

# Aandelen selecteren als waardebelegger

## Succesvol beleggen in ondergewaardeerde aandelen

Ruerd Heeg

Maart 2013

*Voor mijn kinderen*

Inkijkexemplaar! Opeenvolgende bladzijden in dit document zijn meestal niet opeenvolgend in het boek zelf. Tussen twee pagina's loopt de tekst in deze pdf dus meestal niet door.

Overnemen van maximaal 200 woorden toegestaan met bronvermelding 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. Zie ook bladzijde 25 en 202.

Te koop op [aandelenselecteren.nl](http://aandelenselecteren.nl)  
Aantal woorden: ongeveer 75 duizend.

Geschreven in 2012 en 2013.

Tekening omslag: Tanja van de Wetering.

Redigeren tekst en drukklaar maken omslag: Ariëtte Ettema.

Copyright 2013 – Ruerd Heeg

ISBN 978-90-9027417-1

# Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b>	<b>1</b>
<b>1 Waarm wij slechte beleggers zijn</b>	<b>3</b>
1.1 Onze evolutie . . . . .	3
1.1.1 Ook grote beleggers . . . . .	3
1.2 Beslissen bij onzekerheid . . . . .	4
1.3 Denkfouten . . . . .	5
1.3.1 Niet of te laat reageren op nieuwe feiten . . . . .	6
1.3.2 Naar bevestiging van je ideeën zoeken . . . . .	8
1.3.3 De statistiek negeren . . . . .	9
1.3.4 Denken je eigen successen te kunnen creëren . . . . .	10
1.3.5 Het achteraf van tevoren zien aankomen . . . . .	11
1.3.6 In hokjes denken . . . . .	12
1.3.7 Zich te veel vast pinnen op bedragen . . . . .	13
1.3.8 Zich ideeën makkelijk laten aanpraten . . . . .	14
1.3.9 De weg er naartoe is net zo belangrijk als het resultaat . . . . .	16
1.3.10 Alleen een kortetermijngeheugen hebben . . . . .	16
1.3.11 Geen verlies willen nemen . . . . .	17
1.3.12 Loterijbeleggingen . . . . .	18
1.3.13 Aan overmoed lijden . . . . .	22
1.3.14 Niet genoeg discipline hebben . . . . .	22
1.3.15 Vasthouden aan de status quo . . . . .	23
1.3.16 Bang om achteraf ergens spijt van te krijgen . . . . .	23
1.3.17 Niet alleen naar het rendement kijken . . . . .	24
1.4 Beleggers met weinig kennis . . . . .	25
<b>2 Zeepbellen en dips</b>	<b>26</b>
2.1 Dit hebben we nog nooit eerder gezien . . . . .	26
2.1.1 Roaring twenties . . . . .	26

2.1.2	De seventies . . . . .	26
2.1.3	Junk bonds . . . . .	27
2.1.4	Japan . . . . .	27
2.1.5	Dot-comcrisis . . . . .	28
2.1.6	Crisis in 2009 . . . . .	29
2.1.7	Obligatiezeepbel? . . . . .	29
2.2	Zeepbellen herhalen zich . . . . .	30
2.2.1	Enthousiasme voor groeiaandelen . . . . .	31
2.2.2	Kredietcyclus . . . . .	31
2.3	Zeepbellen versterken zichzelf . . . . .	32
2.3.1	Bijzondere transacties . . . . .	32
2.3.2	Weinig short sellers . . . . .	32
2.3.3	Waarde van het onderpand . . . . .	33
2.4	Renderen aandelen beter dan obligaties? . . . . .	33
<b>3</b>	<b>Efficiënte markten</b>	<b>35</b>
3.1	Grote beleggers . . . . .	36
3.1.1	Nederlandse pensioenfondsen . . . . .	37
3.2	VS heeft efficiëntste markten . . . . .	39
3.3	Conclusie . . . . .	41
<b>4</b>	<b>De statistiek</b>	<b>42</b>
4.1	Ga alleen goede weddenschappen aan . . . . .	42
4.2	Beleggen aandelenindices beter? . . . . .	43
4.2.1	Mentaliteit van een index is niet te verslaan . . . . .	44
4.2.2	Welke beursindices zijn te verslaan? . . . . .	44
4.2.3	Wat zijn de beste beursindices? . . . . .	46
4.3	Statistische factoren aandelselectie . . . . .	47
4.3.1	Strategieën over minimaal 40 jaar terugerekend . . . . .	47
4.3.2	Grootte . . . . .	48
4.3.3	Koers/winst . . . . .	48
4.3.4	Koers/omzet . . . . .	50
4.3.5	Dividendrendement . . . . .	50
4.3.6	Terugkooprendement . . . . .	53
4.3.7	Aandeelhoudersrendement . . . . .	54
4.3.8	Koers/kasstroom . . . . .	54
4.3.9	Koers/boekwaarde . . . . .	54
4.3.10	Kasstroom/schulden . . . . .	55
4.3.11	Externe financiering . . . . .	55
4.3.12	Groei van de nettobedrijfsmiddelen . . . . .	56

4.3.13	Totaal overlopende activa en passiva (accruals) . . . . .	56
4.3.14	Recente groei in de beurskoers . . . . .	57
4.3.15	Sectoren . . . . .	57
4.4	Welke aandelen kun je beter vermijden? . . . . .	59
4.5	Conclusie . . . . .	60
<b>5</b>	<b>Waardebeleggen</b>	<b>62</b>
5.1	Macro- of micro-economie? . . . . .	63
5.2	Rekening houden met de statistiek . . . . .	64
5.3	Financiële gegevens onderzoeken . . . . .	65
5.4	Het jaarverslag . . . . .	66
5.4.1	Visie van het management . . . . .	67
5.4.2	Verplichte niet-boekhoudkundige informatie . . . . .	68
5.4.3	Boekhoudkundige informatie . . . . .	69
5.4.4	Bezittingen . . . . .	70
5.4.5	Verplichtingen . . . . .	71
5.4.6	Eigen vermogen . . . . .	72
5.4.7	Inkomsten en uitgaven . . . . .	73
5.4.8	Kasstromen . . . . .	75
5.4.9	Goedkeuring accountant . . . . .	75
5.5	Simpele waardebepalingen . . . . .	76
5.5.1	Schulden als hefboom . . . . .	77
5.5.2	Winst is veranderlijk . . . . .	79
5.5.3	Speciale bezittingen . . . . .	80
5.5.4	Insiders . . . . .	82
5.6	Waardebepaling met winstresidu . . . . .	82
5.6.1	Waardebepaling met winstresidu in de praktijk . . . . .	86
<b>6</b>	<b>Boekhoudkundige valkuilen</b>	<b>88</b>
6.1	Trends bepalen . . . . .	88
6.2	Debiteuren . . . . .	89
6.3	Omzet, winst en kasstroom . . . . .	90
6.3.1	Kasstroom opgepompt . . . . .	93
6.4	Voorraad . . . . .	93
6.4.1	Afschrijven op de voorraad . . . . .	94
6.5	Kosten manipuleren . . . . .	95
6.5.1	Kosten eerder boeken . . . . .	95
6.5.2	Kosten te laat boeken . . . . .	96
6.6	Liquiditeiten en kortlopende schulden . . . . .	97
6.7	Omgekeerde transacties . . . . .	97

6.8	Enmalige gebeurtenissen . . . . .	98
6.8.1	Gewone kosten opvoeren als reorganisatiekosten . . . . .	98
6.8.2	Verkoop dochteronderneming . . . . .	99
6.8.3	Enmalig dividend . . . . .	99
6.8.4	Schadeverzekeraars . . . . .	99
6.8.5	Vertrek directeur . . . . .	99
6.8.6	Afschrijven op goodwill . . . . .	100
6.8.7	Waardering tegen marktwaarde . . . . .	101
6.9	Winst hoger dan belastbare winst . . . . .	102
<b>7</b>	<b>Beleggen in groeibedrijven</b>	<b>103</b>
7.1	Philip Fisher . . . . .	103
7.2	Fishers vijftien vragen . . . . .	104
7.2.1	Heeft het bedrijf producten of diensten met voldoende potentieel voor een behoorlijke meerjarige omzetsijging? . . . . .	104
7.2.2	Is het management vastbesloten om goed verkopende producten en diensten te ontwikkelen als het groeipotentieel van de huidige producten en diensten uitgeput is? . . . . .	105
7.2.3	Hoe effectief zijn de onderzoeksinspanningen ten opzichte van de grootte van het bedrijf? . . . . .	105
7.2.4	Heeft het bedrijf een bovengemiddelde verkooporganisatie? . . . . .	106
7.2.5	Heeft het bedrijf een goede winstmarge? . . . . .	107
7.2.6	Wat doet het bedrijf om de winstmarge op peil te houden of te verbeteren? . . . . .	107
7.2.7	Heeft het bedrijf uitstekende relaties met zijn personeel? . . . . .	107
7.2.8	Heeft het bedrijf uitstekende relaties met het uitvoerende management? . . . . .	108
7.2.9	Is de CEO onvervangbaar? . . . . .	108
7.2.10	Hoe goed let een bedrijf op de kosten en hoe goed is de administratieve controle? . . . . .	108
7.2.11	Zijn er andere belangrijke aanwijzingen die erop wijzen dat het bedrijf veel beter zou kunnen zijn dan zijn concurrenten? . . . . .	109
7.2.12	Is het bedrijf meer op de korte of meer op de lange termijn gericht? . . . . .	109

7.2.13	Vereist de groei van het bedrijf zoveel nieuw geld dat er in de nabije toekomst een grote aandelenemissie nodig is? . . . . .	110
7.2.14	Praat het management vrij met beleggers als alles goed gaat, maar houdt dat op bij problemen en teleurstellingen? . . . . .	110
7.2.15	Is de integriteit van het management boven alle twijfel verheven? . . . . .	110
7.2.16	Conclusie . . . . .	113
7.3	Handelen in groeiaandelen . . . . .	114
7.4	Groeibelekken volgens Buffett . . . . .	115
7.4.1	Stabiliteit van de winstgroei . . . . .	115
7.4.2	Waardeberekening . . . . .	117
7.4.3	Veiligheidsmarge . . . . .	118
7.4.4	Hoeveel kapitaal kost groei? . . . . .	121
7.5	Groeiaandelen vermijden? . . . . .	122
7.6	Dividendgroei . . . . .	124
<b>8</b>	<b>Enkele bekende beleggers</b>	<b>125</b>
8.1	Benjamin Graham . . . . .	125
8.2	David Merkel . . . . .	128
8.2.1	Analyseer en beleg in de juiste (sub)sector . . . . .	129
8.2.2	Beleg met de statistiek . . . . .	130
8.2.3	Koop per sector alleen de beste bedrijven . . . . .	131
8.2.4	Koop bedrijven van de juiste grootte . . . . .	132
8.2.5	Analyseer de financiële verslagen . . . . .	132
8.2.6	Bedrijven die verstandig met hun geld omgaan . . . . .	133
8.3	Warren Buffett . . . . .	133
8.3.1	Wanneer verkoopt Buffett? . . . . .	137
8.4	Walter Schloss . . . . .	138
8.5	Seth Klarman . . . . .	140
8.6	Howard Marks . . . . .	141
8.7	Martin Whitman . . . . .	143
<b>9</b>	<b>Arbitragebeleggen</b>	<b>147</b>
9.1	Acquisities . . . . .	147
9.1.1	Regels rond overnames . . . . .	148
9.1.2	Management buyout . . . . .	149
9.1.3	Beoordelen overnamearbitrages . . . . .	149
9.1.4	Overnamebod in aandelen . . . . .	152

9.2	Juridische procedures . . . . .	154
9.3	Bedrijven zonder toekomst . . . . .	158
9.4	Andere arbitrages . . . . .	160
<b>10</b>	<b>Het management</b>	<b>161</b>
10.1	Onbetrouwbare managers . . . . .	161
10.2	Goede bedrijven, goed management . . . . .	162
10.2.1	Goede bedrijven investeren goed . . . . .	162
10.3	Beschrijving management in jaarverslag . . . . .	163
10.3.1	Management lang in dienst . . . . .	163
10.3.2	Googel leden managementteam . . . . .	163
10.3.3	Groootaandeelhouder benoemt management . . . . .	164
10.4	Vragen voor het management . . . . .	164
10.4.1	Welke duurzame concurrentievoordelen heeft u? . . . . .	165
10.4.2	Wat beperkt de winstgroei het meest? . . . . .	166
10.4.3	Hoe wilt u uw omzet verhogen? . . . . .	167
10.4.4	Hoeveel winst is er om te investeren, om aandelen terug te kopen of om als dividend uit te keren? . . . . .	167
10.4.5	Wat is op dit moment de beste mogelijkheid om geld uit de vrije kasstroom opnieuw te investeren? . . . . .	167
10.4.6	Hoe groot is het personeelsverloop? . . . . .	168
10.4.7	Kunt u volgend jaar uw prijzen verhogen? . . . . .	168
10.4.8	Wat is op dit moment de belangrijkste verandering voor de concurrentieverhoudingen? . . . . .	169
<b>11</b>	<b>Tips en valkuilen</b>	<b>170</b>
11.1	Geschikte aandelen vinden . . . . .	170
11.1.1	Modeaandelen . . . . .	170
11.1.2	Gevallen engelen . . . . .	171
11.1.3	Aandelenscreeners . . . . .	171
11.2	Spreiding . . . . .	172
11.3	Pas op voor financiële innovaties . . . . .	174
11.4	Meer rendement met meer risico? . . . . .	176
11.5	Wie is je tegenpartij? . . . . .	177
11.5.1	Beursgangen . . . . .	178
11.5.2	Spin-offs . . . . .	180
11.6	Beleggen in turnarounds . . . . .	182
11.7	Geleidelijke winststijgingen . . . . .	185
11.8	Kwaliteit van de balans . . . . .	186
11.8.1	Bedrijfsfinanciering als onraadsignaal . . . . .	187

11.9	Dividend- en terugkooprendement . . . . .	189
11.9.1	Payout ratio en investeringen . . . . .	190
11.9.2	Dividendbeleid . . . . .	191
11.10	Waardering van oliebedrijven . . . . .	192
11.11	Beleggen in Amerikaanse aandelen . . . . .	194
11.12	Beleggen in Canadese aandelen . . . . .	195
11.13	Valutarisico buitenlandse aandelen . . . . .	195
11.14	Beleggen in grondstofrijke landen . . . . .	196
11.15	Kopen en verkopen . . . . .	196
11.15.1	Koop of verkoop tegen de geldende koers . . . . .	196
11.15.2	Splits grotere orders in kleinere . . . . .	197
11.15.3	Gebruik het level II orderboek . . . . .	197
11.15.4	Meer liquide bij hoge waarderingen . . . . .	197
11.15.5	Wanneer doe je de tegengestelde transactie? . . . . .	198
11.16	Engelse uitdrukkingen . . . . .	198
11.16.1	Buy & hold . . . . .	198
11.16.2	Sell in May and go away . . . . .	199
11.16.3	The trend is your friend . . . . .	200
11.17	Ethisch beleggen . . . . .	200
<b>12</b>	<b>Beleggings- en indexfondsen</b>	<b>202</b>
12.1	Beleggingsfondsen . . . . .	202
12.2	Indexfondsen . . . . .	203
12.2.1	Exchange traded . . . . .	204
12.3	Je eigen indexfonds? . . . . .	204
12.3.1	Aan- en verkoopstrategie . . . . .	205
12.3.2	Aandelenselectie . . . . .	205
<b>13</b>	<b>Samenvatting en conclusies</b>	<b>207</b>
	<b>Leessuggesties</b>	<b>209</b>
	<b>Index</b>	<b>211</b>



# 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 laaggewaardeerde 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 128.

**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.

# 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

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

### 1.3.3 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 waardebeleggen 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 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.

### 1.3.5 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 ontkenen 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

# 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 waardenin-

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.



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 kruut 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 Verenigde 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

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.

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 waar veel jaarverslagen in de kast stonden.

### 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 1.3.3. Ook heb je een onnodig ingewikkelde verklaring voor de afwijkende

tent 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 100% consequente 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 statistisch beter doen.

De S&P 500 verslaat de Dow Jones met een kleine marge, waarschijnlijk doordat de Dow uit nog grotere bedrijven bestaat. Statistisch

## 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 correct 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 beursstemming.

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-

Op die manier is de kans op onevenwichtigheden in de laatste spelronde 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 evolutionaire weef fouten 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 rondsnuift, maar vooral aan boekhoudkundig onderzoek. Daarvoor publiceren de meeste bedrijven jaarverslagen. Soms is alleen het jaarverslag van het afgelopen 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 deonderwerp. 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.



waarde van minder dan 75 miljoen vrijgesteld van de goedkeuring van de interne controle. Een goede vraag aan het management is danF waarom het bedrijf zo'n goedkeuring niet heeft aangevraagd en welke andere waarborgen er dan zijn tegen fraude.

**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/winstverhouding 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 133.

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 49.

**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 pach-

## 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. Zie ook paragraaf 9.3.

## 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 debiteurensaldo 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.

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 overtollige 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 tenvallen.

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.

# Hoofdstuk 7

## Beleggen in groei-bedrijven

Dit boek gaat niet over groeibeleggen maar over waardebeleggen. Voor waarde aandelen geldt echter ook dat je ze liefst zo snel mogelijk weer wilt slijten voor een hogere prijs. Daarvoor moeten de vooruitzichten van het bedrijf dat je koopt natuurlijk goed zijn. Hiervoor moet beoordeeld worden of het bedrijf een goede groeier is. Er zijn succesvolle beleggers die zich daarin hebben gespecialiseerd. We kunnen veel van ze leren. En daarom dit hoofdstuk, dat begint met de grondlegger van het groeibeleggen: Philip Fisher.

### 7.1 Philip Fisher

Philip Fisher begon begin jaren '30 voor anderen te beleggen in aandelen. Als groeibelegger had hij in de decennia na de Tweede Wereldoorlog zijn tijd flink mee. Dit was de tijd van de opkomst van de radio, de televisie, de transistor, etc. Bovendien groeide de economie na de Tweede Wereldoorlog jarenlang flink. Ondanks al deze gunstige omstandigheden beschrijft zijn zoon hem als een belegger die nooit veel risico's nam. Dit is een eigenschap die typerend is voor de meeste succesvolle beleggers.

Hij heeft zijn beleggingsfilosofie opgeschreven in vier kleine boeken. Drie daarvan zijn gezamenlijk inclusief een leerzaam voorwoord van zijn zoon te koop als *Common stocks and uncommon profits and other writings*. Dit boek is één van de beste boeken op beleggingsgebied.

**Effect van Alzheimer.** Zijn zoon geeft in het voorwoord een bijzondere tip. Zijn vader werd namelijk getroffen door Alzheimer. Hij dacht helaas dat als hij zou stoppen met werken de ziekte sneller zou gaan. Dus ging hij ondanks zijn ziekte tot op hoge leeftijd door met beleggen. Helaas leden de beleggingsresultaten sterk onder zijn ziekte. Tien jaar voordat de eerste verschijnselen voor anderen zichtbaar werden, voelde hij kennelijk dat zijn energie afnam. Toen was hij achter in de 60. Hij snoeide zijn portfolio dus van 30 naar 6 aandelen en vervolgens naar 3 aandelen. Helaas verkocht hij de verkeerde aandelen. Het advies van

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.

#### 7.4.4 Hoeveel kapitaal kost groei?

Zoals Philip Fisher in één van zijn vijftien vragen aangeeft, is het belangrijk dat groei gefinancierd kan worden zonder nieuwe aandelen uit te geven. 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

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.

### 8.2.1 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 weggevalen 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.



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.

## 8.4 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. 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. 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 beoordeelde was de kans dat een belegging een permanent verlies zou

## Hoofdstuk 9

# Arbitragebeleggen

Arbitragebeleggen is een vorm van beleggen waarbij gespeculeerd wordt op één van meerdere mogelijke gebeurtenissen. Dit kan een gunstige uitslag van een juridische procedure zijn, het al dan niet doorgaan van een overname, of zelfs zoiets simpels als het al dan niet uitkeren van dividend.

Beleggers kunnen een hoog rendement behalen met het nemen van arbitrageterisico's. Als ik zelf meedoe aan een arbitrage vind ik dat het verwachte jaarlijkse rendement minimaal 15% moet zijn. Verder mag er geen langetermijnverlies zijn mocht de uitslag ongunstig blijken te zijn.

### 9.1 Acquisities

Bedrijven zijn steeds bezig om bezittingen om te zetten van de ene vorm in de andere. Bedrijven nemen elkaar over omdat ze denken dat dit tot kostenbesparingen leidt of omdat het over te nemen bedrijf gewoon laag gewaardeerd is. Voor de overnemende partijen is het daarbij een hele toer om de overnameprijs laag te houden. Voor hen is het de kunst om het overnamespel zo te spelen dat de aandeelhouders van het over te nemen bedrijf de overname goedkeuren. Daarbij helpt het dat de koers van het over te nemen bedrijf laag blijft zolang de overname nog niet definitief is.

Daarom komt het veel voor dat, zelfs na het bekend worden van het overnamebod, de beurskoers flink lager is dan het bod. Het is dus mogelijk om na een bieding geld te verdienen door te speculeren op het doorgaan van een bedrijfsovername. Speculeren op het doorgaan van een onder voorwaarden getekende overname heeft een zeer gunstig statistisch rendement. De kans dat een eenmaal getekende overname niet doorgaat is namelijk klein. Voor het doen van succesvolle speculaties is het wel belangrijk de spelregels en trucs rond overnames goed te kennen. Hieronder staan daarom de belangrijkste aspecten van dit soort speculaties.

# Hoofdstuk 11

## Tips en valkuilen

### 11.1 Geschikte aandelen vinden

Geschikte aandelen kun je bijvoorbeeld vinden met een aandelenscreener, op beurssites en in de krant of op televisie. Als je wilt beleggen in aandelen die in de media of op het internet besproken worden, let er dan op dat deze bedrijven goed voldoen aan waardecriteria, zoals een positief dividendrendement, een positief terugkooprendement en een goede balans. Dit soort aandelen is namelijk nogal eens gehypt en daardoor overgewaardeerd. Uit meerdere wetenschappelijke onderzoeken blijkt dat aandelen die veel in het nieuws komen het niet beter doen dan aandelen die weinig in het nieuws komen. Dat komt misschien ook wel omdat veel bedrijfsnieuws onvolledig of onjuist is. Wil je toch kopen naar aanleiding van een nieuwsbericht, kijk dan eerst een paar maanden de kat uit de boom. Na goed nieuws stappen veel beleggers namelijk in, waardoor de koersen tijdelijk wat hoger kunnen zijn.

#### 11.1.1 Modeaandelen

Aandelenmarkten zijn modegevoelig. De afgelopen jaren hadden we eerst de dot-comrage, toen kreeg je de emerging markets, daarna kwamen de (alternatieve) energieaandelen en nu doen de goudmijnen het goed. Wat in de mode is, is meestal overgewaardeerd. Als je toch iets koopt dat in de mode is koop dan iets dat lager gewaardeerd is. Als je nu bijvoorbeeld aandelen in een goudmijn zou willen kopen, koop dan een goudmijn met een lage koers/winstverhouding, of eentje met een lage verhouding koers/boekwaarde, of eentje met veel bewezen reserves.

Het is ook meestal geen goed idee om aandelen van de vorige mode te kopen. Als een aandeel eenmaal uit de gratie is bij beleggers dan daalt de koers sterk. De waardering van het aandeel kan dan nog jaren laag zijn. Het duurt namelijk lang voordat het vertrouwen van beleggers weer hersteld is.

Over het algemeen is het dus beter om aandelen te kopen die niet in

**Regiogebonden risico's.** Net zo goed als er kleine landgebonden risico's zijn, zijn er ook regiogebonden risico's. In Europa zijn er bijvoorbeeld via de euro regiogebonden risico's. Om dit soort regiogebonden risico's iets uit te dempen, is het aan te raden om niet meer dan 50% van je vermogen in dezelfde regio te beleggen.

**Sectoren.** Veel indexfondsen waren tijdens de dot-comzeepbel overbelegd in internetbedrijven. Een paar jaar later waren veel indexfondsen overbelegd in de financiële sector. De meeste indexfondsen beleggen vooral tijdens hoogtijdagen te veel in een enkele sector. Hierdoor kun je flink wat rendement missen en daarom is het goed om maximaal 25% van je vermogen in dezelfde sector te beleggen.

**Individuele aandelen.** Individuele aandelen hebben hogere risico's dan landen of sectoren. Beleg daarom niet meer dan 15% van je vermogen in een enkel aandeel. Verkoop dus een deel als een aandeel flink is gestegen. Als een aandeel flink is gedaald, dan zou je kunnen overwegen om het te verkopen. Aandelen die flink dalen doen het statistisch vaak slechter dan aandelen die flink zijn gestegen. En bovendien bespaar je jezelf zo de tijd van het volgen van een dergelijk aandeel.

**Beleggen met de statistiek of toekomstige winsten optellen.** Met aandelenscreeners kun je prima aandelen vinden met statistisch gunstige eigenschappen. Een probleem met veel aandelenscreeners is dat ze soms voornamelijk goedkope aandelen in dezelfde sector of hetzelfde land vinden. Sterk letten op statistisch gunstige eigenschappen komt de spreiding dus niet altijd ten goede. In plaats daarvan zou je aandelen ook kunnen beoordelen op de som van de toekomstige winsten, omgerekend naar euro's van vandaag. Zoals gezegd moet je er dan op letten dat dit totaal hoger is dan de beurskoers. Bovendien moet de jaarlijkse winstgroei de laatste 10 jaar zeer constant zijn geweest. Sommige waardebeleggers, zoals David Merkel, houden hier niet van. Zij vinden dit te speculatief. Andere waardebeleggers, zoals Warren Buffett, hebben echter met deze aanpak grote successen geboekt.

Door beide aanpakken te volgen bestaat je portfolio enerzijds uit de echte waarde aandelen en anderzijds uit de statistisch wat minder gunstige, maar toch goedkope, groeiaandelen.

**Nadelen van te veel spreiding.** Succesvolle professionele beleggers beleggen nogal eens een groot deel van hun vermogen in één of enkele bedrijven. Zij vinden dat het geen zin heeft om alleen maar om het spreiden ook de minder ondergewaardeerde aandelen te kopen. In plaats daarvan beperken zij hun risico's door veel van hun belegging

als ze al van het bestaan af weten. Het gevolg is dan dat aandelen met zo'n soort verplichte beursgang extra laag gewaardeerd zijn.

Voor beleggen in nieuwe obligaties gelden soortgelijke aandachtspunten als bij beleggen in nieuwe aandelen. Doe niet mee aan emissies waarbij de koers verhoogd wordt of meer obligaties worden uitgegeven dan oorspronkelijk gepland.

**Chinese smallcaps.** De afgelopen jaren zijn veel Chinese smallcaps naar de Amerikaanse beurzen gegaan. Vervolgens hebben de beursautoriteiten op grond van sterke fraudeverdenkingen de handel in een aantal van deze bedrijven gestopt.

Voordat dit gebeurde waren de meeste van deze bedrijven al erg laag gewaardeerd. De fraude was moeilijk aan de hand van de jaar- en kwartaalverslagen te detecteren, omdat de bedrijven zowel met hun omzet als met hun banksaldo fraudeerden. Echte en papieren winsten werden verder soms weggesluisd met fake-transacties waaronder zogenaamde vastgoedtransacties. Veel particuliere en professionele waardebeleggers hebben helaas nietsvermoedend in deze bedrijven belegd en daar veel op verloren. Zij probeerden te profiteren van de snel groeiende Chinese economie. Hieraan zie je dus nog eens dat het meestal niet loont om te beleggen in bedrijven met hoge groeiverwachtingen. Wat kunnen we hier verder van leren?

Ten eerste het besef dat dit type fraude van alle tijden is. Het speelt verder vooral bij kleinere bedrijven met slechts één particuliere grootaandeelhouder of slechts één familie als grootaandeelhouder, die nog niet of nog niet zo lang beursgenoteerd zijn. Verder is met bedrijven die in transparante markten opereren een dergelijke fraude veel moeilijker uit te voeren dan met bedrijven in ontwikkelingslanden, zoals China.

Hier volgt een lijstje met andere waarschuwingssignalen.

- De grootaandeelhouder heeft zijn aandelen tegen een onwaarschijnlijk lage prijs naar de beurs gebracht en/of het bedrijf had het geld niet nodig om nieuwe investeringen te doen.
- Het bedrijf zet zijn producten en diensten alleen in de thuismarkt af. Het is voor beleggers ten eerste makkelijker te controleren wat een bedrijf produceert als een bedrijf internationaal verkoopt. Ten tweede zal een internationaal opererend, reëel bedrijf willen voorkomen dat ze vanwege een opsporingsverzoek tegen hen geen buitenlandse klanten kunnen bezoeken.

# Index

- Aalberts Industries, 108  
Aandeelhoudersrendement, *54*  
Aandelenscreener, 6, 14, 124, *171*,  
173, 205  
ABN AMRO, 99, 150  
Acquisities, 55, 56, 84, 86, 91,  
100, 101, *133*, 143, 147  
Aegon, 82  
AEX, 45  
Alzheimer, 103  
ASML, 16, 40, 121  
Assurant, *98*, 131
- Ballantyne Strong, 184  
BAM, 53  
Bank of Granite, 152  
Baupost Group, *51*  
Bedrijfswaarde, *49*, 50, 80, 131,  
193  
Boekwaarde, *54*, 60, 77, 78, 80,  
87, 101, 121  
behoud van, 135, 140  
Brazilië, 191, 196  
Buffett, 34, 41, 57, 61, 109, *133*,  
174, 194  
beleggingsfonds, 202  
groeiaandelen, 115  
sectoren, 59
- Cameco, 193  
Canada, 121, 156, 193, 195, 196  
Canadian Oil Sands, 120  
CEL-SCI, 19  
CEO, 67, 99  
CFO, 76, 100  
Chevron, 189  
Chili, 24, 185  
China Yuchai, 160, 190
- Chinese dollars, *32*  
Chinese smallcaps, 122, 127, 151,  
171, *179*, 188  
Coca-Cola, 58
- De Nederlandsche Bank, 37  
Derivaten, 21, 36, 62, 136, 176,  
177, 208  
Diana Shipping, 130  
Dividendrendement, 17, 45, *50*  
Douwe Egberts, 181  
Dow Jones, 44  
DryShips, 110  
Dyson, 109
- EBITDA, *49*, 50  
Edgar, *40*, 67, 155, 164, *194*  
Efficiënte markthypothese, 11,  
18, *35*, 39, 41, 194  
Eigendomsverhoudingen, 68, 143  
Enron, 167  
ETF, *175*
- Facebook, 19, 43, 119  
Federal Trade Commission, *154*  
France Telecom, 168
- Getty Images, 81  
Gevallen engelen, *171*  
Gilette, 58  
Goodwill, 32, 51, 56, *70*, 96, 100,  
132  
Google, 19, 109  
Goud, 37, 170, 204  
Groupon, 19
- Heineken, 58  
Himax Technologies, *50*  
Homburg, 15

- Huizenmarkt, 11, 13, 33, 172, 174
- IBM, 116
- Imtech, 112
- Index
- AEX, 45
  - arbitrage, 46
  - beste en slechtste, 44–46
  - Dow Jones, 44
  - MSCI, 45, 172
  - Nikkei, 27
  - S&P 500, 43, 60, 83, 181
  - wegingen, 46, 47
- Indexfondsen, 16, 176, 203, 204
- ISS, 194
- ITT Educational Services, 90
- Junk bonds, 27
- Juridische procedures, 40, 69, 148, 154
- Kasstroom, 54, 75
- Klarman, Seth, 51, 140
- Kredietcyclus, 31
- Kulicke and Soffa Industries, 187
- Linkedin, 19
- Long Term Capital Management, 21
- Loterijbelegging, 18, 60, 131, 182
- Management buyout, 149, 151
- Milken, Michael, 23, 27
- MSCI, 45, 172
- Neutral Tandem, 171, 184
- New Energy Saving, 187
- Nikkei, 27
- Nordion, 156, 165
- Onderpand, 27, 29, 32, 33, 79
- Payout ratio, 52, 183, 190
- PDL BioPharma, 51, 155
- PEG ratio, 80
- Pensioenfonds, 17, 24, 30, 36, 37
- Personeelsverloop, 168
- Philips, 16, 40
- PLX Technology, 153
- R&D, 68, 105, 108, 114
- Reverse Take Over, 180
- S&P 500, 43, 44, 60, 83, 181
- Saab, 143
- Scheringa, Dirk, 15, 100, 158
- Schloss, 138, 183
- Schulden, 18, 53, 55, 60, 69, 71, 77, 97, 123, 125, 144, 186
- SEC, 40, 67, 156, 194
- Sectoren, 15, 57, 59, 104, 129, 173
- Sedar, 156, 195
- Sensata Technologies, 40
- Shell, 40, 171, 189, 196
- Short, 32, 64, 144, 148, 156, 159, 177
- Spin-off, 180
- Spread, 150, 197, 199, 204
- Spreiding, 12, 172, 173
- St. Jude, 111
- Suncor, 193
- Taiwan, 172
- Terugkooprendement, 53, 59, 189
- TEVA, 84, 163
- Teva, 163
- Tibco Software, 123
- TomTom, 81, 142
- Unilever, 40
- Value Trap, 158
- Van Lanschot, 100
- Verbonden partijen, 69, 71, 72
- Verkopen, 13, 22, 137, 139, 167, 173, 192, 198

Vestia, 36

Vorraden, 70, 93

Waterbedrijf Sao Paulo, 96, 164,  
186, 190

Western Digital, 118

Xerox, 128

Yahoo Finance, 194

Ziekteverzuim, 168