook een belangrijk concurrentievoordeel. Hun reële hypotheekrente wordt langzaam kleiner door de inflatie, waardoor hun marges in de loop der jaren zullen toenemen. Als de pacht wel met de inflatie stijgt, dan blijven de marges van het pachtende bedrijf ieder jaar gelijk. Het bedrijf dat de grond in eigendom heeft, kan makkelijker in de grond investeren, bijvoorbeeld door irrigatievoorzieningen aan te leggen, of er stallen op te bouwen.

**Vuistregel voor de rentelasten.** Bedrijven die veel goedkoop kunnen lenen, kunnen zich een grotere schuldenhefboom permitteren. Deze bedrijven zijn daardoor vaak meer waard. Wat bepaalt dan de maximale grootte van de leningen en de prijs waartegen een bedrijf kan lenen?

Ten eerste is dat de schuldenlast die het bedrijf al heeft. Hoe meer schulden, en hoe meer rente een bedrijf moet betalen ten opzichte van de winst, hoe minder een bedrijf dus bij kan lenen. De grondleggers van het waardebeleggen, Graham en Dodd, schrijven in hun boek *Security Analysis* niet alleen over beleggen in aandelen maar ook over beleggen in obligaties. Zij komen in hun boek met een goede maatstaf voor de veiligheid van een obligatie. Ten eerste is de kans dat een bedrijf zijn obligatieverplichtingen nakomt groter naarmate de brutowinst voor belastingen groter is. Hierbij vergelijken ze steeds de brutowinst voor belastingen met de totale rentelasten plus de andere vaste lasten. Ten tweede maken zij onderscheid tussen bedrijven met stabiele en bedrijven met fluctuerende winsten en omzetten. Voor leningen aan bedrijven met stabiele winsten is de winst bij voorkeur minimaal twee keer de rente en de vaste lasten samen. Bij bedrijven met fluctuerende winsten houden zij een grotere veiligheidsmarge aan door uit te gaan van een factor van minimaal 4. Zo komen we op de tweede belangrijke factor voor het leenvermogen: hoe constanter en zekerder de inkomsten, hoe meer een bedrijf kan lenen.

Niet alleen obligatiebeleggers maar ook beleggers in aandelen kunnen deze vuistregel gebruiken voor het beoordelen van bedrijven met veel schulden. Zo zijn op dit moment veel rederijen laag gewaardeerd ten opzichte van hun boekwaarde. Deze bedrijven hebben meestal veel schulden en een behoorlijk fluctuerende winst. Men verwacht dat door tegenvallende winsten een aantal rederijen failliet zal gaan. Om de veiligste aandelen van rederijen te selecteren, zou je dus als eis kunnen stellen dat de winst minimaal  $4 \times$  de rentelasten is. Als een rederij alleen langlopende contracten heeft met zeer betrouwbare klanten, dan zou je genoeg kunnen nemen met een kleinere factor.

Sommige bedrijven gaan schulden aan, waarbij de rente variabel is. Zeker bij een stijgende rente vormt dit type leningen een extra risico. Sommige bedrijven zullen dan ontdekken dat hun investeringen minder opbrengen dan de rente die ze moeten betalen.

**Onderpand.** Om te kunnen lenen moet een bedrijf vaak bezittingen in onderpand geven. De kwaliteit van dit onderpand is de derde

factor die het leenvermogen bepaalt. De schuldeisers kunnen dit onderpand verkopen als het bedrijf niet aan zijn verplichtingen voldoet. Dit is echter in de praktijk een bot zwaard. Meestal levert de verkoop van dit soort bezittingen niet genoeg op, of vallen de bezittingen niet goed te verkopen zonder medewerking van het bedrijf. Leningen met slecht verkoopbaar onderpand kunnen het overigens wel moeilijker maken om het bedrijf in zijn geheel over te nemen.

Soms is het onderpand juist erg makkelijk te gelde te maken. Deze uitzondering betreft liquide, in delen verkoopbaar onderpand waar het bedrijf ook nog eens sterk afhankelijk van is. Graham en Dodd gaven in 1934 in *Security Analysis* het voorbeeld van een spoortransportbedrijf dat zijn wagons in onderpand had gegeven. Dit bedrijf kwam in moeilijkheden en betaalde geen rente en aflossing meer. Het bedrijf maakte daarbij een uitzondering: de rente en de aflossing op de leningen met de wagons als onderpand werden nog wel betaald.

Tegenwoordig zien we dit verschijnsel bij autoverhuurbedrijven. Autoverhuurbedrijven als Hertz en Avis financieren hun wagenpark voor een groot deel met geleend geld. Het wagenpark dient daarbij als onderpand. De autoverhuurbedrijven kunnen vanwege deze financieringswijsheden dus iets meer en iets goedkoper lenen.

**Vuistregel voor de hoeveelheid schulden.** Welke verplichting op de balans echt een schuld is en welke niet is voor veel beleggers niet altijd even duidelijk. Strikt genomen wordt een schuld pas zo genoemd als er rente over betaald moet worden. Dat neemt niet weg dat een bedrijf behoorlijk in de problemen kan komen als leveranciers niet meer leveren omdat ze niet betaald worden. Daarom is het beter om te kijken naar de verhouding tussen het totaal van de bezittingen en het eigen vermogen. In het boek *The art of value investing* van Heins en Tilson raadt Whitney George aan om alleen te beleggen in bedrijven waar deze verhouding onder de 2 ligt. Zij hebben deze vuistregel waarschijnlijk ontleend aan Benjamin Graham, die ermee kwam in een interview in 1976.

**Grote toekomstige verplichtingen.** In het jaarverslag van de eerder genoemde rederijen staat verder of er nieuwe schepen besteld zijn, hoeveel die kosten, of die al gefinancierd en verhuurd zijn en wanneer die geleverd worden. Deze mogelijke toekomstige schulden en inkomsten moeten natuurlijk in de beoordeling meegenomen worden. Hoe groter de toekomstige verplichtingen hoe kleiner het leenvermogen. De overige verplichtingen staan niet op de balans

maar zijn te vinden in de tekst van het jaarverslag.

### 5.5.2 Winst is veranderlijk

Hierboven hebben we al gezien dat verhoudingen als koers/winst en koers/boekwaarde mede afhangen van de hoeveelheid schulden van een bedrijf. De tweede factor die van invloed is op simpele verhoudingen als koers/winst en koers/boekwaarde ligt in het feit dat deze veranderen in de tijd. Zo reageren de aandelenmarkten sterk op meen tegenvallende winstcijfers, ook als dat alleen maar kwartaalcijfers zijn. Soms valt te verwachten dat de winst gaat afnemen, waardoor deze verhoudingen dalen. Vaker rekenen beleggers op groei, wat hogere waardes rechtvaardigt. Om het groeitempo goed te beoordelen is het aan te bevelen om cijfers als winst, omzet en boekwaarde uit de jaarverslagen jaar voor jaar achter elkaar te zetten. Hierover later meer.

Een simpel model om te bepalen of een bedrijf goedkoop is voor de te verwachten groei, is de zogenaamde PEG ratio. Dit is een Engelse afkorting voor *price to earnings to growth*. De verhouding reken je uit door eerst de koers/winstverhouding te berekenen en het resultaat te delen door het te verwachten gemiddelde percentage jaarlijkse groei van de winst per aandeel de komende vijf jaar. Hoe lager de PEG ratio hoe beter, en vice versa.

Een bedrijf waarvan de winst per aandeel met 10% per jaar groeit, heeft dus een PEG ratio van 1 als de koers/winstverhouding gelijk aan 10 is.

Het nadeel van deze waarderingsmethode is dat voorspellingen over de groei van bedrijven zelden nauwkeurig zijn. Bovendien betalen beleggers vrijwel altijd te veel voor verwachte groei. Je loopt zo dus de kans om aandelen te duur te kopen.

Bij groei-bedrijven keken beleggers vooral in de dot-comtijd ook wel naar omzetgroei in plaats van winstgroei. Vaak wordt er ook geschermd met schattingen met betrekking tot de waarde per bezoeker, abonnee, televisiekijker, enz. Deze waarderingsmethoden zijn te optimistisch voor waardebeleggers. Een waardebelegger kan waarderingsmethoden die niet op de winst en/of boek- of liquidatiewaarde zijn gebaseerd het beste negeren. Zie ook het voorbeeld over CEL-SCI op bladzijde 1.3.13.

**Waardering op basis van kasstromen.** Een conservatievere waarderingsmethode is een waardering op basis van de kasstroom. De verhouding tussen de bedrijfswaarde (marktwaarde minus liquiditei-



ten plus leningen) en de kasstroom geeft ruwweg aan in hoeveel jaar het bedrijf zichzelf helemaal, inclusief de schulden, kan afbetalen. Hoe lager deze verhouding, des te interessanter het bedrijf is om in zijn geheel over te nemen.

### 5.5.3 Speciale bezittingen

Soms maakt een bedrijf niet veel winst, maar heeft het een waarde op basis van bepaalde bezittingen. Als deze bezittingen in de loop van de tijd door de autonome groei zijn opgebouwd, dan zijn ze vaak meer waard dan hun boekwaarde. Het kan ook zijn dat een bedrijf bezittingen heeft gekocht door een ander bedrijf over te nemen. In dat geval is de waarde van de bezittingen vaak wel als Goodwill in de boekwaarde verwerkt. Hieronder twee voorbeelden.

**Getty Images.** Getty Images heeft een database met daarin miljarden foto's. Deze foto's kunnen kranten, tijdschriften en websites tegen betaling plaatsen. In 2008 vormden de gedrukte media de grootste afnemers van Getty Images. Maar omdat de gedrukte media steeds lagere oplages en steeds minder abonnees hebben stonden die inkomsten onder druk. In 2007 en 2008 had Getty Images daarom last van steeds maar dalende omzetten en winsten. Omdat Getty Images zeer weinig concurrenten heeft, hadden de foto's en het netwerk van freelance fotografen toch een waarde. Deze werd betaald toen Getty Images in 2008 van de beurs werd gehaald. Nu, juli 2012, probeert de belegger die het bedrijf in 2008 kocht, het weer te verkopen met een totale winst van ruim 70%. De jaarwinst van Getty Images is intussen nauwelijks gestegen, maar lijkt door een verschuiving van de omzet naar meer online foto's wel stabiel te zijn geworden.

**TomTom.** TomTom maakt navigatiesystemen en bezit daarvoor elektronische kaartinformatie van ongeveer 200 landen. TomTom heeft deze informatie gekocht door een ander bedrijf over te nemen en heeft er toen waarschijnlijk te veel voor betaald. Weinig bedrijven bezitten echter dit soort informatie op wereldwijde schaal. Het zou kunnen dat wereldwijde elektronische kaarten met de opkomst van de internettelefoons meer waard zijn geworden. TomTom levert deze informatie in ieder geval aan meerdere grote telefoonmakers, onder andere aan Apple. In juni 2012 werd de deal met Apple bekend gemaakt zonder dat er bij werd gezegd om hoeveel omzet het ging. Die dag steeg het aandeel TomTom met ongeveer 15%.

Niet alleen bij Getty Images en TomTom speelt een speculatieve waardering op basis van de bezittingen een rol. Veel olie-, gas- en mijnbouwbedrijven worden op basis van hun bewezen reserves gewaardeerd in plaats van op hun boekwaarde. Hierbij kunnen bijvoorbeeld nieuwe ontwikkelingen de bewezen reserves vergroten. Ook bij research-intensieve bedrijven zoals hi-tech-, software- en farmaceutische bedrijven kan de speculatieve waarde veel groter zijn dan je zou denken op grond van de winst en de boekwaarde.

**Onderzoek en marketing.** Onderzoeks- en marketinguitgaven worden meestal meteen als kosten ten laste van de huidige jaarwinst geboekt. Een bedrijf dat veel spendeert aan marketing en onderzoek, doet die uitgaven echter om in de toekomst meer winst te maken. Beleggers hebben dit vaak door en hebben daarom meestal bij dit soort bedrijven te optimistische verwachtingen. Het is daarom de kunst om in bedrijven te beleggen die niet veel maar wel heel efficiënt hun geld in onderzoek en marketing investeren.

**Perma-Fix Environmental Services.** Dit bedrijf verwerkt radioactief afval in de VS. Maar het heeft ook een slimme manier gepatenteerd om een belangrijk medisch isotoop te maken. Deze uitvinding heeft nauwelijks geld gekost. Dan kon ook niet anders want het bedrijf heeft niet veel geld, en is nauwelijks winstgevend. Er zijn nog wel dure onderzoeken nodig voordat deze methode door de verschillende medische autoriteiten goedgekeurd wordt. Dat onderzoek kon Perma-Fix niet betalen. Eerst probeerden ze daarom met een financier in zee te gaan. Uiteraard wilde deze daarvoor een hoog aandeel in de toekomstige winst. Uiteindelijk haakte deze financier toch af. Nu (2018) gooien ze het daarom over een andere boeg. In Canada en Italië worden deze onderzoeken gedaan door 2 andere partijen. Die 2 partijen betalen dat zelf en krijgen daarvoor een deel van de winst over de verkoop in “hun” land. Als eenmaal de goedkeuring voor die 2 landen binnen is dan zal Perma-Fix het onderzoek voor de VS op betere voorwaarden kunnen financieren.

## Insiders

De topmanagers, oftewel de insiders, kunnen doorgaans dit soort speculatieve waarde veel beter inschatten. Daarom is het altijd een goed teken als insiders aandelen van het bedrijf kopen. Overigens kunnen ook insiders weleens een miskleun hebben, maar dit komt niet zoveel voor. Als insiders verkopen hoeft dat niet per se betekenen dat een bedrijf overgewaardeerd is. Insiders kunnen namelijk

ook gewoon geld nodig hebben.

**Aegon.** Op 15 februari 2013 kondigde Aegon aan dat haar groot-aandeelhouder, de Vereniging Aegon, haar preferente aandelen Aegon zal omwisselen tegen voor 655 miljoen euro aan nieuw uit te geven gewone aandelen Aegon plus 400 miljoen euro aan contanten. Voor wie denkt dat deze vereniging geen insider is: van de 18 leden zitten twee leden in het bestuur van Aegon. Op dit moment is de directievoorzitter van Aegon één van deze twee leden met twee petten op.

Het persbericht meldt dat de Vereniging Aegon het geld nodig heeft om schulden mee af te lossen. Maar kennelijk heeft de Vereniging Aegon ook liever gewone aandelen met een variabel dividend dan preferente aandelen met een vast dividend. Door deze deal neemt het eigen vermogen van Aegon met ongeveer 1,7 miljard euro toe. De overige aandeelhouders moeten op deze deal toeleggen, want de boekwaarde per aandeel zal er iets door dalen.

De transactie lijkt goed getimed. Een belangrijke factor voor de waarde van levensverzekeringsmaatschappijen is namelijk de verhouding koers/boekwaarde. Deze verhouding ligt voor Aegon iets boven de 0,3. Dit is historisch gezien extreem laag. Dit cijfer is bovendien lager dan dat an een aantal concurrenten van Aegon.

### 5.5.4 Rendement op eigen vermogen

Zoals we hierboven hebben gezien zijn waardebepalingen op basis van alleen de verhoudingen koers/winst of koers/boekwaarde meestal niet nauwkeurig. Er zijn namelijk bedrijven met een laag rendement op het eigen vermogen, op de boekwaarde dus. In dat geval is er dus veel kapitaal nodig per euro winst. Dit vertaalt zich vervolgens in een lagere beurskoers en daarmee een lagere verhouding koers/boekwaarde. Een bedrijf met een hoog rendement op de boekwaarde zal omgekeerd een hogere koers/boekwaardeverhouding hebben.

Laten we  $r$  het door de aandeelhouders vereiste rendement op hun kapitaal noemen,  $g$  het percentage dat de winst per jaar groeit, en  $r_{ev}$  het door het bedrijf gerealiseerde rendement op het eigen vermogen. Dan kun je met de volgende formule de waarde van een bedrijf schatten:

$$W = \frac{BW \times r_{ev}}{r - g} \quad (5.2)$$

In deze formule is  $W$  de geschatte waarde,  $BW$  de boekwaarde en

zijn de percentages  $r_{ev}$ ,  $r$  en  $g$  door 100 gedeeld. De formule levert een grove benadering van de waarde. De benaderingen zijn alleen te gebruiken als het verschil in de noemer groot is. Bijvoorbeeld als het vereiste rendement  $r = 0,1$  en de geschatte groei  $g = 0$ . Deze formule laat zich illustreren met de twee voorbeelden hieronder.

**Aegon.** De levensverzekeraar Aegon had in juni 2013 een boekwaarde ongeveer 14,5 euro per aandeel en een rendement op het eigen vermogen van ongeveer 3,5%. Stel dat de winst van Aegon niet groeit. Stel verder dat we een rendement van minstens 10% willen maken. Uit de formule volgt dan dat de koers van Aegon hooguit 5 euro mag zijn. In juni 2013 schommelde de koers van het aandeel inderdaad rond de 5 euro.

Het rendement op het eigen vermogen valt waarschijnlijk laag uit door een tegenvaller in het eerste kwartaal van 2013. Verder denkt het management dat het rendement op het eigen vermogen de komende paar jaar sterk omhoog zal gaan. Met beter lopende zaken in het VK, kostenbesparingen en goedkopere herfinancieringen van leningen hoopt men uit te komen op een rendement van tussen de 8 en de 10%. Dat heeft gevolgen voor de waarde van de aandelen Aegon. Bij een rendement van 8% is het aandeel volgens de formule 11,60 euro waard.

**Volkswagen.** Gedurende een groot deel van juni 2013 noteerden de aandelen van de autofabrikant Volkswagen AG net iets onder boekwaarde. Het concern had de afgelopen 5 jaar een gemiddeld rendement op het eigen vermogen van meer dan 20%. De formule geeft dan aan dat Volkswagen ongeveer twee keer zoveel waard is als op de beurs. Het rendement op het eigen vermogen is waarschijnlijk te hoog ingeschat. De afgelopen jaren heeft Volkswagen AG een aantal aquisities gedaan, waaronder die van autofabrikant Porsche. Deze aquisities hebben waarschijnlijk een gunstig effect op het rendement op het eigen vermogen gehad.

Hebben we hier nog iets anders over het hoofd gezien? Jazeker. Zowel Volkswagen als Aegon financieren hun groei gedeeltelijk door nieuwe aandelen uit te geven. Vooral bij Aegon worden er volgens mij aandelen uitgegeven zonder dat daar genoeg boekwaarde of extra rendement voor terugkomt. De waarde per aandeel zal dus lager uitkomen doordat de met de formule berekende waarde over meer aandelen verdeeld moet worden.

Het omgekeerde is overigens ook mogelijk. Zo heeft de Ameri-

kaanse verzekeringsmaatschappij Assurant in 2012 en daarvoor veel aandelen onder de boekwaarde kunnen terugkopen. Als ze dat niet hadden gedaan was het rendement op het eigen vermogen waarschijnlijk sterk gedaald.

Het is daarom nuttig ook de groei van de boekwaarde per aandeel te controleren. Als er geen extra aandelen worden uitgegeven dan is de groei van de boekwaarde in principe gelijk aan de winst per aandeel minus het dividend.

### 5.5.5 Rendement en boekwaarde binnen dezelfde sector

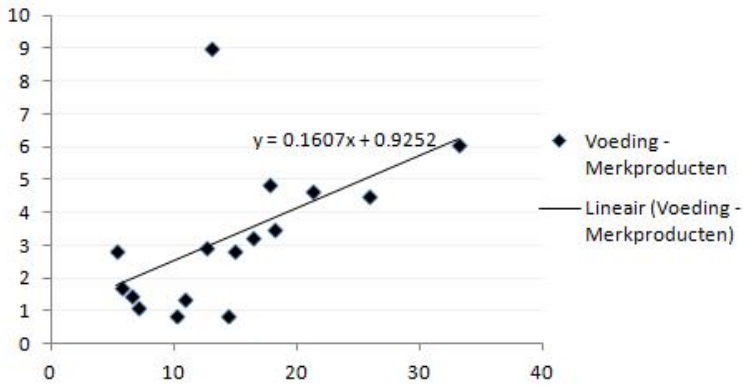
Bedrijven in dezelfde sector hebben verschillende combinaties van waardes voor de verhouding koers/boekwaarde en het rendement op het eigen vermogen. Hoe kun je deze gegevens gebruiken om erachter te komen welk bedrijf het meest onder- en overgewaardeerd is? Het antwoord is helaas enigzins technisch, je kunt deze uitleg daarom eventueel overslaan.

Maak voor een aantal bedrijven uit dezelfde sector een tabel met twee kolommen. Voor elk bedrijf noteer je in de eerste kolom de verhouding koers/boekwaarde en in de tweede kolom het (verwachte) rendement op het eigen vermogen. Om toevallige fluctuaties in het rendement uit te sluiten kun je het beste het 5-jaars gemiddelde van het rendement op het eigen vermogen gebruiken.

Deze gegevens kun je vervolgens in een spreadsheet intikken. Excel is zo'n programma. Excel kan elk bedrijf als een punt in een grafiek plotten met de verhouding koers/boekwaarde op de y-as en het rendement op het eigen vermogen op de x-as. Met de zogenaamde *kleinste kwadratenmethode* kan een spreadsheetprogramma als Excel een rechte lijn door je grafiek met punten trekken. De punten in de grafiek zullen niet precies op de lijn liggen. Punten die ver onder de lijn liggen horen waarschijnlijk bij ondergewaardeerde bedrijven. Punten die ver boven de lijn liggen horen waarschijnlijk bij overgewaardeerde bedrijven.

Een voorbeeld van zo'n grafiek staat hieronder. In deze grafiek heb ik in mei 2013 de verhouding koers/boekwaarde uitgezet tegen het rendement op eigen vermogen voor een aantal bedrijven die merkvoedingsmiddelen verkopen.

## Voeding - Merkproducten



Onderaan in deze grafiek staan de potentieel ondergewaardeerde bedrijven. Dit zijn de Chinese smallcap Zhongpin, het eveneens kleine Belgische Ter Beke en het Italiaanse Parmalat.

Zhongpin wordt overgenomen door de directeur/grootaandeelhouder. Zowel Zhongpin als Ter Beke hebben verder last van de hoge varkensvleesprijzen. Hierdoor is het huidige rendement lager dan het 5-jaars rendement uit de grafiek. De waardering van Parmalat is misschien laag als gevolg van het boekhoudschandaal van enkele jaren geleden. Misschien dat men het management nog steeds een stuk minder betrouwbaar vindt dan het management van de andere bedrijven. Dit geldt mogelijk ook voor Zhongpin. Misschien is Parmalat ook wel ondergewaardeerd vanwege de slechte economische situatie in Italië en Zuid-Europa.

Dezelfde grafische analyse kun je maken met het rendement op het totaal van de bezittingen in plaats van het rendement op het eigen vermogen op de x-as. Zo kun je zien of bedrijven geleend geld ook goed laten renderen.

Met dit soort grafieken kun je dus potentieel onder- en overgewaardeerde bedrijven onderzoeken op extra bedrijfsrisico's en op verschillen in winstgroei. Bedenk daarbij dat verschillen in winstgroei kunnen ontstaan doordat het ene bedrijf in staat is om veel van de winsten profijtelijk opnieuw te investeren en het andere bedrijf niet. Dat betekent dat bedrijven die veel uitbetalen wellicht een hoger rendement op het eigen vermogen kunnen halen als ze ertoe zouden besluiten om tijdelijk meer te investeren. Een bedrijf dat weinig of niets aan zijn aandeelhouders uitbetaalt heeft die ruimte voor rendementsverbetering niet. Zie ook bladzijde 60 bovenaan.

## Hoofdstuk 6

# Boekhoudkundige valkuilen

Succesvolle beleggers zijn goed in het uitkiezen van bedrijven waar niet op verloren wordt. Met een eenvoudig voorbeeld is te zien dat verliezen een groot effect op het totale rendement hebben. Stel bijvoorbeeld dat iemand 10 jaar lang 10% per jaar rendement maakt. Na 10 jaar is elke euro dus aangegroeid tot 2,59 euro. Het oorspronkelijke kapitaal is dus meer dan verdubbeld. Na 10 jaar gaat deze belegger meer risico nemen. Helaas pakt dit verkeerd uit en lijdt de belegger het elfde jaar 20% verlies. Na elf jaar is zijn oorspronkelijke euro dus 2,07 euro. In plaats van een goed rendement van 10% heeft deze belegger slechts een matig rendement van nog geen 6,9% gemaakt.

Door de kwartaal- en jaarverslagen goed te lezen is het mogelijk om minder goede bedrijven te herkennen en zo je verliezen flink te beperken. Om dit goed onder de knie te krijgen is veel oefening nodig maar ook verdere studie. De boeken *Financial Shenanigans* van Schilit en Perler en *Quality of Earnings* van O'Glove zijn uitstekend om mee te beginnen. Hieronder volgt een aantal tips uit deze boeken.

### 6.1 Trends bepalen

Bij het bepalen van trends gaat het niet zozeer om absolute bedragen maar om veranderingen in deze bedragen, en dan vooral om veranderingen vergeleken bij veranderingen in de omzet.

Vergelijk bij het bepalen van trends in kwartaalgegevens altijd zowel met het vorige kwartaal als met het kwartaal een jaar terug. Meestal zijn de inkomsten en uitgaven seizoensafhankelijk. Door te vergelijken met hetzelfde kwartaal een jaar geleden filter je deze

seizoensafhankelijkheid uit. Bijna altijd staat er in het jaarverslag op welke manier de omzet seizoensafhankelijk is en in welk kwartaal de hoogste omzet wordt verwacht.

**Eenmalige mee- en tegenvallers.** Als de omzet door bijvoorbeeld weersinvloeden van jaar tot jaar sterk fluctueert, dan is het noodzakelijk jaarverslagen over meerdere jaren met elkaar te vergelijken. Aandelenkoersen worden namelijk sterk beïnvloed door het niveau van de jaar- en de kwartaalwinst. Je wilt dan niet de fout maken net een aandeel te kopen van een bedrijf dat bijvoorbeeld door het weer een extra goed jaar achter de rug heeft gehad.

Zo kocht ik ooit de aandelen van een fabrikant van sap uit geperst fruit. Dit bedrijf had in het jaar daarvoor een hoge winst gerapporteerd als gevolg van een extreem goede fruitoogst. Het jaar daarna was de oogst een stuk minder en de omzet en winst ook. De koers van dit aandeel daalde daarop sterk. Ik had dit verlies makkelijk kunnen vermijden als ik van tevoren beter onderzoek had gedaan.

**Onhoudbare activiteiten.** Door de omzet en winstcijfers over meerdere jaren met elkaar te vergelijken kom je eventuele snel-aflopende activiteiten op het spoor. Dit soort bedrijven moet je of vermijden of juist onderzoeken op arbitragemogelijkheden.

## 6.2 Debiteuren

De debiteurenrekening op de balans registreert geld van uitstaande rekeningen van afnemers. Deze rekening gaat gewoonlijk gelijk op met de omzet. Stijgt de omzet, dan ook de debiteurenrekening en vice versa.

Stel dat deze rekening een aantal kwartalen achter elkaar sterker stijgt dan de omzet. Dat kan erop duiden dat het bedrijf moeite heeft met de verkoop van zijn producten. Het kan zijn dat het bedrijf akkoord is gegaan met een soepeler betalingstermijn of dat de afnemers moeite hebben om de rekeningen te betalen. Let op als het bedrijf de klanten een financiering geeft. Dit kunnen leningen zijn met een zeer hoog risico. Zie ook het voorbeeld in de volgende paragraaf.

Veranderingen in het betaalgedrag van klanten komen tot uitdrukking in het kengetal *Aantal dagen uitstaande verkoop*, oftewel *Days' Sales Outstanding (DSO)*. Deze verhouding is het debiteuren-saldo gedeeld door de omzet maal het aantal dagen in de rapportageperiode. Een kwartaal heeft gemiddeld 91,25 dagen. De verhouding



wordt vaak gerapporteerd in het kwartaalbericht of -verslag. Een stijging van deze verhouding is ongunstig.

## 6.3 Omzet, winst en kasstroom

Sommige bedrijven doen er veel aan om hun winsten glad te strijken. Zij manipuleren hun jaarverslag zo dat in goede tijden de winst lager lijkt en in slechte tijden de winst hoger. Als dat altijd goed zou gaan, zou het nog niet eens zo'n probleem zijn. Helaas lopen deze manipulaties vrijwel altijd slecht af, als de slechte tijden slechter zijn dan verwacht. Hieronder volgt een voorbeeld van een veel voorkomende manipulatie.

**ITT Educational Services (ESI).** In de VS selecteren universiteiten aan de poort. Niet iedereen wordt daarom op topuniversiteiten als Stanford of Harvard aangenomen. Maar wat als iemand ook niet op een tweede-, derde- of een vierderangsuniversiteit wordt toegelaten? Als zo iemand geld heeft kan hij of zij naar een particuliere universiteit gaan, zoals die van ITT Educational Services (ESI). Helaas hebben deze mensen geen geld. Dus wat doet ESI? ESI zorgt voor een lening. Deze lening komt niet van ESI zelf maar van een bank.

Zijn de problemen van ESI daarmee opgelost? Helemaal niet! In de VS staan particuliere universiteiten slecht aangeschreven. Dat ligt niet alleen aan de kwaliteit van het onderwijs, maar ook aan het niveau van de studenten die immers overal elders geweigerd zijn. Als de economie nu ook nog eens slecht draait, kunnen alumni van dit soort universiteiten geen werk vinden. Zij hadden daarom in 2012 grote moeite om hun leningen af te lossen. Geen probleem voor de bank want ESI had de leningen gegarandeerd. In 2012 deden de financiers van deze leningen dus een beroep op de garantie van ESI. ESI moest hen uitbetalen waardoor het bedrijf het laatste kwartaal van 2012 verlies leed. Daarmee heeft ESI zijn omzet dus jaren te vroeg geboekt. Boekhoudkundig hebben ze correct gehandeld, maar eigenlijk weten de beleggers pas hoeveel winst er gemaakt is als duidelijk is hoeveel studieleningen er afbetaald gaan worden.

Bovenstaand patroon keert regelmatig terug. De afnemers kunnen of willen een product of een dienst niet betalen. Om de omzet op peil te houden verstrekt het bedrijf daarop leningen. Het bedrijf draait een tijdje op omzet uit de leningen, totdat deze luchtbel barst. De leningen worden niet terugbetaald en het bedrijf is soms enkele jaren aan omzet kwijt.

Tot zover deze horrorstory voor aandeelhouders van ESI. Hieronder volgt een aantal andere manieren om de omzet, de kosten en de winst te manipuleren.

In goede tijden wordt de winst lager opgegeven door bijvoorbeeld kosten eerder te boeken en inkomsten later te boeken. Hierdoor wordt in goede tijden meer dan de werkelijke kosten geboekt en minder dan de werkelijke inkomsten. In slechte tijden kan men het omgekeerde doen door de kosten te laag op te geven en de inkomsten te hoog.

Inkomsten kunnen later geboekt worden door bijvoorbeeld te zeggen dat een groot deel van de producten terugkomt onder de garantiebepalingen. Bedrijven reserveren namelijk vaak een deel van hun omzet voor retouren. Dit zijn de producten die ze onder garantieregelingen terugkrijgen, of extra diensten die ze onder garantieregelingen moeten leveren. Bij dit soort reserveringen worden de schattingen van het management niet altijd werkelijkheid. Het management kan in goede tijden bijvoorbeeld doelbewust te veel reserveren, om in slechte tijden de winst met deze reserves op te kunnen pompen.

Een enkele keer gaat een bedrijf soepel om met het precieze tijdstip van het kwartaaleinde. Grote contracten die net na het einde van het kwartaal getekend worden, worden nog in het kwartaal geboekt. Andersom is ook mogelijk: soms verstuurt een bedrijf een aantal rekeningen express na het kwartaaleinde om zo alvast de resultaten van het volgende kwartaal te verbeteren. Ook als een bedrijf ervoor zorgt dat nieuwe orders daadwerkelijk voor het kwartaaleinde getekend worden is het oppassen geblazen. Er zijn namelijk bedrijven die genoeg nemen met minder gunstige voorwaarden op hun orders. Ze doen dit puur en alleen om de aandeelhouders goede resultaten voor te schotelen.

Als een bedrijf overgenomen wordt door een ander bedrijf is een vergelijkbare manipulatie mogelijk. Het management van het overnemende bedrijf kan het over te nemen bedrijf vragen om even extra veel in te kopen en het versturen van facturen uit te stellen. Hiermee probeert men de winst na de overname op te pompen.

Soms is er naast de rekening Debiteuren nog een rekening *Ongefactureerde omzet*. Deze rekening kan gebruikt worden door (dienstverlenende) bedrijven die grote projecten doen. Zij hebben dan de boekhoudregel dat er fictief omzet wordt gerekend gebaseerd op een schatting van de vorderingen in zo'n groot project. Deze schattingen van het percentage van voltooiing van ieder project kunnen te optimistisch zijn. Het komt voor dat een groot project helemaal de

mist in gaat, waarna er moet worden afgeschreven op de rekening *Ongefactureerde omzet* of ook wel *Uitgestelde omzet*.

Bij het toekennen van omzet uit grote projecten kan een bedrijf er ook voor kiezen om de omzet pas te boeken als een voltooid project eenmaal geaccepteerd is door de klant. Deze vorm van rapportage is zeer conservatief. Soms gebruikt het management deze vorm van rapportage om de winstcijfers te drukken.

Let vooral op als een bedrijf zijn methode van omzetregistratie verandert van omzet registreren voor voltooide projecten naar omzet registreren op basis van het percentage van voltooiing. Meestal voorspelt een dergelijke verandering niet veel goeds voor de toekomst.

Sommige bedrijven verkopen langjarige contracten aan hun klanten. Een voorbeeld is een bedrijf dat zijn diensten in de vorm van meerjarige software licenties of huurovereenkomsten verkoopt. De klanten betalen dan bijvoorbeeld maandelijks. Deze bedrijven hebben ook enige vrijheid om het moment te kiezen waarop zij hun omzet boeken. Ze kunnen de hele omzet van het contract meteen boeken of achteraf, of zelfs per kwartaal. Let weer op als zij de manier om hun omzet registreren veranderen, zeker als dat betekent dat ze eerder omzet gaan registreren. Let hier ook op de post *Uitgestelde omzet*.

Het kiezen van het moment dat er omzet wordt gemaakt, kan gevolgen hebben voor het betalen van belasting. Bij niet-beursgenoteerde bedrijven wordt het omzetmoment zo gekozen dat er zo min en zo laat mogelijk belasting wordt betaald. Beursgenoteerde bedrijven zijn wat dat betreft minder efficiënt: zij kiezen er vaak voor om de omzet zo te boeken dat ze de aandeelhouders tevreden houden.

**Banken en verzekeraars.** Banken en verzekeraars kunnen winst en verlies op beleggingen naar believen nemen door deze van de hand te doen. Het probleem met dit soort incidentele winsten en verliezen is dat je nooit weet of het management verkocht heeft om het winstcijfer op te poetsen. Andere redenen voor het nemen van winsten en verliezen zijn bijvoorbeeld liquiditeitsproblemen, of dat er inmiddels betere beleggingen voorhanden zijn.

Deze winsten en verliezen worden meestal niet tot de operationele winst gerekend. In de gratis te downloaden pdf *Relative Valuation of U.S. Insurance Companies* uit 2012 legt Doron Nissim uit dat incidentele winsten en verliezen voor de waardebepaling van verzekeraars wel degelijk meetellen. Vanwege het incidentele karakter van deze winsten is volgens hem een veelvoud van de boekwaarde een betere indicator van de relatieve waarde van verzekeraars. De

grootte van dit veelvoud hangt o.a. af van het rendement op het aandelenkapitaal. In de boekwaarde zitten (vaak) de niet-genomen winsten en verliezen die (meestal) op een aparte balanspost in het jaarverslag staan. Op die manier kun je dus de incidenteel gemelde winsten structureel in je waardebeoordeling verwerken.

**Veel meer winst dan kasstroom of andersom.** Het verschil tussen de echte winst en de papieren winst uit zich bij omzetmanipulaties in de kasstroom. Een veel lagere kasstroom dan de winst maakt het waarschijnlijker dat de echte winst lager is dan opgegeven. Anderzijds is een veel hogere kasstroom dan de winst een aanwijzing dat een bedrijf reserves vormt om de winst later mee glad te strijken.

Voor het ontdekken van te vroeg geboekte omzet en winst is er daarom de volgende vuistregel: bij dit soort boekhoudkundige manipulaties blijft de kasstroom achter bij de omzet en de winst.

### 6.3.1 Kasstroom opgepompt

Sommige bedrijven manipuleren niet alleen hun winst en omzet maar ook hun kasstroom. Dit kunnen ze bijvoorbeeld doen door niet-betaalde rekeningen van afnemers te verkopen. Wat een enkele keer voorkomt is dat bedrijven frauduleus te werk gaan. Zij boeken omzet en ontvangen vervolgens daadwerkelijk geld. Achteraf blijkt dan dat de correcte interpretatie van de gebeurtenissen geen inkomsten uit omzet was, maar eerder een opgenomen bedrag van een aangegane lening.

Wat ook voorkomt is dat afnemers incidenteel flinke kortingen krijgen als ze veel bestellen of snel betalen. Dit komt soms neer op het naar voren verschuiven van omzet of kasstroom.

Op bladzijde 101 hadden we al gezien dat banken en verzekeraars hun winst kunnen manipuleren door beleggingen te verkopen, of door dat juist na te laten. Op dezelfde manier kunnen zij ook hun kasstroom manipuleren. Banken en verzekeraars vormen daarom een uitzondering op de hierboven besproken kasstroomregel.

## 6.4 Voorraad

De post *Voorraad* wordt meestal in de verslagen nader gespecificeerd en bestaat enerzijds uit onderdelen en grondstoffen en anderzijds uit eindproducten. Net als de post *Debiteuren* neemt de voorraad ruwweg toe en af met de omzet. Hieronder worden een aantal oorzaken van veranderingen in de post *Voorraad* besproken.

Als de post *Onderdelen en grondstoffen* toeneemt maar de omzet nog niet is dat meestal een gunstig teken. Het bedrijf verwacht dan waarschijnlijk een stijgende omzet.

Als de voorraad eindproducten een aantal kwartalen meer toeneemt dan de omzet is dat meestal een slecht teken. Dit duidt er namelijk vaak op dat het bedrijf moeite heeft de gemaakte producten te verkopen. Het is dan de vraag wat de oorzaak daarvan is. Bij technologiebedrijven kan het zijn dat bepaalde producten plotseling verouderd zijn. We kunnen dan denken aan computerchips, medicijnen en mobiele telefoons. Soms is het mogelijk om in een uitverkoop de overvloedige voorraad tegen lagere prijzen op te ruimen. Zo niet, dan moet er op de voorraad afgeschreven worden, waardoor de winst eenmalig tegenvalt. Meestal heeft het bedrijf geen ander product klaarstaan om de rol van het eerst goed verkopende product over te nemen. De resultaten zullen dan gedurende lange tijd daarna tegenvallen.

Een manier om de opbouw van voorraad makkelijker tussen verschillende kwartalen te vergelijken is de verhouding *Dagen voorraad verkoop* (*Days' Sales of Inventory (DSI)*) te berekenen. Deze verhouding bereken je door de boekwaarde van de voorraad (eindproducten) te delen door de kosten van de verkochte goederen en het resultaat te vermenigvuldigen met het aantal dagen in de verslagperiode. Het is ongunstig als deze verhouding toeneemt. Meestal anticiperen bedrijven ten slotte op seizoensvariaties in de productie. Dit heeft zijn invloed op de voorraad en op de DSI. In het jaarverslag staat meestal wel iets over dit soort seizoensvariaties.

### 6.4.1 Afschrijven op de voorraad

Soms schrijft het management niet meteen op de voorraad af zodra dat nodig is. In plaats daarvan wacht men één of meerdere kwartalen. Opnieuw zijn beleggers die altijd de jaar- en kwartaalverslagen goed doornemen, daarop voorbereid.

Wordt eenmaal afgeschreven voorraad in de jaren daarna toch verkocht, dan is het oppassen geblazen. De winst wordt dan niet berekend ten opzichte van de oude waarde maar ten opzichte van de veel lagere nieuwe boekwaarde. Meestal leidt dat tot een tijdelijk hogere brutomarge en een flinke opleving van de winst. Deze opleving van de winst duurt maar even want meestal komt er snel een eind aan het verkopen van de afgeschreven voorraad. De kostprijs van de nieuwe voorraad is weer een stuk hoger, waardoor de

winstmarge daarop weer een stuk kleiner is. Een dergelijke tijdelijke opleving van de winst is een goed uitstapmoment. Het is ten slotte niet verstandig om aandelen vlak na de rapportage van een dergelijke winstsproming te kopen.

## 6.5 Kosten manipuleren

Bedrijven kunnen hun winst niet alleen via hun omzet manipuleren, maar ook door hun kosten anders te boeken. Op verschillende manieren kunnen bedrijven hun kosten eerder of later boeken. Hieronder bespreek ik eerst twee manieren die bedrijven gebruiken om hun kosten te vroeg te boeken. Vervolgens bespreek ik een aantal manieren voor bedrijven om kosten later te boeken.

### 6.5.1 Kosten eerder boeken

Hierboven in paragraaf 6.4.1 zagen we al dat men kosten eerder kan boeken door eenmalig op de voorraad af te schrijven. Als de afgeschreven voorraad in een volgend kwartaal alsnog verkocht wordt, dan valt de winst in dat kwartaal hoger uit.

Een andere manier om kosten eerder te boeken is door reserves op te bouwen. Dit kan een reserve voor het doorvoeren van een reorganisatie zijn of een reserve voor het uitvoeren van garantie-regelingen. Deze reserves bestaan uit schattingen van toekomstige kosten. Bij deze schattingen speelt het oordeel van het management een grote rol. In de praktijk is het mogelijk om te hoge bedragen te reserveren zodat men later nog eens een meevaller kan rapporteren.

**Big Bath.** Bij het aantreden van een nieuwe directeur, of gewoon als het niet goed gaat, wordt er vaak een reorganisatie doorgevoerd. Deze reorganisatie gaat meestal gepaard met ontslagen, het sluiten van fabrieken, winkels en kantoorpanden. Om deze besparingen op de lange termijn te realiseren moet er veel geld worden uitgegeven, bijvoorbeeld aan gouden handdrukken voor ontslagen personeel. Hier wordt op de balans een voorziening voor getroffen. Deze voorziening komt direct ten laste van de kwartaalwinst, ook al wordt het geld pas later uitgegeven. Deze gang van zaken heet in Engels beleggersjargon een *Big Bath*.

Je zou al dit soort voorzieningen bij elkaar op kunnen tellen. Het totaal blijkt dan ieder jaar veel groter te zijn dan de winst die alle bedrijven met elkaar maken. Doorgaans worden deze voorzieningen dus te ruim begroot. Dat betekent dat op die manier het manage-

ment op de balans de beschikking krijgt over een appeltje voor de dorst. Als de winst later nog eens tegenvalt kunnen ze als meevaler melden dat de reorganisatiekosten lager waren dan gedacht. Het verschil wordt dan bij de winst opgeteld.

### 6.5.2 Kosten te laat boeken

Hierboven hebben we gezien hoe bedrijven hun winst kunstmatig uit kunnen stellen naar een toekomstig kwartaal door kosten te vroeg te boeken. Uiteraard zijn er ook bedrijven die kosten te laat boeken. Zij kunnen daardoor een tegenvallend kwartaal maskeren.

**Te langzaam afschrijven.** Kosten kunnen natuurlijk te laat geboekt worden door te langzaam af te schrijven. Controleer daarom altijd de afschrijvingstermijnen in het jaarverslag en let goed op als deze veranderen. Zo las ik in het jaarverslag over 2010 dat het waterbedrijf van Sao Paulo, Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo (SBS), zijn waterleidingen in 50 jaar afschrijft. Omdat zij te kampen hebben met veel lekkages vind ik dat langzaam.

Graham en Dodd schrijven in hun boek *Security Analysis* dat de werkelijke afschrijvingskosten vaak beperkt zijn tot de gemiddelde jaarlijkse onderhoudskosten. Zij noemen spoorlijnen als voorbeeld. Een dergelijke investering wordt doorgaans niet in zijn geheel vervangen, maar er is wel jaarlijks onderhoud waarbij er gedeeltes vervangen worden. Bij SBS zou het dus best kunnen dat de jaarlijkse onderhoudskosten hoger zijn dan de afschrijvingen.

Oude fabrieken worden evenmin vervangen als ze versleten zijn. Zij worden vaak al ver daarvoor gesloten omdat bijvoorbeeld de loonkosten ter plaatse teveel zijn gestegen of omdat de producten niet meer in trek zijn. Zo kondigde ArcelorMittal in 2011 aan een aantal staalfabrieken te sluiten. Veranderingen in de economie en in productvoorkeuren verkorten dus de levensduur van veel investeringen. Dat geeft extra afschrijvingskosten die vaak niet in de boekhouding staan. Helaas zijn deze extra afschrijvingskosten voor een leek niet in te schatten.

**Helemaal niet afschrijven.** Sommige wanbetalers zullen nooit betalen. Toch zijn er bedrijven die vorderingen op pertinente wanbetalers niet of te laat afschrijven. Sommige bedrijven hebben andere bedrijven gekocht voor een veel te hoge prijs. Dit heeft dan geleid tot een hoog bedrag aan Goodwill op hun balans. Zij zouden daar op af moeten schrijven, maar dat gebeurt lang niet altijd. Vraag je dus af of iets dergelijks speelt bij bedrijven met veel Goodwill op hun

balans of met een hoge debiteurenrekening. Zie ook paragraaf 6.8.6.

**Kosten als investeringen boeken.** Een tegenvaller kan gespreid ten laste van de winst gebracht worden gedurende meerdere kwartalen. De truc hiervoor is om sommige kosten te zien als een investering. Gewone kosten moeten direct ten laste van de winst gebracht worden. Investeringskosten moeten echter gespreid over een aantal jaren van de bruto winst afgetrokken worden.

Slechts enkele soorten kosten kunnen makkelijk als investeringen omgezet worden naar balansposten. Kosten die nogal eens ten onrechte als investeringen worden geboekt, zijn de kosten voor onderzoek, softwareontwikkeling en die voor het verkrijgen van nieuwe klanten, zoals advertentiekosten.

Aanwijzingen voor dit soort praktijken zijn ongebruikelijk grote balansposten, waarvan duidelijk is dat ze niet slaan op echte bezittingen of liquide middelen.

## 6.6 Kortlopende schulden en vlottende activa

Op de balans is de post *Vreemd vermogen* oftewel schulden en verplichtingen onder te verdelen in een post *Vreemd kort vermogen* en *Vreemd lang vermogen*. De post *Vreemd kort vermogen* oftewel *Kortlopende schulden* bestaat uit alle schulden die op de korte termijn, bijvoorbeeld binnen een jaar, betaald moeten worden. De post *Vreemd lang vermogen* bestaat uit alle schulden die pas na meer dan een jaar voldaan moeten worden.

De post *Vorderingen* kan worden opgesplitst in een post *Kortlopende vorderingen* en een post *Langlopende vorderingen*. De eerste post is de waarde van de vorderingen die binnen een jaar betaald moeten worden. De tweede post verwijst naar de vorderingen die pas na meer dan een jaar betaald worden. De posten *Liquide middelen*, *Vorraden*, en *Kortlopende vorderingen* oftewel *Debiteuren* worden ook wel samen de *Vlottende activa* genoemd.

Nu is het zo dat aandeelhouders graag willen dat een bedrijf op de korte termijn aan zijn verplichtingen kan voldoen. Anders dreigt namelijk faillissement of een grote externe financieringsronde met een ongunstige effect op de koers van het aandeel. Een sterke aanwijzing dat een bedrijf niet aan zijn kortlopende verplichtingen kan voldoen, is als de post *Vlottende activa* kleiner is dan de post *Kortlopende schulden*. Eventueel kun je in deze berekening een deel van de winst op de korte termijn betrekken, al kun je die winst beter als veiligheidsmarge zien. Ook kan een bedrijf verder nog de beschik-



king hebben over een nog niet-opgenomen krediet. Ten slotte kan het zijn dat het bedrijf binnenkort nog andere verplichtingen heeft die nog niet op de balans staan. Beide uitzonderingen horen in het jaarverslag te vinden te zijn.

## 6.7 Omgekeerde transacties

Soms lijkt het alsof een afnemer iets aan het bedrijf verkoopt of dat een leverancier iets koopt in plaats van verkoopt. Als je dit soort transacties in het jaarverslag vindt dan loont het de moeite om deze transacties verder uit te zoeken, bijvoorbeeld door navraag te doen bij het bedrijf.

Als een leverancier iets koopt in plaats van verkoopt, dan kan er sprake zijn van een wederdienst van de leverancier voor het afnemen van zijn producten. Misschien betaalt het bedrijf als afnemer dan een te hoge prijs. Als het bedrijf iets koopt van een klant kan dat een wederdienst van het bedrijf zijn. Misschien kan het bedrijf zonder die wederdienst zijn producten niet kwijt. Een enkele keer zet een bedrijf met dit soort praktijken fakeomzet in de boeken.

**Assurant.** De meest winstgevende tak van Assurant is het verzekeren van woonhuizen in de VS. Assurant doet dit in opdracht van de bank als men erachter komt dat de eigenaar het huis niet verzekerd heeft. Het gaat daarbij meestal om mensen die geen geld hebben om hun hypotheek te betalen. De premies van dergelijke verzekeringen zijn twee tot tien keer hoger dan de premie van een verzekering afgesloten door de eigenaar van het huis. Hoe kan dat?

Dat hebben de toezichthouders in de staat New York uitgezocht. Eind maart 2013 bleek dat verzekeraars in dit marktsegment niet op prijs concurreerden. Geen wonder, want de banken schoven de verzekeringspremies vaak door naar de eigenaar van het huis of naar de beleggers of instellingen die garant stonden voor de hypotheek. In plaats daarvan concurreerde men op de hoeveelheid winst die de verzekeraar teruggaf aan de bank. Zo betaalde Assurant vaak een percentage van de winst als commissie aan aan banken gelieerde tussenpersonen. Ook kwam het voor dat men grote delen van de risico's bij aan banken gelieerde verzekeraars herverzekerde.

Het is nu de vraag of Assurant deze verzekeringen ook zonder dit soort constructies had kunnen verkopen, en hoeveel winst ze er dan nog op zouden maken.

## 6.8 Eenmalige gebeurtenissen

Eenmalige gebeurtenissen spelen soms een grote rol in de resultaten van een onderneming. Eerder kwamen we onder meer tegen de extra omzet door een extreem goede fruitoogst op bladzijde 98, genomen winsten op beleggingen bij financials op bladzijde 101, eenmalige afschrijvingen op de voorraad op bladzijde 103 en de reorganisatiereserveringen op bladzijde 104. Hieronder volgen nog enkele van die regelmatig voorkomende, eenmalige gebeurtenissen.

### 6.8.1 Gewone kosten opvoeren als reorganisatiekosten

Zoals gezegd zijn er bedrijven die meer reorganisatiekosten opvoeren dan nodig is. Er zijn ook bedrijven die gewone kosten opvoeren als eenmalige reorganisatiekosten. Je kunt deze bedrijven herkennen aan de regelmaat waarmee ze steeds (kleine) reserveringen doen voor (kleine) reorganisaties. Het gevolg van deze manier van boekhouden is dat de operationele winst groter lijkt dan hij in werkelijkheid is.

### 6.8.2 Verkoop dochteronderneming

Bedrijven kunnen flink winst maken op de verkoop van dochterondernemingen. De afzonderlijke onderdelen kunnen meer waard zijn dan de beurswaarde van het hele bedrijf. Sommige beleggers speculeren dan ook op een opsplitsing van een bedrijf, zoals bij ABN AMRO in 2007.

Een dergelijke meevaller moet buiten beschouwing worden gelaten bij de beoordeling van de langetermijnwinstverwachting. Sterker nog, als een bedrijf een winstgevende dochteronderneming verkoopt dan zal de winst het jaar daarop dalen.

### 6.8.3 Eenmalig dividend

Veel bedrijven hebben kleine belangen in andere bedrijven. Deze “dochterbedrijven” kunnen te maken hebben met eenmalige meevallers, die in de vorm van dividend aan de aandeelhouders uitbetaald worden. Krijgt een bedrijf een groot eenmalig dividend van een dochteronderneming dan kan dit een flink effect hebben op de winst. Deze bijdrage aan de winst moet je dus negeren als je de winst op langere termijn beoordeelt. Een dergelijke meevaller is wel een indicatie dat het management goed kan beleggen, een essentiële

voorwaarde voor succes.

#### 6.8.4 Schadeverzekeraars

Verzekeraars hebben het ene jaar te maken met meer schadeclaims dan het andere jaar. Dat geldt met name voor schadeverzekeraars in de VS. Want deze hebben te maken met het orkaanseizoen dat elk jaar van juni tot en met september loopt. Als er tijdens het orkaanseizoen meer dan drie stevige orkanen over het vaste land razen hebben veel Amerikaanse schadeverzekeraars een slecht jaar. In mindere mate geldt dit ook voor Europese schadeverzekeraars. Ook hun resultaten worden beïnvloed door de hoeveelheid en intensiteit van voor- en najaarsstormen.

#### 6.8.5 Vertrek directeur

Een vertrekkende CEO of CFO is meestal een slecht teken. Het vertrek van de CEO kan betekenen dat de commissarissen, of in de VS de *board members*, niet tevreden zijn over het gevoerde beleid. Dit wordt meestal niet met zoveel woorden naar buiten gebracht. In plaats daarvan wordt er bijvoorbeeld bekend gemaakt dat de CEO vertrekt “om meer tijd te hebben voor zijn gezin”. Soms benoemt men daarna een nieuwe CEO die veel van de problemen van de vertrokken CEO wel kan oplossen. Als dat inderdaad zo is, dan duurt het geruime tijd voordat de markt dit door krijgt en het in de waardering van het aandeel meeneemt. Veel vaker zijn de problemen waarvoor de CEO wordt weggestuurd van de categorie hopeloos, of in ieder geval zeer moeilijk en langdurig om op te lossen.

Een vertrekkende CFO is soms nog verontrustender dan een vertrekkende CEO. Het kan betekenen dat men het in de directie niet eens is met de manier waarop het bedrijf de administratie voert. Wat betekent dit concreet? Laten we daarvoor eens kijken naar het vertrek van Frank de Grave als financieel directeur bij de Dirk Scheringa Bank. De Grave vertrok in mei 2009 al twee maanden na het begin van zijn werkzaamheden! De betrokkenen hebben tot dusver in het openbaar alleen gezegd dat er geen “persoonlijke match” was, dus wat hier volgt is louter speculatie.

Scheringa leende via zijn bank, de DSB, geld uit dat uiteindelijk terecht kwam bij zijn hobby's: het schaatsteam, het voetbalteam en het museum in aanbouw. Dit soort leningen zijn doorgaans niet commercieel rendabel en worden niet altijd terugbetaald. Het was te voorzien dat dit bij deze leningen ook zou gebeuren. Een finan-

cieel bestuurder hoort dit soort leningen daarom boekhoudkundig af te waarderen. Scheringa zal het daar niet mee eens zijn geweest, waarop De Grave kon vertrekken.

De slechte leningen voor Scheringa's hobby's vormden samen een flink lijk in de kast. In dit geval was De Grave's vertrek voor iedereen met een achtergestelde lening aan de DSB dus een signaal om dit lijk te gaan zoeken. En de jaarverslagen van de DSB en van Scheringa's hobby's zijn voor de hand liggende vindplaatsen.

### **6.8.6 Afschrijven op goodwill**

In december 2012 schreef de bank Van Lanschot 122 miljoen euro af op goodwill van acquisities uit 2004 en 2006. Hierdoor raakte het bedrijf in 2012 in de rode cijfers. Een afschrijving van de goodwill is puur boekhoudkundig, het bedrijf wordt er geen cent armer van. Maar wat betekent zo'n goodwillafschrijving dan wel?

Volgens boekhoudkundige regels is een bedrijf verplicht om goodwill af te schrijven als de waarde van de indertijd overgenomen business veel lager is dan wat ervoor betaald is. Om te beoordelen of zo'n afschrijving nodig is berekent de directie deze waarde jaarlijks. Zij doet dat meestal door de verwachte toekomstige jaarlijkse kasstroom over een aantal jaren om te rekenen naar hedendaagse euro's.

In het geval van Van Lanschot was kennelijk duidelijk geworden dat de overnames in 2004 en 2006 hun geld nooit zouden opbrengen. De afschrijving op de goodwill was dus een soort toegeven dat ze verkeerd hadden geïnvesteerd. Deze aankondiging kwam laat: maar liefst zes tot acht jaar na de overnames. Door zo laat af te schrijven heeft de bank zijn verliezen, een soort kosten, een aantal jaar vooruit geschoven. Geen wonder dat beleggers dit een onaangename verrassing vonden! Een waardebelegger had natuurlijk al lang gezien dat deze overnames slechte deals waren.

### **6.8.7 Waardering tegen marktwaarde**

Bedrijven waarderen een belang in een beursgenoteerde onderneming tegen de boekwaarde. Dit is het bedrag waarvoor zij het gekocht of opgebouwd hebben. Bedrijven in de financiële sector vormen meestal een uitzondering op deze regel. Zij handelen namelijk vaak in aandelen en obligaties. Zij waarderen de effecten waarmee ze handelen daarom tegen marktwaarde. De effecten die ze voor de lange termijn aanhouden worden wel tegen boekwaarde gewaar-

deerd. Het probleem daarbij is dat het management deze indeling veelal volgens eigen inzicht kan maken. Ze kunnen dus hun balans oppoetsen door de beleggingen die op winst staan tegen marktwaarde te waarderen en de beleggingen die op verlies staan tegen de hogere aankoopwaarde.

**Voordeel bij acquisities.** Toen ik begon met waardebeleggen, las ik in een jaarverslag dat een bank een andere bank had overgenomen. Het bijzondere aan deze acquisitie was dat de overnameprijs onder de boekwaarde van de overgenomen bank lag. De overnemende bank boekte het verschil vervolgens als winst. Daardoor leek het alsof deze bank een zeer lage koers/winstverhouding had. Als belegger moet je dus door een dergelijke incidentele meevaller heen prikken.

## **6.9 Gerapporteerde winst veel hoger dan belastbare winst**

Bedrijven hebben aparte cijfers voor de belastingdienst. Deze cijfers hoeven niet overeen te komen met de cijfers die beleggers te zien krijgen. Een bedrijf betaalt verder niet elk jaar hetzelfde percentage belasting. Maar over meerdere jaren hoort een bedrijf ongeveer hetzelfde percentage belasting te betalen als soortgelijke andere bedrijven in hetzelfde land. Als dat niet zo is, is dat een aanwijzing dat er iets mis is. Meestal publiceren bedrijven genoeg fiscale informatie in het jaarverslag om dit soort analyses te maken. Zo niet, dan nog publiceren bedrijven altijd het totaal aan belasting dat ze over de winst betalen.

# Hoofdstuk 7

## Enkele bekende beleggers

Veel bekende waardebeleggers hebben een eigen beleggingsmaatschappij waarvoor ze elk jaar of zelfs elk kwartaal iets schrijven. Deze stukjes zijn meestal van de website van hun beleggingsfonds te lezen. Na een tiental jaren bundelen ze deze schrijfsels soms en geven ze ze uit als boek. Zodoende is er over de meeste bekende waardebeleggers veel te lezen en van te leren. Hieronder volgt wat ik heb opgestoken van een aantal bekende waardebeleggers.

### 7.1 Benjamin Graham

Benjamin Graham wordt gezien als de grondlegger van het waardebeleggen. Als hoogleraar aan de Amerikaanse Columbia Business School was hij de leermeester van Warren Buffett en vele andere succesvolle beleggers. Hij heeft verder twee zeer invloedrijke boeken geschreven: *Security Analysis* en *The Intelligent Investor*.

Graham was als waardebelegger zeer voorzichtig. Zo voorzichtig dat veel critici vinden dat zijn strategieën in de jaren '30, '40 en '50 waarschijnlijk wel goed werkten, maar tegenwoordig niet meer. Dat komt enerzijds omdat zijn ideeën nu wijdverbreid zijn, anderzijds omdat veel van de waarde van bedrijven tegenwoordig zit in zogenaamde subjectieve waarde. Hiermee bedoel ik bijvoorbeeld patenten, een omvangrijke, trouwe en/of moeilijk te bereiken klantenkring, het in dienst hebben van knappe marketeers en ingenieurs of het voeren van een bekende merknaam. Deze niet-tastbare waarde is moeilijk te meten, maar heeft wel degelijk een prijs.

Zijn familie had tijdens De Grote Depressie voor de oorlog grote verliezen geleden. Dat was waarschijnlijk de reden dat hij zeer voorzichtig was. Dat hield hij vol door zichzelf heel strikt aan zijn eigen

regels te houden. Zo stelde de verderop te bespreken Walter Schloss hem enkele jaren na WO II voor om aandelen te kopen van een bedrijf dat een patent had op een nieuw apparaat: de kopieermachine. Dit bedrijf leverde tevens fotografisch papier aan Eastman Kodak en had tijdens De Grote Depressie steeds winst gemaakt. Bovendien was de koers sindsdien maar 30% gestegen, ondanks het patent dus. Graham antwoordde: “Nee Walter, het is niet ons soort aandeel.” Het bedrijf in kwestie was het latere Xerox.

Graham was overigens niet alleen voorzichtig in de zin dat hij alleen de goedkoopste aandelen en obligaties probeerde te kopen. Hij was ook zo verstandig om overal maar een klein beetje van te kopen. Hij deed dus aan risicospreiding door veel verschillende aandelen en obligaties te bezitten.

### 7.1.1 Grahams eerste twee groepen selectiecriteria

Laten we kijken hoe voorzichtig Graham nu echt was. In één van zijn boeken, *The Intelligent Investor*, beschrijft hij drie groepen van criteria. Met deze selectiecriteria stelt hij eisen aan de opbrengst - en dan vooral aan de winst en het dividend - en aan de boekwaarde ten opzichte van de koers. Verder stelt hij ook nog eisen aan de verhouding schulden/bezittingen en in mindere mate aan de groei van de winst.

In de eerste groep met selectiecriteria staan de strengste eisen. Als een aandeel daar niet aan voldoet kun je nog kijken of het aandeel aan de eisen in de tweede groep voldoet. Als je dan nog geen goede aandelen vindt is er nog een laatste selectie criterium.

Laten we beginnen met de eerste groep selectiecriteria:

- Minstens 500 miljoen dollar omzet per jaar.
- Minimaal twee keer zoveel vlottende activa als kortetermijnverplichtingen.
- De langetermijnverplichtingen mogen maximaal zo groot zijn als de vlottende activa.
- Ononderbroken uitbetalingen gedurende minimaal 20 jaar, in de vorm van bijvoorbeeld dividend of het terugkopen van aandelen.
- Over de afgelopen tien jaar moet de winst per aandeel met tenminste een derde gestegen zijn.

- De koers/winstverhouding mag hooguit 15 zijn.
- De verhouding koers/boekwaarde mag hooguit anderhalf zijn.

Hij gebruikte ten slotte nog de vuistregel dat het product van de verhoudingen koers/winst en koers/boekwaarde onder de 22,5 moet zijn. Uit deze vuistregel blijkt dus dat hij soepel omsprong met de laatste twee voorwaarden. Een geselecteerd aandeel mocht echter niet zowel een hoge koers/winstverhouding als een hoge koers/boekwaardeverhouding hebben.

Tegenwoordig zijn de vierde en de laatste voorwaarde bijna niet te combineren. Vrijwel geen enkel bedrijf heeft gedurende de laatste 20 jaar uitbetaald èn een verhouding koers/boekwaarde van onder de anderhalf. Sommige grote oliemaatschappijen voldoen nu, november 2012, overigens wel aan deze twee criteria, maar voldoen dan weer niet aan de tweede of de derde voorwaarde.

De tweede groep bestaat uit de volgende selectiecriteria:

- De vlottende activa moeten minimaal 5,5 keer de kortlopende verplichtingen zijn.
- De schulden mogen hooguit 1,1 keer de kortlopende verplichtingen zijn.
- Gedurende de afgelopen vijf jaar mag het bedrijf geen verlies gemaakt hebben.
- Het bedrijf moet dividend uitbetalen.
- Het bedrijf moet minstens zoveel winst maken als vijf jaar geleden.
- De koers mag hooguit 1,2 keer de tastbare bezittingen per aandeel zijn.

Opnieuw is het mogelijk om bedrijven te vinden die aan alle eisen voldoen behalve de laatste. Combineer je echter de eerste vijf voorwaarden met de laatste, dan hou je vrijwel niets over.

Merk op dat Graham in beide groepen selectiecriteria een zekere stabiliteit van de winst eist. In de eerste groep eist hij 20 jaar ononderbroken uitbetalingen en dat de winst de afgelopen tien jaar met minimaal een derde gestegen moet zijn. In de tweede groep eist hij dat een bedrijf de afgelopen vijf jaar geen verlies gemaakt mag hebben, minstens net zo veel winst maakt als vijf jaar geleden en



dividend moet uitbetalen. De toekomstige winst van bedrijven die dividend betalen, is waarschijnlijk stabielier dan die van bedrijven die dat niet doen. Relatief weinig beleggers selecteren hun aandelen op de stabiliteit van de winst. Toch denk ik dat Graham hier terecht op selecteerde. Met dit type selectiecriteria zijn er nog steeds interessante beleggingen zijn te vinden.

Naast de nadruk op de stabiliteit van de winst zien we ook criteria met betrekking tot waarde en een gunstige balans in beide groepen selectiecriteria terug.

### 7.1.2 Grahams net-net strategie

Mocht een bedrijf niet aan één van deze twee groepen selectiecriteria voldoen dan rest er nog een laatste selectiecriteria. Dit zijn ruwweg de bedrijven waarvan de marktwaarde minder is dan de vlottende activa minus de verplichtingen en die gedurende de afgelopen twaalf maanden geen verliezen hebben gerapporteerd. Hierbij worden vlottende activa zoals een debiteurensaldo niet voor het volle pond gewaardeerd maar bijvoorbeeld voor slechts 80%. Aandelen die voldoen aan Grahams derde criterium worden ook wel *net-nets* genoemd.

Verschillende beursstatistici hebben gecontroleerd of aandelen selecteren met de net-net strategie inderdaad een goed rendement oplevert. Het onderzoek *Ben Graham's Net Nets: Seventy-Five Years Old and Outperforming* door Carlisle, Mohanty en Oxman bestrijkt de 25 jaar van begin 1984 tot en met eind 2008. Ik raad iedereen die in net-nets wil beleggen aan deze gratis te downloaden pdf te lezen.

Zij vinden dat aandelen die minder dan 2/3 van de net-net waarde noteren het gemiddeld veel beter doen dan de smallcapindex waarmee ze vergelijken. Deze smallcapindex kocht steeds de 10% kleinste bedrijven. De smallcapindex deed het in de onderzochte periode zeer goed met een gemiddeld maandrendement van 1,24%. Dat is bijna 16% op jaarbasis. De portefeuille met net-nets haalde echter een gemiddeld maandrendement van maar liefst 2,55%: ruim 35% op jaarbasis. Het verschil in rendement is dus enorm! Uit hun onderzoek blijkt bovendien dat een gespreide portefeuille van net-nets ongeveer net zo volatiel is als de smallcapindex.

Dit soort publicaties bevatten vaak veel interessante details. Zo doen de 20% aandelen met de allergrootste korting ten opzichte van de netto liquide bezittingen het minder goed dan de aandelen met kleinere kortingen. Voor de overige 80% van de net-nets gaat wel op

dat het rendement toeneemt met de korting op de net-net waarde. Verder bevestigen zij de resultaten van eerdere onderzoekers dat het weinig uitmaakt of zo'n bedrijf nu wel of geen winst maakt. Integendeel, net als eerdere onderzoekers vinden ze dat juist verliesgevendende net-nets de beste koopjes zijn.

**Waarom zijn net-nets zo goedkoop?** Natuurlijk spelen psychologische factoren een rol. Meestal maken dit soort bedrijven weinig winst of zelfs verlies. Het vele overtollige kasgeld levert verder nauwelijks rendement op. Beleggers schatten kennelijk instinctief de kans dat de winst omhoog gaat of dat het kasgeld op de korte termijn goed besteed gaat worden te laag in.

Doordat niemand deze aandelen wil hebben worden ze ook maar weinig verhandeld. En bezit waar je moeilijk vanaf komt is nu eenmaal minder waard. Een deel van de lage waarderingen van net-nets is volgens Carlisle, Mohanty en Oxman te verklaren door de kleinere liquiditeit. Het zijn dus meestal geen beleggingen waarin je heel veel geld kunt beleggen zonder dat de koers flink omhoog gaat.

Hieronder volgen twee voorbeelden die de statistische resultaten van Carlisle, Mohanty en Oxman illustreren. Deze voorbeelden laten zien dat het bij beleggen in net-nets vaak gaat om een keuze tussen 2 kwaden. Het eerste bedrijf maakt winst, althans op papier, maar heeft een extreem onbetrouwbaar management. Het management van het tweede bedrijf lijkt betrouwbaar maar het bedrijf zelf maakt al jarenlang verlies. De statistiek suggereert dat de beste beleggingsweddenschappen onder net-nets van de tweede categorie te vinden zijn.

**Jiangbo Pharmaceuticals.** Begin 2011 was de beurswaarde van deze in de VS genoteerde Chinese smallcap ongeveer de helft van de net-net waarde. Het bedrijf maakte winst. Veel beleggers dachten verder dat het bedrijf kansrijke medicijnen in de pijplijn had. De groeivoorzichten van het bedrijf waren dus goed.

Waarom stond het aandeel dan onder druk? Het bedrijf had zeer veel geld in kas maar betaalde daarvan niks uit. Ook een grote lening van de grote Amerikaanse waardebelegger Pope Investments werd niet terugbetaald. Het bedrijf zei dat men het geld niet kon overmaken vanwege beperkingen op het kapitaalverkeer tussen China en de VS. Enkele maanden daarna kwam de waarheid aan het licht. Het bedrijf had zeer waarschijnlijk geen cent op de bank, had nauwelijks personeel in dienst en zo waren er nog tal van andere onregelmatigheden. De koers daalde daarop naar (bijna) nul.

**Deswell Industries.** Deswell Industries (DSWL) is gevestigd in Macau met fabrieken in de buurt op het Chinese vasteland. Het verliesgevende bedrijf maakt electronica, kunststofbehuizingen en de mallen daarvoor. Het bedrijf had begin september 2013 geen schulden. De verhouding koers/boekwaarde lag tussen de 0,4 en de 0,5. Wie het jaarverslag goed las kon verder vermoeden dat het bedrijf op flinke vastgoedwinsten zat. De beurskoers was iets meer dan 2/3 van de boekwaarde van de liquide middelen. Het bedrijf voldeed daarmee vrijwel aan de voorwaarden uit het onderzoek van Carlisle, Mohanty en Oxman.

Het bedrijf had veel gedaan om de verliezen om te draaien naar winsten. Helaas bleef de omzet ook in 2013 onder het break-evenpunt. Ondanks de voortdurende jarenlange verliezen gedroeg het management zich alsof er niets aan de hand was. Men ging gewoon door met het doen van kleine investeringen in de fabrieken. En men betaalde een flink dividendrendement van bijna 8%. Bovendien kocht het bedrijf behoorlijk wat aandelen in.

Drie van de managers hadden verder ieder een ongeveer even groot belang in het bedrijf. Ik schat dat deze insiders in het totaal ongeveer 25% van de aandelen bezaten. Waren zij betrouwbaar? Uit hun gedrag valt niet op te maken van niet. Het bedrijf was al meer dan 15 jaar genoteerd aan de Amerikaanse beurs. Gedurende deze jaren was er volgens mij niets gebeurd waaruit hun onbetrouwbaarheid zou blijken. Bovendien was er al 10 jaar lang trouw dividend uitbetaald. Ook het terugkopen van aandelen zou ik uitleggen als teken van betrouwbaarheid.

Behalve dat de aandelen Deswell Industries net-nets zijn hebben ze dus nog meer statistisch gunstige eigenschappen. Deze aandelen hebben een hoog dividendrendement, een lage verhouding koers/boekwaarde en een hoog terugkooprendement. De tijd zal ons leren of deze aandelen een goede belegging zijn.

### 7.1.3 Welk selectiecriteria is het beste?

Graham belegde het liefste in bedrijven die aan de eerste groep selectiecriteria voldeden. Alleen als hij niet genoeg beleggingen in deze categorie vond, dan bekeek hij aandelen die aan de tweede groep selectiecriteria voldeden. Waren die er evenmin, dan zocht hij beleggingen die aan zijn laatste selectiecriteria voldeden. Na de crisis in de jaren '30 waren er volop bedrijven die aan zijn criteria voldeden. Andere beleggers namen echter zijn methoden over, waardoor de

aandelenmarkten gaandeweg efficiënter werden. Uiteindelijk waren er in de jaren '50 nauwelijks nog bedrijven die aan zijn criteria voldeden. Voor Graham was dat geen probleem: hij had genoeg verdiend, kocht een huis in Californië en ging met pensioen.

Komen de makkelijke stock picks uit grootmoeders tijd ooit nog terug? Tegenwoordig zijn er zoveel mensen op de hoogte van Grahams methoden dat je zou denken van niet. Echter in tijden van ernstige crisis zien we dat bedrijven nog steeds zoveel ondergewaardeerd kunnen raken dat ze wel aan zijn criteria voldoen. Ook bedrijven met ernstige tegenslagen voldoen soms aan Grahams criteria. Met name bedrijven in de laatste categorie komen nog steeds voor, als je maar weet waar je ze moet zoeken. Zo schrijft David Merkel in één van zijn blogs dat hij na de dot-com crisis in 2002 met succes in dot-commers met veel netto liquide bezittingen belegde. Het zou me daarom niets verbazen als er in Griekenland op dit moment (2015) zulke bedrijven te koop zijn. Of wat dacht je van bedrijven in IJsland ten tijde van de crisis daar, of in Cyprus? Er is dus altijd wel ergens een diepe economische crisis met bijbehorende sterk ondergewaardeerde bedrijven. In zo'n situatie zijn bedrijven die meer netto liquide bezittingen hebben dan ze op de beurs kosten doorgaans zeer lucratieve beleggingen.

De vraag is natuurlijk wat de koers van dit soort bedrijven dan omhoog stuwt. Theoretisch gezien is het beter om een bedrijf dat voor minder dan zijn liquidatiewaarde verhandeld wordt op te kopen. De aandeelhouders krijgen dan uit de opbrengst van de bezittingen een hoger bedrag dan de beurskoers. Bij beursgenoteerde bedrijven gebeurt dit helaas zelden. Volgens Graham komt dit omdat het management een groot financieel belang heeft bij de continuïteit van het bedrijf. Met andere woorden: de directeuren willen ook graag dat hun salaris elke maand uitbetaald wordt. Toch probeert het management meestal ervoor te zorgen dat de beurskoers boven de liquidatiewaarde ligt. Dit kunnen ze bijvoorbeeld doen door een gedeelte van het bedrijf te verkopen en de opbrengst als dividend uit te betalen. Ze kunnen ook verliesgevende activiteiten reorganiseren of zelfs beëindigen. Een enkele keer wordt zo'n bedrijf in zijn geheel overgenomen, bijvoorbeeld met een management buyout. Soms is er ten slotte genoeg geld om aandelen in te kopen of extra dividend uit te betalen.

### 7.1.4 Interviews uit 1976

In een aantal interviews in 1976, vlak voor zijn dood, zegt hij dat de aandelenmarkten zo efficiënt zijn geworden dat het waarschijnlijk niet meer uitkan om met veel studeren de allerbeste beleggingen op te sporen. In plaats daarvan raadt hij individuele beleggers aan om met de statistiek te beleggen. In het eerste interview zegt hij dat hij een statistisch onderzoek over 50 jaar bijna heeft afgerond. Ook daarin was hij zijn tijd dus vooruit.

Hij noemt twee mogelijke beleggingsstrategieën. De eerste strategie is beleggen met zijn laatste selectie criterium. Hij erkent daarbij dat deze aandelen sinds de jaren '50 zeer zeldzaam zijn geworden. Echter tijdens een crisis, zoals die tussen 1974 en 1976, komen ze volgens hem nog wel veel voor. In het tweede interview noemt hij verder niet de eis dat deze zogenaamde *net-net* bedrijven de laatste 12 maanden winst gemaakt moeten hebben.

In betere beurstijden gaf hij de voorkeur aan aandelen met een koers van minder dan 7 keer de winst over de afgelopen 12 maanden. Echter aandelen met een koers/boekwaardeverhouding van onder de 0,83 en aandelen met een dividendrendement van meer dan 7% zijn volgens hem ook ook interessante beleggingen. Al deze bedrijven moeten verder een sterke balans hebben. De verhouding bezittingen/eigen vermogen moet onder de 2 liggen.

In het eerste interview gaat hij in op wat een gunstige koers/winstverhouding is. Daarbij gebruikt hij het begrip *earnings yield*. Het *earnings yield* is het omgekeerde van de koers/winstverhouding. Een koers/winstverhouding van 5 komt dus overeen met een *earnings yield* van 20%. Dit is het percentage van de beurskoers dat het bedrijf de afgelopen 12 maanden heeft verdiend. Het mooie van dit percentage is dat je het kunt vergelijken met het percentage dat je krijgt op een spaarrekening. Om precies te zijn vindt hij aandelen met een *earnings yield* van meer dan twee keer de rente op de veiligste staatsobligaties statistisch interessante beursweddenschappen. Daarbij houdt hij altijd een maximum koers/winstverhouding van 10 aan. Als de rente boven de 5% is dan houdt hij zelfs een maximum koers/winstverhouding van 7 aan. Vooral als het bedrijf minstens de helft van haar inkomsten uitbetaalt is zo'n aandeel een goede weddenschap. Het dividendrendement is dan minstens net zo groot als het rendement op staatsobligaties.

**Wanneer verkocht Graham?** In zijn boek *Security Analysis* uit 1934 heb ik hier helaas weinig over kunnen vinden. Ik vermoed dat hij

destijds volbelegd was. Zo raadt hij aan het einde van dit boek aan om vooral niet te snel van aandeel te wisselen. Hij schrijft dat het beter is om een aandeel pas te verwisselen voor een aandeel van een ander bedrijf als je tenminste 50% meer voor je geld krijgt.

In het tweede interview uit 1976 raadt hij particuliere beleggers aan om te verkopen bij een van te voren vastgestelde koersstijging, bijvoorbeeld 50% of 100%. Deze strategie moet dan volgens hem gecombineerd worden met een maximale periode waarin je het aandeel hebt. Als een aandeel na 2 tot 3 jaar niet genoeg is gestegen doe je er goed aan om het aandeel toch te verkopen tegen de dan geldende koers. Dit is een momentumstrategie. Je verkoopt een goedkoop aandeel niet meteen als het duurder is geworden maar je wacht verdere koersstijging rustig af. Na 50% of 100% koersstijging is de kans dat het nog meer omhoog gaat flink afgenomen en verkoop je. Als er 2-3 jaar lang geen momentum is waarop je kan verkopen dan voorspelt dat een laag rendement. Vandaar dat het verstandig is om na 2-3 jaar te verkopen.

**Resultaten statistisch onderzoek.** Net voor zijn dood kwam hij naar buiten met uitkomsten van zijn statistische aandelenonderzoek. Op 20 september 1976 publiceerde het tijdschrift *Medical Economics* een derde interview. Hierin bespreekt hij een simpele strategie die door een indexfonds uitgevoerd kan worden. Hij zei dat je met deze strategie een gemiddeld rendement kan halen van 15% exclusief dividend en handelskosten. Volgens deze strategie koop je 30 aandelen met een lage koerswinstverhouding zoals hierboven beschreven. De bedrijven mogen daarnaast niet teveel schulden hebben: de verhouding tussen de bezittingen en het eigen vermogen mag maximaal 2 zijn. We zijn dit al eerder tegengekomen op bladzijde 89. Deze aandelen verkoop je vervolgens bij voldoende koerswinst of na 2 tot 3 jaar, zie opnieuw hierboven.

Nu zijn er ongetwijfeld mensen sceptisch. Zou hij het misschien allemaal uit zijn duim gezogen hebben? Ik kan het me niet voorstellen. Mensen die hem goed gekend hebben beschrijven hem als extreem intelligent en extreem gul. Hij heeft altijd graag zijn kennis willen delen. Zo gaf hij, tijdens lunches aandelentips aan andere fondsmanagers. Na zo'n lunch steeg zo'n aandeel dan snel tot frustratie van zijn ondergeschikten. Hij was ook steeds op zoek naar een nieuwe intellectuele uitdaging, die hij ongetwijfeld in dit statistische onderzoek gevonden heeft. Helaas heeft hij de details ervan niet kunnen publiceren. We hebben echter geen reden om aan zijn resultaten te twijfelen, te meer daar deze overeenkomen met de uit-

komsten van andere statistische onderzoeken in de jaren daarna.

Toen zijn beleggingsstrategieën niet meer concurrerend waren ging hij zich als één van de eersten in indexstrategieën verdiepen. Ook wat dat betreft is hij dus een echte waardebelegger: iemand die de markt probeert te verslaan door steeds bij te leren. Overigens zijn er ook vandaag de dag nog genoeg aandelen die aan zijn eenvoudige indexcriteria voldoen. De tijd lijkt in dit opzicht stil te staan. Niets wijst er op dat deze indexstrategie vandaag de dag minder goed zou werken als gedurende de door hem onderzochte periode van 1926 tot 1976.

### **7.1.5 Graham over technische analyse.**

Graham had weinig op met het tekenen van support- en weerstandslijnen in koersgrafieken. Ook in de jaren '30 deden veel mensen dat al. Als dat zou werken dan zou volgens hem iedereen dit doen. Hierdoor zou er al gauw niets aan te verdienen zijn. Datzelfde geldt natuurlijk ook voor waardebeleggen. Hopelijk heb ik tot dusver voldoende redenen gegeven voor de stelling dat veel beleggers geen waardebeleggers zijn. Ik kan zelf geen reden geven waarom mensen geen technische analyse zouden toepassen als dat echt zou werken.

Zijn er überhaupt beleggers rijk geworden met technische analyse? Als het zou werken dan zou je ook onder de meest succesvolle beleggers technisch analisten verwachten. Op de website gurufocus.com staat een lijst met meer dan 100 zeer grote beleggers met het hoogste langjarige rendement. Al die beleggers hebben verschillende strategieën. Zouden daaronder beleggers te vinden zijn met technische analyse als kompas? Ik heb eind juli 2013 al hun profielen nagelopen en het blijkt dat geen van hen zijn of haar miljard(en) met technische analyse heeft verdiend!

Waar hebben ze het dan mee verdiend? Met fundamentele analyse! Er zitten enkele beleggers tussen die vooral gaan voor een hoge winstgroei van de bedrijven waar ze in beleggen. Er zitten ook enkele beleggers tussen die proberen in te spelen op macro-economische trends. Maar verreweg de meeste van deze beleggers noemen zich waardebelegger.

## **7.2 David Merkel**

David Merkel is een fondsmanager die echter vooral bekend is van zijn duizenden internetartikelen over beleggen. Deze zijn voorname-

lijk te vinden op zijn blog [alephblog.com](http://alephblog.com). Hij is een zeer conservatieve waardebelegger, dat wil zeggen dat hij in zijn beleggingsbeslissingen altijd lijkt uit te gaan van pessimistische scenario's. Op die manier beperkt hij de eventuele verliezen. Oorspronkelijk was hij actuaris. Vanuit die achtergrond belegt hij waarschijnlijk veel in verzekeringsmaatschappijen en heeft hij veel oog voor de statistische kans op succes van zijn beleggingen. Zie ook hoofdstuk 4.

**Beleggingstraining.** Merkel geeft enkele tips om beter te worden als belegger zonder echt te beleggen. Eén van deze tips is om te handelen op papier. Je kunt dit als spel met anderen doen, bijvoorbeeld met je kinderen. In dit spel krijgt elke deelnemer een fictief bedrag om te beleggen. Kies dan bedrijven uit om in te beleggen. Hou op een spreadsheet bij tegen welke prijs je op papier koopt en verkoopt. Hou met de spreadsheet ook steeds het totaalbedrag bij. De winnaar is degene die na een bepaalde tijd het hoogste bedrag heeft.

Een andere tip is om zelf een minionderneming te starten. Je kunt daarbij denken aan een ijscokar, een webwinkel of aan het zelf uitgeven van een boek zoals dit. Bij zoiets moet je allerlei investeringsbeslissingen maken. Hierbij moet je steeds de toekomst realistisch inschatten, dus niet te optimistisch maar ook niet te pessimistisch. Van de hierna te bespreken Buffett, de succesvolste belegger aller tijden, is bekend dat hij in zijn jeugd ook veel van dit soort kleine ondernemingen had.

**Echt beleggen: acht beleggingsregels.** Tussen Merkel's duizenden internetartikelen zijn negen artikelen te vinden die ik beschouw als de kortste weergave van zijn beleggingsstijl. Deze artikelen beschrijven een aantal hoofdregels die hij gebruikt bij het beoordelen van beleggingen. Hier volgt wat ik heb opgestoken van deze regels.

### 7.2.1 Analyseer en beleg in de juiste (sub)sector

Niet alle sectoren en subsectoren in het bedrijfsleven worden even grondig door beleggers geanalyseerd. Sectoren worden ook vaak minder goed geanalyseerd dan individuele bedrijven. Dit leidt er vaak toe dat een hele sector of subsector onder- of overgewaardeerd is. Volgens David Merkel is op het juiste moment in de juiste sector beleggen de sleutel geweest van zijn beleggingssucces. Het zal iedereen duidelijk zijn dat het goed is om af en toe bepaalde sectoren te vermijden, zoals in 1999 de informatietechnologiesector en in 2007 en 2008 de financiële sector. Besteed dus tijd aan het analyseren van een potentieel ondergewaardeerde sector.



**Sectoren onder druk.** Het kan zijn dat de sector als geheel onder druk staat, maar dat er licht is aan het einde van de tunnel. In dat geval maakt David Merkel gebruik van het feit dat de markt in zo'n geval meestal overdrijft. Hij kiest dan goed geleide bedrijven met een extreem solide boekhoudkundige balans. Deze bedrijven overleven de misère en profiteren daarna van extra vraag door weggevallen productiecapaciteit.

Een voorbeeld van een sector die op dit moment onder druk staat, is die van de rederijen die het internationale droge bulktransport (dry bulk) verzorgen. Doordat er te veel schepen in de vaart zijn staan de vrachttarieven onder druk. De verwachting is dat er langzaam oude schepen uit de vaart worden genomen, waarna de tarieven weer zullen stijgen. Door in deze sector financieel zeer solide bedrijven te kiezen, is het misschien mogelijk te profiteren van de onderwaardering van deze sector.

Eind 2012 leek Diana Shipping zo'n bedrijf. De aandelen van dit bedrijf werden toen ver onder de boekwaarde verhandeld. De balans was verder solide: het bedrijf had ongeveer evenveel geld in kas als het schulden had. Door de lage verhuurtarieven in de markt werd er weinig winst gemaakt. In 2013 zou de winst waarschijnlijk blijven dalen. Echter uit het overzicht van de schepen en hun verhuurtarieven bleek dat de omzet waarschijnlijk voldoende zou blijven om niet of nauwelijks in te hoeven teren op het kasgeld. Ondertussen profiteerde het bedrijf door gloednieuwe schepen tegen lage prijzen op te kopen. Deze schepen waren in de aanbieding doordat de rederijen die ze oorspronkelijk besteld hadden, geen geld hadden om ze te betalen.

Lezers van het jaarverslag over 2011 zullen het aandeel misschien niet allemaal gekocht hebben. Daarin stond dat de boekwaarde van de schepen veel hoger was dan hun marktwaarde. Het bedrijf was zo eerlijk om het verschil te vermelden. Daaraan kon je zien dat de nettobezittingen van het bedrijf eind 2012 waarschijnlijk iets minder waard waren dan de beurswaarde. Ook vanwege de dalende winst was mijn conclusie dat dit aandeel eind 2012 waarschijnlijk niet te koop was voor minder dan de werkelijke waarde. Een stijging van de vracht- en verhuurtarieven zou dit echter drastisch kunnen veranderen.

**Gunstige langjarige trend.** Een sector die onderhevig is aan een gunstige langjarige trend is de gezondheidszorg. Door bevolkingsgroei en de groeiende welvaart in ontwikkelingslanden en het verouderen van de westerse bevolking groeit de markt voor medicijnen en

medische apparatuur. In deze sector loont het wellicht om een snel groeiend maar minder goed gefinancierd bedrijf uit te kiezen.

Grote bedrijven in de informatietechnologie hebben op dit moment last van de zwakke wereldeconomie. Daarnaast hebben ze soms verouderde producten en soms ook zo'n groot marktaandeel dat ze niet veel meer groeien. Daardoor staan hun waarderingen onder druk. Er is nu echter een trend gaande dat deze bedrijven steeds meer dividend gaan uitkeren en aandelen gaan terugkopen. Deze trend is misschien nog niet volledig in de koersen verwerkt.

### 7.2.2 Beleg met de statistiek

David Merkel koopt aandelen met lage verhoudingen koers/winst, koers/boekwaarde, koers/omzet, koers/kasstroom, koers/vrije kasstroom, bedrijfswaarde/EBIDTA.

Aandelen met gunstige verhoudingen hebben statistisch een hoger beursrendement. Vaak gaan deze verhoudingen op den duur terug naar een langjarig gemiddelde. Hogere marges worden bijvoorbeeld weggeconcurrereerd of tenietgedaan door kostenstijgingen en voor een meevaller in het huidige jaar is er een volgend jaar een tegenvaller. Dat betekent dat de winst, boekwaarde, omzet, e.d. van dit soort bedrijven achteruit gaat of dat de koers omhoog gaat. Als deze verhoudingen flink wijzigen nadat je een waardeandaal hebt gekocht is het aan te raden om weer te verkopen.

Lage verhoudingen bedrijfswaarde/EBIDTA vergroten de kans op een overname met de daarbij horende premie. Ongunstige verhoudingen met de kasstroom in de noemer kunnen betekenen dat het bedrijf extra financiering nodig heeft. Ongunstige verhoudingen met de omzet of de kasstroom in de noemer kunnen ook betekenen dat het bedrijf niet zo winstgevend is als de officiële cijfers ons vertellen. Vooral de combinatie van een gunstige verhouding koers/winst met ongunstige verhoudingen koers/kasstroom en koers/omzet is een sterk waarschuwingssignaal.

**Assurant.** David Merkel is al jaren zeer enthousiast over de verzekeringsmaatschappij Assurant (AIZ). Dit bedrijf heeft volgens hem een zeer goed management en duurzame concurrentievoordelen. Beleggen in Assurant was in de zomer van 2012 ook beleggen met de statistiek mee. Assurant had toen een koers/winstverhouding van onder de 6 en de verhouding koers/boekwaarde was ongeveer 0,6. De aandelen van het bedrijf werden dus voor minder dan de boekwaarde verhandeld. Assurant had een mooie balans met weinig

schulden. Verder gaf het bedrijf een behoorlijk dividend van ongeveer 2,4% en kocht het veel aandelen in. Daardoor was het totale aandeelhoudersrendement boven de 10%.

### **7.2.3 Per sector alleen de beste bedrijven kopen**

David Merkel selecteert in een sector de bedrijven die het nu goed doen en tegelijkertijd weinig schulden hebben. Hij vermijdt aandelen die vanwege extreem gunstige vooruitzichten een hoge waardering hebben. Beleggers houden namelijk van dit soort loterijaandelen. Zij kopen aandelen met hoge risico's in de hoop op een zeer hoog rendement. De kunst is om dit soort aandelen te vermijden en alleen ondergewaardeerde aandelen van bedrijven te kopen die het nu goed doen.

Let op: beleggen in de beste bedrijven per sector betekent niet per se beleggen in goede bedrijven. Aan elk ondergewaardeerd bedrijf zit wel een vlekje!

### **7.2.4 Bedrijven van de juiste grootte om hun nichemarkten te bedienen kopen**

David Merkel koopt bedrijven die nog ruimte hebben om te groeien. Dat zijn vooral de kleinere bedrijven. Grote bedrijven kunnen natuurlijk ook in een nieuwe (niche)markt stappen, maar hun winst zal dan niet gauw verdubbelen.

Bedrijven met ruimte om te groeien kunnen ook bedrijven zijn met een duurzaam concurrentievoordeel in een groeiende markt. Dit zijn dan vaak weer de wat grotere bedrijven. Want het kost meestal vele jaren groeien om zo'n concurrentievoordeel te verwerven.

### **7.2.5 Financiële verslagen analyseren om bepaalde bedrijven te vermijden**

Er zijn bedrijven die de regels voor de rapportage van financiële gegevens aan hun laars lappen. Deze bedrijven moet een waardebelegger te allen tijde vermijden. David Merkel hanteert vier eenvoudige regels waarmee je de meeste bedrijven in deze categorie kunt herkennen.

1. Let bij bedrijven buiten de financiële sector vooral op het verschil tussen de kasstroom uit de gewone bedrijfsvoering en de gerapporteerde winst. Als de kasstroom niet groeit maar de winst wel, dan is dat een waarschuwingssignaal. Een ander

waarschuwingssignaal is als de kasstroom uit financiering sneller groeit dan de winst.

2. Controleer voor bedrijven buiten de financiële sector de overlopende rekeningen die op de gewone bedrijfsvoering betrekking hebben. Dit zijn bijvoorbeeld de posten *Crediteuren*, *Debiteuren*, *Goodwill*, en *Uitgestelde belastingen*. Deze bezittingen en verplichtingen zijn in werkelijkheid nog weleens anders dan in een jaarverslag.
3. Vergelijk het belastbaar inkomen met de gerapporteerde winst. Als er maar over een klein deel van de winst belasting betaald wordt, kan het zijn dat het management goed is in het ontwijken van belasting. Het is ook mogelijk dat de winst in werkelijkheid kleiner is dan gerapporteerd.
4. Opgegeven winst die groter is dan de stijging in boekwaarde plus het dividend is een waarschuwingssignaal. Controleer in verband hiermee of het bedrijf misschien eigen aandelen inkoop voor een te hoge prijs, of dat het bedrijf onderdelen verkoopt tegen een te lage prijs.

### 7.2.6 Beleg in bedrijven die verstandig met geld omgaan

Bedrijven die veel geld verspillen zijn op den duur niet concurrerend en komen vaker in problemen. Zo vindt Merkel het beter om niet in bedrijven te beleggen die meer dividend betalen dan ze kunnen missen.

Volgens David Merkel kopen bedrijven hun eigen aandelen verder vaak te duur in, waardoor waarde verloren gaat. De kunst is om bedrijven te selecteren die hun eigen aandelen alleen inkopen als de beurskoers laag is.

Statistisch gezien is de inkoop van eigen aandelen echter een gunstige factor voor het beursrendement. En hoeveel is te duur? Voor mij zijn er twee situaties waarin de meeste bedrijven er goed aan doen eigen aandelen in te kopen. In het eerste geval is de koers lager dan de tastbare boekwaarde per aandeel. In het tweede geval is de som van de verwachte toekomstige inkomsten veel hoger dan de waarde van het aandeel.

**Acquisities beoordelen.** Een goede manier om het management van een bedrijf te beoordelen is te kijken naar het rendement op de acquisities en investeringen van een bedrijf. Beleg niet in bedrijven

die andere bedrijven te duur inkopen. Zo is het meestal een slecht teken als bedrijven zeer grote acquisities doen. Vooral acquisities met het doel voordelen uit schaalgrootte te verwerven zijn vaak slechte investeringen. Ook houdt Merkel niet van acquisities die niets met de kernactiviteiten van het overnemende bedrijf te maken hebben.

Welke acquisities hebben dan wel zijn goedkeuring? Dat zijn acquisities waarmee een bedrijf een nieuwe technologie, een nieuw verkoopkanaal, een nieuw product of een nieuwe dienst in huis haalt. De nieuwe business moet daarbij nog wel in het verlengde van de bestaande activiteiten liggen. Voor dit soort acquisities wordt vaak relatief weinig betaald. Ook zijn deze acquisities meestal makkelijk te integreren in het overnemende bedrijf.

### **7.2.7 Wanneer verkoopt Merkel?**

Drie à vier keer per jaar kijkt hij of het verstandig is aandelen in zijn portfolio te verwisselen voor andere aandelen. Meestal heeft hij steeds zo'n drie tot vier nieuwe aandelen. Deze vergelijkt hij dan met de aandelen die hij al heeft. Dit soort één op één vergelijkingen tussen twee aandelen zijn relatief makkelijk te maken.

Hij kijkt vooral naar de aandelen die meer dan 20% gestegen zijn. Hij vraagt zich daarbij af of deze aandelen nog ondergewaardeerd zijn. Verder geeft hij zichzelf ook de optie om zijn investering in zo'n aandeel terug te brengen naar het oorspronkelijke bedrag. Op dezelfde manier neemt hij ook aandelen die meer dan 20% zijn gedaald nog eens onder de loep. Hij kijkt dan of hij misschien een denkfout heeft gemaakt. Zo niet dan zal hij overwegen extra aandelen te kopen tot de waarde van zo'n investering weer gelijk is aan het oorspronkelijke bedrag. Wat helpt bij het herschikken van een portfolio is steeds één op één vergelijkingen te maken tussen een aandeel dat je nog niet hebt en een aandeel wat je al wel hebt.

## **7.3 Warren Buffett**

Met de boeken over Buffett kan makkelijk een boekenkast gevuld worden. Hieronder volgen daarom alleen de hoofdpunten van dit leerzame materiaal.

Buffett geldt als de succesvolste belegger aller tijden. En iedereen kan nog steeds in zijn fonds, Berkshire Hathaway (BRK.A en BRK.B), stappen. Zijn fonds is in principe een closed-end fonds, maar als hij de waardering extreem laag vindt koopt hij aandelen in. Heel erg

overgewaardeerd zal zijn fonds evenmin worden, want hij verkoopt constant eigen aandelen en geeft de opbrengst aan liefdadigheidsinstellingen.

In de loop der jaren hebben veel mensen zijn beleggingsstrategie bestudeerd en heeft hij er zelf ook veel over geschreven en gezegd in de jaarlijkse brieven aan zijn aandeelhouders en op de aandeelhoudersvergaderingen van zijn beleggingsfonds.

De grote vraag is wat er gebeurt met zijn beleggingsfonds als hij er niet meer is. Hij en zijn rechterhand, Charles Munger, zijn namelijk de 80 gepasseerd wat extra risico's inhoudt voor de beleggers in zijn fonds. Hij zegt een opvolger gevonden te hebben, maar wil nog niet bekend maken wie dat is.

Als hij bij zichzelf de tekenen van mentale ouderdom op tijd herkent en op tijd terugtreedt, dan is er niks aan de hand. Zijn fonds kan dan zonder problemen overgenomen worden door anderen zonder dat de beleggingsstrategie verandert. Helaas weet niemand zeker of hij inderdaad op tijd terug zal treden. Evenmin is het zeker dat een opvolger dezelfde beleggingsstrategie zal volgen of dat deze het roer helemaal om zal gooien. Op het laatste zullen de meeste aandeelhouders van Berkshire Hathaway niet zitten te wachten.

Vanwege deze risico's is het aandeel Berkshire Hathaway waarschijnlijk (zwaar) ondergewaardeerd. Ik waardeer het aandeel op minimaal 160 000 dollar bij een beurskoers van 125 000 dollar (juli 2012). Op de volgende webpagina staat verder een zeer geavanceerde calculator die de waarde van Berkshire Hathaway in verschillende scenario's berekent:

[creativeacademics.com/finance/IV.html](http://creativeacademics.com/finance/IV.html)

Ook deze calculator komt op een veel hogere waarde uit dan de huidige beurskoers, volgens sommige scenario's zelfs boven de 200 000 dollar.

**Waarde- en groeibelegger.** Buffett is zoals gezegd grotendeels een waardebelegger maar voor een deel ook een groeibelegger. Net als zijn leermeester Graham selecteert hij zijn aandelen op constante winst en winstgroei. Zoals hij het zelf zegt, belegt hij in goede bedrijven voor een redelijke prijs. Daarbij hoort volgens hem ook een management van onbesproken integriteit, zonder dat zegt hij er nooit goed uit te springen.

Buffett komt vaak in het nieuws als hij bedrijven overneemt, maar hij koopt ook gewoon aandelen op de beurs. Hij selecteert zijn bedrijven vooral op een lage prijs, groei, duurzame concurrentievoordelen en een goed management. Hij kijkt niet zozeer naar groei van het

bedrijf als geheel, maar meer naar de groei van de boekwaarde per aandeel en van de winst per aandeel. Op dividend moet hij meer belasting betalen dan op koerswinst. Daarom houdt hij van bedrijven die eigen aandelen inkopen, voor zover de koers daar laag genoeg voor is natuurlijk.

**Beleggen met grootaandeelhouders.** Hij belegt graag in bedrijven met één of meer grootaandeelhouders, zoals bedrijven met een directeur/oprichter of familiebedrijven. Bedrijven met grootaandeelhouders letten meestal meer op de lange termijn dan gewone beursgenoteerde bedrijven, wat het rendement ten goede komt. Als er grootaandeelhouders tot het management behoren dan is het wel zaak om te controleren of hun beloning redelijk is.

**Overgenomen bedrijven langetermijnhorizon geven.** Zoals genoemd koopt Buffett vaak complete bedrijven op. Deze bedrijven laat hij dan volledig zelfstandig voortbestaan. Het bestaande management blijft aan en houdt meestal een belang van 10 à 20%. Hij vraagt aan het management het bedrijf te blijven leiden alsof het nog steeds hun eigen bedrijf is. Daarbij belooft hij dat hij het bedrijf nooit zal doorverkopen. Hierdoor blijft het management gefocust op de lange termijn wat de resultaten ten goede komt. Ook de beloning van het management is op de lange termijn gericht. Buffett zegt niet precies wat hij afspreekt met zijn managers, maar duidelijk is wel dat hij geen aandelenopties gebruikt als beloningsinstrument. Het effect van zijn beloningsbeleid is in ieder geval dat vrijwel alle managers tot de pensioengerechtigde leeftijd en soms nog wel langer hun bedrijven voor Buffett blijven leiden.

**Verzekeringsmaatschappijen.** Buffett heeft in de loop der jaren een aantal verzekeringsmaatschappijen volledig overgenomen. Het gaat hierbij vooral om schadeverzekeraars, al heeft hij ook levensverzekeraars.

Omdat er vaak veel tijd zit tussen het ontvangen van premies en de uitbetaling van schade, beschikken verzekeringsmaatschappijen doorgaans over veel geld. De meeste verzekeraars beleggen dit geld in obligaties, zo niet Buffett. Zijn verzekeringsmaatschappijen beleggen dit geld in aandelen van andere bedrijven. Dit geeft het fonds van Buffett een flinke hefboom. Normaal gesproken gaat het bij beleggen met een hefboom om beleggen met duur geleend geld. Bij Buffett's hefboom gaat het om goedkoop geld. Over betaalde verzekeringspremies hoeft immers geen rente betaald te worden.

**Geen commodities.** Buffett belegt weinig in bedrijven die zogenaamde *commodities* produceren. Dit zijn goederen en diensten waarbij eigenlijk alleen maar op prijs wordt geconcurrereerd. Het gaat hierbij om producenten van grondstoffen zoals olie en ijzererts, maar ook om producenten van grondstoffen voor de bereiding van voedsel, vliegtuigmaatschappijen, autoproducenten, producenten van papier, de meeste telecombedrijven, producenten van geheugenchips, bulktransport rederijen, etc. Zijn redenering is dat deze bedrijven door steeds toenemende concurrentie op den duur niet genoeg winst maken om hun investeringen te kunnen betalen. Vooral als dit soort bedrijven erg kapitaalintensief zijn, zoals de vliegtuigmaatschappijen en de bulktransport rederijen, is de kans op een ondermaats langjarig rendement groot.

**Conservatieve belegger.** Net als de meeste andere succesvolle waardebeleggers is hij een zeer conservatieve belegger. Hij zorgt ervoor dat hij geen geld verliest. Hij houdt zich continu aan twee regels: 1. *Verlies geen geld*, en 2. *Vergeet regel 1 niet*. In zijn privéleven brengt hij dit ook in de praktijk. Hij gaf bijvoorbeeld zakgeld aan zijn kinderen. Hoe kreeg hij dit geld terug? Simpel, door een snoepjesautomaat in zijn huis te installeren.

### 7.3.1 Wanneer verkoopt Buffett?

Iemand vroeg hem eens wat zijn favoriete periode was om een aandeel te bezitten. Zijn antwoord was toen: “Voorgoed.” In de praktijk verkoopt hij wel degelijk regelmatig aandelen. De Buffett-watcher Prem Jain merkt over Buffett’s verkoopgedrag de volgende punten op in zijn boek *Buffett beyond value*.

Hij verkoopt als hij denkt dat hij een fout heeft gemaakt. Hij verkoopt verder als hij nieuws heeft gehoord dat hem niet bevalt, bijvoorbeeld als managers opeens veel te veel betaald krijgen of als er maar de kleinste aanwijzingen zijn dat er boekhoudkundig iets niet in de haak is. Ten slotte kan het natuurlijk gebeuren dat een aandeel gekocht voor de lange termijn in korte tijd zoveel stijgt, dat dit aandeel opeens sterk overgewaardeerd is. In dat geval verkoopt Buffett ook.

Mijn eigen indruk is dat hij vrij laat verkoopt. Hij lijkt pas te verkopen als het aandeel overgewaardeerd is, ondanks een optimistische schatting van de groei van vaak boven de 10%. Dat hij laat verkoopt komt deels omdat de meeste van zijn beleggingen zo groot zijn dat regelmatig in- en uitstappen een grote invloed heeft op de



koers. Mijn indruk is ook dat succesvolle professionele beleggers die Buffett nadoen, de “Buffett-klonen”, sneller in- en uitstappen. Omdat zij met minder geld te beheren sneller kunnen reageren op over- en onderwaarderingen, halen zij nogal eens een hoger rendement dan Buffett.

Tot zover het relatief idyllische beeld van Buffett als conservatieve en geduldige belegger. Want Buffett lijkt ook wel van een gokje te houden. Vooral de laatste 15 jaar belegt hij in allerlei complexe derivaten naast zijn aandelenbeleggingen.

Soms zijn dit ook gewoon speculaties op bepaalde gebeurtenissen. Dit soort gebeurtenissen zijn bijvoorbeeld een stijging van de rente, een stijging van de olieprijs, een algemene daling van de beurs, een daling van de dollar, etc. Hij lijkt dan het nieuws goed in de gaten te houden en verkoopt zodra hij denkt dat zijn verwachtingen niet waargemaakt zullen worden.

Zo is hij in het najaar van 2012 voor een groot deel uit de Credit Default Swaps op obligaties van Amerikaanse steden gestapt. Ook speculeert hij nu op een opleving van de Amerikaanse huizenmarkt. Hij gebruikt hier overigens niet alleen derivaten voor, hij doet dit soort speculaties ook door aandelen te kopen.

Misschien is het interessanter om te onderzoeken wanneer Buffett in zijn jonge jaren verkocht. Hij had toen immers nog niet zoveel geld en was daarom beter te vergelijken met de meeste gewone beleggers. De halfjaarlijkse brieven aan de aandeelhouders van het beleggingsfonds dat hij in de jaren '50 en '60 beheerde zijn gratis te downloaden. Hij geeft daarin tenminste één voorbeeld. Uit dat voorbeeld concludeer ik dat hij soms erg vroeg verkocht maar wel grote koerswinsten realiseerde. Als hij iets voor een derde van de werkelijke waarde had gekocht dan verkocht hij het misschien voor zo'n 70% van de echte waarde. Hij deed dat natuurlijk alleen als hij de opbrengst opnieuw kon investeren in een nog veel meer ondergewaardeerde belegging. Hij was toen zeker geen buy-and-hold belegger. Toch behaalde hij in zijn beginjaren zijn beste beleggingsresultaten.

### **7.3.2 Groeibeleggen volgens Buffett**

Omdat hij steeds meer vermogen te beheren kreeg, werd het voor hem steeds moeilijker om goede waarde aandelen te vinden. Daarom gooide hij in de jaren '70 het roer om. In plaats van goedkope bedrijven met een vlekje te kopen, kocht hij vanaf dat moment ook

aandelen van zeer goede bedrijven tegen gematigde prijzen. Hierbij gokte hij er steeds op dat deze bedrijven langdurig zouden groeien. Op die manier werd hij een meester in het blootleggen van waarde buiten de boekhoudkundige balans, zoals een merknaam (Coca-Cola, Gillette), een trouwe klantenkring (tabaksbedrijven) of een monopoliepositie (lokale kranten).

Is Buffett nu vooral een waardebelegger of meer een groeibelegger? Het valt niet te ontkennen dat veel van zijn aankopen gezien kunnen worden als groeibeleggingen. Zelf ziet hij dat anders. Buffett heeft eens gezegd dat hij voor 85% een waardebelegger is en daarin geïnspireerd is door Graham en Dodd. Voor de overige 15% zegt hij een belegger in groeiaandelen te zijn, waarbij hij zich geïnspireerd voelt door Philip Fisher.

### **Stabiliteit van de winstgroei**

In *Security Analysis*, in de door Buffett aanbevolen editie uit 1934, schrijven Graham en Dodd dat de stabiliteit van de inkomsten van een bedrijf een belangrijke factor is voor de beoordeling van het aandeel. En dat is precies waarnaar Buffett lijkt te leven. Hij koopt aandelen van grote bedrijven waarvan de winst *per aandeel* de afgelopen 10-20 jaar jaarlijks met een hoog, vrij constant percentage is gegroeid. Hij zoekt verder naar bedrijven met een duurzaam concurrentievoordeel. Niet toevallig hebben bedrijven met een constante langjarige hoge winstgroei vaak een duurzaam concurrentievoordeel. Hij koopt ten slotte vooral bedrijven die al vele tientallen jaren bestaan, want een duurzaam concurrentievoordeel ontstaat meestal niet van de ene dag op de andere.

Wat is dan volgens Buffett een goedkoop groeiaandeel? Dit beoordeelt hij o.a. door de beurskoers te vergelijken met het totaal van de toekomstige winsten omgerekend naar dollars van vandaag. Hij heeft nooit precies gezegd hoe hij dat doet, maar op basis van wat hij erover heeft gezegd, kunnen we er wel een gooi naar doen.

Reken eerst de groei van de winst per aandeel uit over de afgelopen 10 à 15 jaar. Deze berekening is alleen nauwkeurig als in de winst per aandeel in het eerste jaar en het laatste jaar geen dieptepunt of uitschieter is geweest. Is dat wel zo dan kun je het interval van 10 jaar eventueel een jaar naar achteren schuiven. Met het gevonden percentage wordt de winst vervolgens over 10 jaar geëxtrapoleerd. Na die 10 jaar kan er nog een tweede periode verondersteld worden waarin de winst niet groeit. Vervolgens worden alle inkom-

sten in de tijd naar vandaag teruggerekend. Dit laatste gebeurt door te veronderstellen dat de waarde zou voortkomen uit een belegging met een vast hoog percentage rendement, bijvoorbeeld 10%. Dit percentage kun je zien als een rendementseis voor een concurrerende belegging. De huidige waarde van deze denkbeeldige belegging vergelijkt Buffett dan met de beurskoers van zijn groeiaandeel. Bij een grote onderwaardering koopt hij, bij overwaardering verkoopt hij.

**IBM.** Buffett heeft in 2011 en 2012 IBM aandelen gekocht. IBM heeft de afgelopen 10 jaar een sterke en zeer regelmatige winstgroei meegemaakt van 16,1% per jaar en had een winst van 13,86 dollar over 2011. Het is zeer waarschijnlijk dat deze groei van de winst per aandeel nog een tijd doorgaat, want IBM gebruikt overtollig kasgeld om eigen aandelen in te kopen. Buffett hoopt in zijn jaarverslag van 2012 dat de koers van IBM nog zo'n vijf jaar laag blijft, totdat IBM klaar is met aandelen terugkopen.

Buffett's berekeningen kunnen gedaan worden met verschillende zogenaamde DCF (direct cash flow) calculators op het internet, bijvoorbeeld die op [gurufocus.com](http://gurufocus.com) of op [moneychimp.com](http://moneychimp.com). Laten we op [gurufocus](http://gurufocus.com) de berekening voor IBM doen. Ik ga daarbij uit van een winst van 11,69 per aandeel. Dit is de winst over 2010, net voordat Buffett aandelen IBM begon te kopen. De afgelopen 10 jaar was de winstgroei 16,1%. Je zou dit percentage kunnen nemen als percentage waarmee de winst de komende 10 jaar groeit. Het is echter niet realistisch om de winst met zo'n hoog percentage 10 jaar in de toekomst te extrapoleren. Laten we daarom 10% nemen als groeipercentage voor de komende 10 jaar. Bij de [gurufocus](http://gurufocus.com)calculator vul je verder in hoe lang het bedrijf na die 10 jaar nog operationeel is en met welk percentage het bedrijf dan groeit. In het geval van IBM is het niet onrealistisch om daarvoor 15 jaar te nemen. Het bedrijf bestaat immers al meer dan 100 jaar en heeft meer dan 440 duizend mensen in dienst gespreid over veel verschillende landen en continenten. Gedurende deze 15 jaar veronderstel ik echter een nulgroei. Ten slotte neem ik weer 10% als rendementseis. De [gurufocus](http://gurufocus.com)calculator komt dan op een waarde van 205,95 dollar.

### Waardeberekening

Hieronder geef ik de door [gurufocus.com](http://gurufocus.com) gebruikte formules. De eerste formule zegt dat de totale waarde de som is van de totale winst in de groeiperiode van  $n$  jaar plus de totale winst in de periode

van  $m$  jaar daarna:

$$W_{tot} = W_{groei} + W_{eind}. \quad (7.1)$$

Vervolgens kan de totale winst in de groeiperiode met de volgende formules berekend worden:

$$W_{groei} = W_0 x \frac{1 - x^n}{1 - x} \quad (7.2)$$

In bovenstaande formule is  $W_0$  de laatst bekende jaarwinst. De hulpvariabele  $x$  volgt uit het groeipercentage  $g$  en het percentage  $d$  waarmee euro's van volgend jaar teruggerekend worden naar euro's van vandaag:

$$x = \frac{1 + g}{1 + d} \quad (7.3)$$

De totale winst in de periode na de groeiperiode kan met onderstaande formule berekend worden:

$$W_{eind} = W_0 x^n y \frac{1 - y^m}{1 - y}. \quad (7.4)$$

In de laatste formule is de hulpvariabele  $y$  te berekenen uit het groeipercentage  $t$  in de tweede periode en het percentage  $d$  waarmee euro's van volgend jaar teruggerekend worden naar euro's van vandaag:

$$y = \frac{1 + t}{1 + d}. \quad (7.5)$$

In deze formules moeten de gebruikte percentages eerst door 100 gedeeld worden alvorens ze als variabelen  $g$ ,  $d$  en  $t$  in te voeren.

### Veiligheidsmarge

Als een dergelijke berekening precies uitkomt op de beurskoers, dan zegt de waardebeoordeling dat de belegging precies hetzelfde rendement haalt als dat van het vaste percentage  $d$  van de denkbeeldige belegging waarmee vergeleken wordt. Als dat percentage zoals hierboven 10% is, dan is dat dus nog steeds een mooi rendement. Maar hoeveel marge neemt Buffett nu eigenlijk? M.a.w. wanneer is een aandeel zo goedkoop dat Buffett er een goede belegging in ziet? Begin 2011 lag de koers van IBM nog onder de 150 dollar. In dit geval vond Buffett kennelijk een marge van ruim 30% genoeg. Als IBM inderdaad de komende 10 jaar elk jaar een winstgroei heeft van 10%

en de koers meestijgt, dan behaalt Buffett een rendement van ongeveer 14%.

Is deze groei realistisch? In het geval van IBM is de winstgroei per aandeel de eerste paar jaar in ieder geval vrij zeker vanwege een omvangrijk aandeleninkoopprogramma. Hierin verschilt de groeilegger Buffett ook van Fisher: waar Fisher vooral gokte op winstgroei door groei van het bedrijf als geheel, kijkt Buffett specifiek naar de groei van de winst per aandeel.

In paragraaf 5.5.1 kwamen we al tegen dat het voor bedrijven met een lage verhouding koers/boekwaarde vaak loont om aandelen in te kopen. Ook bedrijven die op basis van bovenstaande berekening sterk ondergewaardeerd zijn, doen er goed aan om met overtuiging kasgeld eigen aandelen in te kopen. Zij kopen dan de aandelen op de beurs voor minder dan de totaal aan de aandelen toegekende verwachte winsten.

**Pas op voor te optimistische groeiaannames.** Het gevaar van dit soort berekeningen is dat men rekent met veel te optimistische groei-percentages gedurende te lange periodes. Resultaten in het verleden zeggen nu eenmaal niets over de toekomst. Volgens statistisch onderzoek van de site gurufocus.com is het risico bij aankopen op basis van dit soort berekeningen kleiner naarmate de winstgroei constanter is. Helaas strekt dit onderzoek zich uit over een veel te korte periode om dit soort harde conclusies te trekken. Een langjarige zeer constante winstgroei is bovendien erg zeldzaam.

Zelf geef ik er de voorkeur aan om de toekomstige winstgroei niet uit het verleden te extrapoleren. In plaats daarvan gebruik ik in mijn DCF-berekeningen liever een conservatieve, lage, winstgroei en koop alleen die aandelen die dan nog ondergewaardeerd zijn. Hier volgt een voorbeeld van een conservatieve DCF-berekening.

**Western Digital.** Begin oktober 2012 was de koers van aandelen van de Amerikaanse hardeschijvenfabrikant Western Digital (WDC) 36,39 dollar. De winst per aandeel was de afgelopen vijf jaar met jaarlijks 15% gegroeid en de afgelopen tien jaar met bijna 30%. Bovendien betrof het een vrij regelmatige winst- en omzetgroei. Het management geloofde echter niet in 15% groei van de winst per aandeel voor de komende tien jaar. In plaats daarvan ging men uit van een groei van de harde schijvenmarkt van 3% per jaar. WDC opereert in een oligopolie met slechts één andere grote concurrent. Bij gebrek aan concurrentie is het dus waarschijnlijk dat de omzet van WDC de komende tien jaar ook met minimaal 3% gaat groeien.

Als het meezit groeit de winst met hetzelfde percentage als de omzet. Dit percentage winstgroei kun je dus voor de komende tien jaar in een DCF calculator, zoals die op [gurufocus.com](http://gurufocus.com), invullen. Laten we verder aannemen dat het bedrijf daarna nog vijf jaar bestaat zonder winstgroei. Als rendementseis nemen we weer 10% en zo kom je op een waarde van 69 dollar.

Zouden we de winstgroei van de afgelopen vijf jaar extrapoleren en verder alles in de berekening hetzelfde laten, dan kom je op een waarde van 146 dollar. De waarheid zal hier in het midden liggen. De winstgroei zal waarschijnlijk meer dan 3% zijn maar minder dan 15%. De DCF berekening met de ondergrens van 3% laat in ieder geval een flinke onderwaardering zien. Het management zei overigens dat zij hun aandeleninkoopprogramma baseerden op een dergelijke berekening.

Waarom is Western Digital nu zo goedkoop? Er zijn mensen die denken dat er binnen tien jaar nauwelijks nog harde schijven worden verkocht. Zij denken dat flashgeheugen de markt voor gegevensopslag dan overgenomen heeft. Bovendien lijkt het erop dat er minder apparaten met een harde schijf verkocht gaan worden door de introductie van de tablet.

Aan short sellers gelieerde partijen lijken deze trend te framen met de spreuk: "De PC is dood!" Deze oneliner is een psychologische truc om beleggers ervan te weerhouden om in PC gerelateerde aandelen zoals Dell, Microsoft en Western Digital te stappen. Maar objectief gezien is de PC helemaal niet dood. Elke kantoormedewerker gebruikt nog steeds een PC of een laptop. Ook staan er in elk huishouden nog steeds één of meer PC's. De vraag naar opslagcapaciteit staat voor een deel bovendien los van de vermeende ondergang van de PC. Veel foto's en films worden tegenwoordig naar sociale netwerken als Facebook geupload. Deze netwerken hebben natuurlijk harde schijven nodig om al die gegevens goedkoop op te slaan.

**Canadian Oil Sands.** De enige business van Canadian Oil Sands bestaat uit een aandeel in het Syncrude project. In dit project delen verschillende oliemaatschappijen de kosten en opbrengsten bij de winning van olie uit zand in een aantal dagbouwminen in Canada. Het project lijkt nu (najaar 2012) een stabiele output te hebben van rond de 350 duizend vaten per dag. De oliewinning heeft volgens mij weinig operationele risico's, hooguit zal de productie af en toe wat minder zijn door gepland en ongepland onderhoud. De partners in het project zijn nu overigens flink aan het investeren om de kans op productieverlies door verstoringen omlaag te brengen.

Bij de huidige olieprijs zijn de bewezen reserves meer dan 40 USD per aandeel waard. Is dat een realistische prijs? Ik denk het wel. In 2010 heeft Sinopec, een Chinese oliemaatschappij, Syncrude partner ConocoPhillips uitgekocht. Zij hebben daarvoor ongeveer de huidige waarde van de bewezen reserves betaald op basis van de toen geldende olieprijs.

In november 2012 schommelde de koers echter tussen de 20 en 21 USD, veel lager dus. Wat zou dit aandeel waard zijn op basis van langjarige winstschattingen, zoals in de twee voorbeelden hierboven?

Eén van de twee bestaande zandmijnen blijft in ieder geval tot in de jaren 2030 open, de andere mijn tot in de jaren 2040. En dan is er ook nog een onontgonnen gebied dat ik buiten beschouwing laat. Laten we in plaats daarvan uitgaan van de bestaande productie. Het is verder niet onredelijk te veronderstellen dat deze ieder jaar licht toe zal nemen, bijvoorbeeld met 3%. Met de welvaartsexplosie in sommige derde wereldlanden zou de olieprijs, en daarmee de winst, heel goed met 4% per jaar kunnen stijgen. Productiegroei en stijging van de olieprijs levert dus de komende tien jaar samen jaarlijks 7% winstgroei op. We weten dat de mijnen daarna nog minstens tien jaar langer meegaan. Laten we conservatief rekenen: tijdens deze laatste tien jaar blijft de winst ieder jaar gelijk. De winst over 2012 komt ten slotte waarschijnlijk uit rond de 2,1 USD per aandeel.

Als we deze gegevens invullen in de DCF calculator op [gurufocus.com](http://gurufocus.com) dan komen we uit op bijna 28 USD per aandeel bij een rendementseis van 10%. Je kunt deze waardering nog verfijnen door te corrigeren voor een aantal geplande milieu-investeringen. In dat geval kom je uit op USD 26 per aandeel. Dit is een zeer conservatieve schatting, want de mijnen zullen in de praktijk veel langer meegaan. Ook zou de echte jaarlijkse winstgroei weleens veel hoger kunnen zijn dan de geschatte percentages 7% en 0%. Laat je in de berekening de mijnen 25 i.p.v. 20 jaar open en werk je met percentages van 7% en 3%, dan is de waarde bijna USD 31. Deze waarde is gecorrigeerd voor de al geplande milieu-investeringen.

Ligt de koerswinst bij Canadian Oil Sands nu voor het oprapen? Ik denk het wel. Aan de andere kant zal de Canadese overheid de royalties over de gewonnen olie ooit verhogen. En misschien zal de overheid ook steeds strengere en kostbaardere milieueisen stellen. Verder zijn er mensen die denken dat we in 2030 massaal overgestapt zijn op alternatieve energie en dat olie dan maar een marginale rol zal spelen in onze maatschappij. En ten slotte geloven sommige

mensen dat de prijs van olie flink zal dalen door de opkomst van het fracken van gas en olie. Zij noemen bedrijven als Canadian Oil Sands ouderwets.

### **Hoeveel kapitaal kost groei?**

Groei kan het beste uit de winst gefinancierd worden. Als groei gefinancierd wordt door nieuwe aandelen uit te geven dan drukt dat doorgaans sterk op de beurskoers. Bedrijven die weinig kapitaal nodig hebben om te groeien zijn daarom meer waard. Buffett geeft daarover het volgende voorbeeld.

Stel dat je kunt kiezen uit twee bedrijven. Bedrijf A heeft voor 10 miljoen aan nettobezittingen (boekwaarde) en bedrijf B heeft voor 20 miljoen aan nettobezittingen. Beide bedrijven maken jaarlijks twee miljoen winst. Welk bedrijf zou het meeste waard zijn? Je zou denken dat bedrijf B het meeste waard is want die heeft de meeste bezittingen. Maar stel nu dat beide bedrijven hard groeien. Ze willen hun winst in een aantal jaren verdubbelen. Bedrijf A heeft daarvoor 10 miljoen aan extra geld nodig en bedrijf B heeft daarvoor maar liefst 20 miljoen extra nodig. Dat geld moet ergens vandaan komen. Bedrijf A kan op eigen kracht in 5 jaar de winstverdubbeling financieren, maar bedrijf B doet daar twee keer zo lang over. Bedrijf A is dus veel meer waard dan bedrijf B. Volgens Buffett is de waarde van bedrijf B ongeveer gelijk aan B's boekwaarde, terwijl de waarde van bedrijf A meer dan het dubbele van A's boekwaarde is.

**ASML.** Begin juli 2012 kondigde ASML aan het een overeenkomst met Intel had gesloten. Het is een ingewikkelde deal waarbij Intel een minderheidsbelang in ASML koopt en daarnaast samen met ASML flink in onderzoek en ontwikkeling voor nieuwe chipmachines investeert. Andere klanten van ASML worden aangemoedigd om een soortgelijke deal met ASML te sluiten. ASML hoopt zo veel extra geld binnen te krijgen. Hiermee kunnen ze met extra onderzoek hun bijna-monopolie in delen van de chipmachinemarkt behouden en misschien wel versterken.

Op de korte termijn gaan de bestaande aandeelhouders er met deze deal waarschijnlijk niet op achteruit. Het bericht ging dan ook gepaard met een koersstijging van het aandeel ASML. Op de wat langere duur kon dit nieuws weleens ongunstig zijn. Het nieuws onderstreept nog eens dat ASML in een sector opereert waar bedrijven zeer veel moeten investeren om verder te kunnen groeien. En



kapitaal heeft nu eenmaal zijn prijs. Of ASML met dit soort overeenkomsten inderdaad goedkoop geld aantrekt zal de toekomst ons leren.

Het is in ieder geval minder riskant om in een bedrijf te beleggen dat zijn investeringen makkelijk uit de winst kan betalen en daarbij toch concurrerend blijft. Bedrijven die aan de vooravond van grote investeringen staan, kun je op statistische gronden beter mijden. Zie ook paragraaf 4.3.12.

### 7.3.3 Zou elke belegger net als Buffett moeten beleggen?

Veel beleggers hebben Buffett bestudeerd in de hoop dat ze daardoor betere beleggers zouden worden. Maar heeft het wel zin om net zo te beleggen als Buffett? Ik denk het niet! Tussen Buffett en de meeste mensen zit nu eenmaal een groot verschil. Zo is hij waarschijnlijk heel veel slimmer. Hij is verder al zijn hele leven bezig met beleggen. En niet alleen dat, hij heeft ook het geluk gehad daarbij mensen tegen te komen waarvan hij veel kon leren. Daardoor is hij veel beter in het analyseren van bedrijven dan wij.

Veel professionele beleggers zijn er in geslaagd om zijn beleggingsstrategie om goedkoop in aandelen van uitstekende bedrijven te stappen te imiteren. Vaak hebben ze daarmee zelfs hogere rendementen behaald dan Buffett zelf. Veel professionele waardebeleggers zijn het er echter over eens dat deze strategie erg riskant is als ze slecht wordt uitgevoerd. Het is namelijk moeilijk in te schatten of een bedrijf een duurzaam concurrentievoordeel heeft. Ook zijn toekomstige groeipercentages zeer moeilijk nauwkeurig in te schatten. Daarom raden zij deze strategie af voor onervaren of zelfs voor ervaren niet-professionele beleggers.

Ook zijn veel van zijn beleggingen voor de meesten van ons niet na te volgen, zoals het overnemen van complete bedrijven. We moeten daarbij bedenken dat ook hij heeft moeten leren om als belegger leiding te geven aan zijn bedrijven.

Het belangrijkste verschil zit hem echter in het feit dat een gewone, kleine belegger nu eenmaal veel minder geld heeft. Beleggingen in small- en midcaps zijn voor Buffett daardoor niet interessant. Zelfs als het om largecaps gaat kan een kleine belegger veel makkelijker in en uit zijn beleggingen stappen en doorgaan met de volgende ondergewaardeerde belegging. Zelf heeft Buffett daarover in 1999 in *Business Week* gezegd dat hij zichzelf een rendement van 50% per jaar kon *garanderen* als hij in plaats van tientallen miljarden maar

één miljoen zou hebben. In een video op youtube werd hem jaren later de vraag gesteld hoe hij een klein bedrag van maximaal 10 miljoen USD zou beleggen. Hij zei toen dat hij dan vooral naar de klassieke waardebeleggingen in de stijl van Graham zou kijken.

## 7.4 Walter Schloss

Walter J. Schloss is net als Buffett een leerling van Benjamin Graham. Hij heeft gedurende 45 jaar een rendement gemaakt van meer dan 15% per jaar. Hij heeft veel met Buffett gemeen. Zo hebben ze niet gerookt, ze zijn beide waardebelegger en ze werkten voor Benjamin Graham. Toch maakte Schloss zijn rendement op een heel andere manier en met heel andere aandelen dan Buffett.

Hoe verdiende hij zijn geld dan? Nadat Benjamin Graham met pensioen ging, begon Schloss zijn eigen beleggingsfonds. Hij werkte jarenlang alleen, zonder personeel. Ergens in de jaren '70 kwam zijn zoon zijn eenmansbedrijf versterken. Toen waren ze dus met z'n tweeën. Ondanks de beperkte mankracht in hun bedrijf beheerden ze toch een portefeuille van rond de 100 aandelen.

Hoe deden ze dat? Hoe hielden ze het nieuws over al deze aandelen bij? En hoe hielden ze toch nog tijd over om nieuwe goedkope aandelen te zoeken?

Ze hielden zich consequent aan hun eigen regels. Die regels waren o.a. alleen beleggen in Amerikaanse aandelen, en dan alleen in de aandelen met weinig schulden die veel goedkoper waren dan hun boekwaarde. Je moet daarbij denken aan een verhouding van minder dan een derde. Ze belegden niet alleen in bedrijven met een hoge boekwaarde. Ze belegden ook in bedrijven met bezittingen die, na aftrek van schulden, duidelijk meer waard waren dan de beurswaarde. Hij beoordeelde de bezittingen daarvoor ook wel op basis van hun vervangingswaarde. Het liefst belegde Schloss daarbij in aandelen met een historie van minstens 10 jaar, waarbij het management voor een groot deel mede-eigenaar was.

Hij vergaarde relatief weinig informatie over de bedrijven waarin hij belegde. Hij sprak weinig met (ex-)personeelsleden, klanten, leveranciers of het management van de bedrijven waarin hij belegde. Hij zei dat hij het moeilijk vond om mensen te beoordelen. Daarom hield hij zich afzijdig van de mensen rond de bedrijven waarin hij belegde. In plaats daarvan besteedde hij meer aandacht aan de cijfers.

Hij keek dus weinig naar groei. Aandelen die hij kocht, hadden daarvoor soms jarenlange winstdalingen laten zien. Wat hij wel be-

oordeelde was de kans dat een belegging een permanent verlies zou opleveren.

Hij liet zich verder nauwelijks door anderen beïnvloeden. In 1994 heeft Schloss zijn beleggingsfilosofie op een A4'tje in 16 tips uitgeschreven. Eén van zijn tips is dan ook om je niet door anderen te laten beïnvloeden, maar wel je redeneringen te blijven controleren op fouten.

Toch keek Schloss ook naar het sentiment. Eén van zijn tips is namelijk om aandelen te kopen op een meerjarig laagtepunt. Is een aandeel dat je op bijvoorbeeld op het laagste punt in drie jaar koopt inderdaad statistisch winstgevender? Ik vermoed van wel, maar dan alleen in combinatie met alle andere voorwaarden die Schloss aan zijn aandelen stelde.

Een andere tip is om niet al te verkopen bij een flinke winst, maar pas te verkopen als een aandeel niet meer ondergewaardeerd is. Daarvoor moet je dus van tevoren bepalen hoeveel een aandeel waard is. Waarschijnlijk handelde hij daardoor weinig. Hij hield een aandeel gemiddeld vier jaar, dus elk jaar rouleerde ongeveer 25% van zijn vermogen.

In tegenstelling tot andere waardebeleggers was zijn fonds altijd volbelegd, zo zei hij in 1985 in een zeldzaam interview. Hij voelde zich niet zo prettig bij het hebben van geld op de bank. In één van zijn 16 beleggingstips schrijft hij daarom dat je beter aandelen dan obligaties kunt bezitten. Dat wordt inderdaad in veel statistische onderzoeken bevestigd. Hij was volbelegd zolang hij voldoende goedkope aandelen met weinig risico op permanent verlies kon vinden. In de jaren '90 werd het echter moeilijker om dat soort aandelen te vinden. Het aantal verschillende aandelen dat hij bezat nam toen af tot tussen de 60 en de 75. In 2001 waren de koersen zo hoog opgelopen dat hij en zijn zoon besloten hun beleggingsfonds op te doeken en hun klanten uit te betalen.

Om zoals Schloss te beleggen moet je veel lef hebben. Ook in de dot-comperiode was hij bijvoorbeeld overtuigd van zijn gelijk als waardebelegger. Hij ging dus zeer profijtelijk short op Yahoo en Amazon, twee destijds in alle opzichten extreem overgewaardeerde dot-commers.

Ook vond hij het moeilijk om bij te kopen nadat zijn aandelen gestegen waren. Hij kocht wel vaak bij als zijn aandelen onder zijn aankoopkoers gedaald waren. Zijn aandelen waren verder vaak turnarounds, en dan van de soort waar andere beleggers liever hun handen niet aan branden. Hij vertelde zijn klanten dan ook nooit in

welke aandelen hij belegde, dat zou ze alleen maar ongerust maken. De statistische voorwaarden die hij aan zijn aandelen stelde maakten zijn beleggingen minder riskant. Om de risico's nog wat meer te dempen, belegde hij ten slotte in meer verschillende aandelen dan andere waardebeleggers.

## 7.5 Seth Klarman

Seth Klarman heeft de afgelopen 20 jaar een superieur rendement gehaald met zijn beleggingsfonds Baupost Group. Hij is een extreem conservatieve belegger die zorgt dat hij vrijwel nooit iets verliest. Hij vindt beleggingen voor minder dan ze waard zijn door te focussen op speciale situaties, zoals obligaties van failliete bedrijven. Hij kan altijd instappen in dit soort hoogrenderende beleggingen omdat zijn fonds voor een groot deel liquide is.

Zijn beleggingsfilosofie heeft hij opgeschreven in zijn boek *Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. Dit boek wordt niet meer gedrukt en is nu voor meer dan 500 euro tweedehands op internet te koop. Dat is te veel geld voor wat erin staat, maar gelukkig is het boek ook nog ergens gratis als PDF te downloaden.

Seth Klarman hoopt met zijn boek gewone beleggers te kunnen behoeden voor fouten. Hij begint dan ook met een waarschuwing.

Succes op de beurs is niet afdwingbaar. Je kunt als belegger nog zo hard werken, het kan altijd tegenzitten. Probeer dus niet snel rijk te worden op de beurs, juist met geduld haal je betere resultaten. Het heeft dus geen zin om te proberen een index te verslaan. In plaats daarvan kun je je beter richten op een absoluut doel: het behouden van wat je hebt, of anders het behoud van de gemiddelde boekwaarde van de aandelen die je hebt. Dit doe je door beleggingen te analyseren en alleen dan te kopen als iets veel minder kost dan het waard is. Hij analyseert daarvoor bedrijven "bottom-up". Hij kijkt dus eerst naar de vooruitzichten van een potentiële belegging in plaats van naar allerlei macro-economische trends.

Klarman is in zijn boek geen buy-and-hold-belegger zoals groei-belegger Philip Fisher en Warren Buffett. Hij vindt dat de aandelenmarkten tegenwoordig zo snel op en neer gaan dat er altijd wel weer een nieuwe kansrijke belegging ontstaat. Overgewaardeerde beleggingen verkoop je dus volgens hem snel weer. De kans is bovendien groot dat je de verkochte aandelen later tegen een lagere koers kunt terugkopen.

Aandelen waarderen doe je volgens hem het beste door naar het totaal van de toekomstige inkomsten te kijken, teruggerekend naar euro's van vandaag. Stel dat een euro vandaag 3% meer waard is dan een euro volgend jaar en je krijgt een euro volgend jaar. Dan deel je die euro door 1,03 om de waarde in euro's van vandaag te berekenen. Het omrekenpercentage kies je hoger naarmate de belegging riskanter is. Dus waar je op spaargeld 3% kiest, kies je op dividendgevende aandelen bijvoorbeeld 10%. Voor riskantere aandelen die geen dividend geven kies je bijvoorbeeld 15%.

Als een bedrijf veel goed door te verkopen bezittingen heeft, kun je ook overwegen om het aandeel op basis van de waarde van deze bezittingen te waarderen. Nog beter is om verschillende waarderingmethoden op een potentiële belegging los te laten. De beste beleggingen zijn namelijk volgens elke waarderingmethode ondergewaardeerd. Let daarbij op dat de beurskoers niet zo laag is dat deze de continuïteit van het bedrijf beïnvloedt. Door een zeer lage beurskoers kan het vertrouwen van leveranciers en klanten ondermijnd worden, waardoor het bedrijf zelfs failliet kan gaan. De laatste jaren is zo een aantal banken ten onder gegaan. De bedrijven die daarbij het minste hebben geleend houden het in zo'n situatie het langste vol.

## 7.6 Howard Marks

Howard Marks belegt vooral in ondergewaarde obligaties. Dit kunnen bijvoorbeeld obligaties zijn waarbij veel marktpartijen bang zijn dat de uitgever zijn verplichtingen niet nakomt. Hij belegt daarin omdat de markten daarvoor minder efficiënt zijn dan bijvoorbeeld de aandelenmarkten. Op die manier kan hij met minder moeite en minder risico een hoger rendement halen. Hij is overigens niet de enige met die tactiek; Seth Klarman en de hierna te bespreken Martin Whitman beleggen ook in ondergewaardeerde obligaties. Zijn beleggingsmaatschappij *OakTree Capital Group* is onlangs naar de beurs gegaan en inderdaad blijkt het aantal personeelsleden daar extreem laag ten opzichte van het belegde kapitaal.

Volgens zijn boek *The Most Important Thing* bekijkt hij alleen de beleggingen die hij aangeboden krijgt van anderen. Volgens hem maak je namelijk de beste deals als je in datgene belegt waar anderen graag vanaf willen. Als bij OakTree de telefoon niet rinkelt, dan kan hij zich dus concentreren op het verkopen van zijn beleggingen.

Howard Marks benadrukt de invloed van psychologie en goed re-

deneren op het beleggingsresultaat. Zo werkt hij met het concept *second level thinking*: redeneren op een tweede, hoger niveau. Veel gewone beleggers denken namelijk slechts op een elementair niveau. Hieronder staan een paar voorbeelden van redeneringen op het eerste niveau:

- TomTom is een goed bedrijf, laten we dus het aandeel kopen.
- De economische vooruitzichten zijn slecht, laten we onze aandelen maar verkopen.
- Waarschijnlijk zal de winst van TomTom dalen, het is dus verstandig om te verkopen.

Redeneringen op het tweede niveau houden rekening met het resultaat van redeneringen op het eerste niveau van andere beleggers:

- TomTom is een goed bedrijf, maar iedereen denkt dat, dus grote kans dat het overgewaardeerd is. Laten we onze TomToms maar eens verkopen.
- Iedereen denkt dat het kommer en kwel is in de wereldeconomie en is als een gek aan het verkopen. Kopen dus!
- De winst van TomTom gaat natuurlijk dalen, maar waarschijnlijk niet zoveel als andere beleggers denken.

Om goed op het tweede niveau te denken is het aan te raden om met scenario's te werken. Zo zijn er voor elk bedrijf optimistische en pessimistische scenario's. Het is natuurlijk de kunst om beleggingen te selecteren met een hoge kans op een optimistisch scenario. Nog belangrijker is echter om niets te verliezen als een pessimistisch scenario werkelijkheid wordt.

Wat zegt de wetenschap hierover? Zorgen redeneringen op het tweede niveau inderdaad voor een hoger rendement? En waarom niet redeneren op het derde, vierde of vijfde niveau? Uit psychologisch onderzoek van o.a. James Montier blijkt inderdaad dat beleggers beter niet alleen op het eerste niveau kunnen redeneren. Vaak is het nodig om te redeneren op een derde niveau: ik denk dat hij denkt dat ik denk, dus... Verder is het waarschijnlijk zo dat redeneringen op hogere niveau's dan het derde niveau weer minder effectief zijn.

Betrek bij je analyses vooral de prijs. Koop alleen voor een lage beurskoers, maar realiseer je wel dat niet alles wat goedkoop lijkt ook goedkoop is. De prijs van een aandeel beoordeel je ten opzichte

van bijvoorbeeld de te verwachten winst of de boekwaarde. De vaak hogere prijs die voorheen voor een aandeel werd betaald speelt geen rol.

Goed redeneren betekent dus ook beter onderzoek doen dan andere beleggers. En begrijpen waarom een aandeel goedkoop lijkt. Marks raadt daarom aan om je altijd af te vragen van wie je een aandeel koopt of verkoopt.

Ook is hij er een voorstander van om vooral bedrijven en sectoren te analyseren in plaats van de economie als geheel. Het is namelijk zeer moeilijk om de cycli van de hele economie precies in te schatten. Wel is het mogelijk om ongeveer in te schatten op welk punt van de cyclus we ongeveer zitten. Wees voorzichtiger als we in de buurt van een hoogtepunt zitten, dan wanneer we ons middenin een diepe recessie bevinden.

## 7.7 Martin Whitman

Martin Whitman is een waardebelegger met een groot beleggingsfonds met de naam *Third Avenue Value Fund*. Met dit beleggingsfonds heeft hij gemeten over 21 jaar een rendement van ruim 17% gemaakt. Zijn beleggingsfilosofie heeft hij met Martin Shubik beschreven in het boek *The Aggressive Conservative Investor*. Zijn boek is één van de beste boeken over waardebeleggen.

Whitman let sterk op een goede verhouding tussen de koers en de boekwaarde. Bij het beoordelen van aandelenbeleggingen let hij er ook sterk op met wie hij aan tafel zit, dat wil zeggen welke partijen een belang hebben bij het reilen en zeilen van het bedrijf. Hij bespreekt in zijn boek allerlei aspecten van verschillende bedrijven en de invloed die de verschillende partijen daarbij uitoefenen. Hieronder volgen twee voorbeelden.

**Nieuwe directeur.** Bij het aantreden van een nieuwe directeur verandert er meestal het één en ander in een bedrijf. Begin 2012, na de dood van Steve Jobs, vond de nieuwe Apple topman Tim Cook dat Apple niet alle cash nodig had om te investeren. Daarom besloot hij een deel van Apple's goed gevulde bankrekening te gebruiken om zowel aandelen terug te kopen als dividend uit te keren. Deze situatie is typisch voor bedrijven met een manager die tegelijk grootaandeelhouder is, zoals Steve Jobs. Zij geven relatief weinig geld terug aan de aandeelhouders. Zodra zo'n manager terugtreedt is de weg vrij voor dividenduitkeringen en het terugkopen van aandelen. Vanwege het aanstaande vertrek van de oprichter was het aandeel Apple eerst

laag gewaardeerd. Door Cook's maatregelen ging de koers van Apple na de dood van Jobs enorm omhoog.

Ervaren beleggers hadden dit zien aankomen. David Merkel heeft bijvoorbeeld GoogleBots geïnstalleerd die hem steeds meteen laten weten wanneer er ergens een CEO vertrekt. Als de kaspositie van het bedrijf met de vertrekkende CEO extreem ruim is, neemt hij meestal een belang in het bedrijf.

**Saab.** Spyker Cars nam in 2010 het autobedrijf Saab over van General Motors. Na de overname gingen de zaken niet goed want het bedrijf bleef te weinig auto's verkopen. De problemen werden al snel nijpend want het bedrijf was na de overname onvoldoende gefinancierd. In 2011 werd de productie stilgelegd omdat de toeleveranciers wegens betalingsachterstanden niet meer leverden. Daarop probeerde de directeur, Victor Muller, het bedrijf aan verschillende partijen te verkopen. Uiteindelijk lukte het hem bijna om Saab aan twee Chinese autobedrijven, Youngman en Pang Da Automobile Trade Co, te verkopen.

General Motors had echter nog steeds preferente aandelen in Saab en was bang om zo een geduchte Chinese concurrent te laten ontstaan. General Motors was daarbij vooral beducht om de technische kennis van Saab niet in Chinese handen te laten vallen. General Motors blokkeerde dus de overname en daarop ging Saab failliet.

Voor beleggers als Whitman kwam deze verkoopblokkade niet onverwacht. Dat General Motors Saab niet aan een Chinees bedrijf wilde verkopen, was bovendien al in 2010, bij de overname van Saab door Spyker, bekend geworden. Beleggers die zich dat nog konden herinneren, konden in 2011 dus zorgeloos short gaan.

Whitman's beleggingsfilosofie heeft vier leidende principes:

1. Beleg in bedrijven met een sterke financiële positie. Let daarbij niet zozeer op de bezittingen, maar vooral op de afwezigheid van schulden en andere lasten. Realiseer je dat niet alle lasten op de balans staan of überhaupt genoemd worden in het jaarverslag.
2. Beleg in bedrijven met een betrouwbaar management en andere beslissers, en let daarbij vooral op hoe ze omgaan met de belangen van de gewone aandeelhouders en crediteuren.
3. Beleg in bedrijven waarover voldoende informatie te vinden is om de belegging te beoordelen.



4. Beleg in bedrijven die, ten opzichte van de waarde van hun nettovermogen, laag gewaardeerd zijn.

Volgens hem is de nettowaarde van de bezittingen belangrijk omdat bedrijven niks anders doen dan bezittingen van de ene vorm in de andere vorm omzetten. Je zou dit ook kunnen omschrijven als “Bedrijven beleggen zelf ook”. En bedrijven die dit goed doen, betalen vroeg of laat uit. Of het waarschijnlijk is dat en wanneer een bedrijf uitbetaalt, beoordeelt hij door te kijken naar de belangen van de verschillende partijen in het bedrijf.

De nettowaarde van de bedrijfsbezittingen is weliswaar moeilijk in te schatten, maar ook moeilijker boekhoudkundig te manipuleren. De nettowaarde is ook in de tijd veel stabielere dan de meer gebruikelijke winst als waarderinggrondslag.

Hij beoordeelt de waarde van de nettobezittingen dan ook op verschillende manieren. Hij kijkt bijvoorbeeld naar de boekwaarde, naar de waarde bij verkoop van het hele bedrijf, naar hoeveel de bezittingen bijdragen aan de winst van het bedrijf en naar de waarde bij liquidatie van het bedrijf. Deze waardebepaling verschilt volgens hem met de waardebepaling van de meeste beleggers, die de marktwaarde voornamelijk bepalen op basis van de kwartaalwinsten.

Dat winsten soms onbelangrijk zijn laat hij zien in verschillende voorbeelden. In één van deze voorbeelden wordt een verliesgevend bedrijf opgekocht en worden verliezen over de afgelopen drie jaar fiscaal gecompenseerd. Door deze belastingteruggave is een dergelijke deal al snel winstgevend voor de overnemende partij. Een ander scenario, waar veel Nederlandse bedrijven mee te maken hebben gehad, is dat een overgenomen bedrijf zo veel leningen krijgt dat het daardoor tijdelijk verliesgevend wordt. Door deze verliezen met eerdere winsten te compenseren kan er ook belasting teruggevraagd worden.

In een andere beschouwing schrijft hij dat het doel van bedrijven het vergaren van rijkdommen is. Het genereren van winst is slechts één manier waarop dit kan plaatsvinden. Een bedrijf kan net zo goed bezittingen goed inkopen en later voor een hogere prijs weer verkopen. Een dergelijke winst is eenmalig, maar komt net zo goed bij de aandeelhouders terecht.

Whitman kijkt niet alleen naar de bezittingen van bedrijven, maar ook naar de kosten die bezittingen met zich meebrengen. Er was bijvoorbeeld eens iemand met een stukje bouwgrond. Hij had besloten om er niet zelf op te laten bouwen, maar om het te verkopen. Er kwamen echter niet zo veel geïnteresseerden op het stukje grond af. Ondertussen kostte deze belegging hem wel tijd en geld. Elk jaar

moesten bijvoorbeeld de sloten om het stukje grond gemaaid worden, er moest onroerendzaakbelasting betaald worden, en zo waren er meer dingen. Dat was de reden dat hij blij was toen er na een aantal jaren inderdaad een goed bod gedaan werd.

Net zo goed als de persoon in dit voorbeeld hebben ook bedrijven tijd- en geldverslindende bezittingen. Denk daarbij aan gebouwen, patenten, vervoermiddelen, etc.

Graham en Dodd geven in hun boek *Security Analysis* hier nog het volgende voorbeeld van. De New York Transit Company bezat in 1926 een niet-gebruikte oliepijpleiding. Helaas kost ook een niet-gebruikte pijpleiding handenvol met geld aan o.a. belastingen en onderhoud. Deze kosten waren groter dan de overige inkomsten: het bedrijf maakte dus verlies. Gelukkig voor de aandeelhouders slaagde de directie erin de pijpleiding in 1928 te verkopen. De opbrengst werd vervolgens grotendeels uitbetaald aan de aandeelhouders. Deze uitbetaling was per aandeel ongeveer twee keer de gemiddelde koers in 1926 en 1927.

## 7.8 Mezelf en andere statistische beleggers

Veel beleggers proberen precies te voorspellen wat er gaat gebeuren in een markt of een bedrijf. Zoals ik aan het begin van dit boek heb proberen uit te leggen is dat een vrijwel onmogelijke opgave. Zelfs een klein bedrijf is al zo ingewikkeld dat buitenstaanders het niet goed kunnen analyseren. Ook voor ingewijden is de wereld om het bedrijf heen zo complex dat hun voorspellingen meestal niet uitkomen. Als voorspellingen dan toch uitkomen dan berust dat voor een groot deel op toeval. We doen zoveel voorspellingen, logisch dat er wel eens eentje uitkomt!

Wat dat betreft is beleggen in indexfondsen ideaal. Die gaan op den duur omhoog, je hebt veel spreiding en je hebt er geen omkijken naar. Toch zijn indexfondsen makkelijk te verslaan: voor kleine beleggers zijn er veel aandelen waarvan de kans dat ze sterk omhoog gaan veel groter is dan dat ze omlaag gaan. Deze aandelen vormen samen een betere index dan welke officiële beursindex dan ook. Maar omdat deze bedrijven vaak klein zijn zul je deze aandelen niet vinden in een officiële index. Dit soort goede beursweddenschappen kun je volgens mij het beste vinden met de statistiek, zie hoofdstuk 4. Voor een goed beleggingsresultaat zijn er wel veel goede weddenschappen nodig anders gaat de wet van de grote aantallen niet voor je werken. Maar hoe vind je dan veel van die goede

beursweddenschappen?

Dat is een belangrijke vraag want zoals ik in paragraaf 1.3.10 heb uitgelegd is een consistente strategie zeer belangrijk voor een goed rendement. Ik heb lang geworsteld met deze vraag. Wat me daarbij heeft geholpen is dat ik in 2015 begonnen met een nieuwsbrief voor andere statistische beleggers. Ik ben toen begonnen met onderzoek naar aandelen uit 2 door Graham aanbevolen strategieën: net-nets en zeer winstgevende aandelen met een sterke balans. Deze vond ik door aandelen met een aandelenscreener te selecteren op statistisch gunstige eigenschappen. Daarin kun je bijvoorbeeld alle aandelen met een koers/winstverhouding van minder dan 10 selecteren. Dat kun je combineren met een selectie op een lage koers/boekwaarde en andere gunstige eigenschappen. Hoe meer eisen je stelt hoe gunstiger de aandelen die je vindt, statistisch gezien. Helaas vind je er zo ook steeds minder, en dat is een groot probleem voor een statistische belegger.

Aandelen selecteren met een screener is als scholieren vergelijken op maar 2 rapportcijfers: voor Nederlands en Engels. Je kunt natuurlijk scholieren beter vergelijken op basis van hun gemiddelde voor alle vakken! Bij aandelen kan dat ook en ik ben het gaan doen. Daarvoor maak je een vergelijking tussen duizenden aandelen. Die aandelen sorteert je bijvoorbeeld eerst op koers/boekwaarde, en daarna nog een apart op koers/winst en tenslotte op koers/vrije kasstroom. Elke sortering levert voor elk aandeel een rangnummer op. Aandelen die op een eigenschap goed scoren hebben een hoog rangnummer. Stel dat je 1000 aandelen vergelijkt op koers/winst dan heeft het aandeel met de laagste koers/winstverhouding rangnummer 1000. In dit geval heb je dus voor elk aandeel 3 rangnummers: voor koers/winst, koers/boekwaarde en koers/vrije kasstroom. Deze rangnummers kun je vervolgens middelen. Tenslotte kun je de aandelen op dit gemiddelde sorteren. Dat geeft weer een nieuw rangnummer. De aandelen met de hoogste nieuwe rangnummers zijn dan de beste aandelen.

Je kunt verschillende sets met eigenschappen met elkaar combineren. Je kunt dit eerst doen voor koers/winst, koers/boekwaarde en koers/vrije kasstroom. Dat is één strategie. Een andere strategie doet hetzelfde voor koers/vrije kasstroom, koers/omzet en dividendrendement. Dat is dan weer een andere strategie. Zo zijn er eindeloos veel mogelijkheden.

Een groot voordeel van deze methode is dat je altijd weet wat het beste aandeel volgens een bepaalde strategie is. En dat je genoeg

aandelen kunt vinden om in te beleggen. Je kunt immers altijd de beste 20 aandelen nemen. Dit lijkt op wat een indexfonds doet, wat natuurlijk het mooie ervan is.

Maar hiermee zijn we er nog niet als statistische beleggers. Want wat zijn de beste strategieën? Dat weet eigenlijk niemand. Wel is het zo dat sommige strategieën onderzocht zijn door wetenschappers en andere niet. Daaruit blijkt dat er maar een paar strategieën zijn waarvan je 20% of meer per jaar kan verwachten. Zo ben ik uiteindelijk tot 6 strategieën gekomen, die ik met aandelen over zo ongeveer de hele wereld volg. In het kort zijn dit de volgende strategieën:

1. Aandelen die onder de liquidatiewaarde verhandeld worden: de net-nets van Graham.
2. Aandelen die goedkoop zijn op basis van een mix van waardefactoren.
3. Een momentumstrategie met de aandelen uit de waardemix.
4. Een momentumstrategie met aandelen van kleine bedrijven die de afgelopen 8 jaar veel winst hebben gemaakt en niet hebben uitbetaald.
5. Aandelen van zeer kleine bedrijven die de afgelopen 8 jaar veel winst hebben gemaakt en niet hebben uitbetaald of die een lage verhouding bedrijfswaarde/omzet hebben.
6. Aandelen die de laatste 12 maanden flink onderuit zijn gegaan en die de afgelopen 8 jaar veel winst hebben gemaakt en niet hebben uitbetaald of die een lage verhouding bedrijfswaarde/omzet hebben.

Er zijn weinig beleggers is alleen puur met de statistiek beleggen. Mensen beslissen altijd op basis van een verhaal over een bedrijf, en dat geldt natuurlijk net zo goed voor mij. Daarom onderzoek ik iedere maand ongeveer 20 aandelen: van elk van de 6 strategieën een paar. Voor elk aandeel lees ik nieuwsberichten, blogs, jaarverslagen, etc. Van mijn bevindingen schrijf ik steeds een kort stukje voor mijzelf en mijn abonnees. Deze verhaaltjes gebruik ik met het spreadsheet met de gesorteerde aandelen voor mijn aan- en verkoopbeslissingen.

Vaak vind ik belangrijke feiten over bedrijven die je inderdaad alleen maar kunt vinden door alles te lezen. Ik hoop dat ik daarmee

mijn beleggingsresultaten verbeter, maar weet dat natuurlijk niet zeker. Misschien dat iemand die alleen op basis van mijn 2-wekelijkse spreadsheets belegt toch een hoger rendement haalt.

Kijk op [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl) voor meer informatie of een vrijblijvend en gratis proefabonnement.