

'Verlies lijden erger dan winst missen'

door: Hans Amesz



Ons beleggingsbeleid is conservatief. Het is pijnlijker verlies te lijden dan winst te missen. Sommige beleggers lijden overigens zeer onder gemiste kansen, wij vinden het erger om negatieve rendementen te maken.' David Williams zegt dat Insinger de Beaufort in 1996 besloot tot het oprichten van een absolute return fund. Op dat moment was er al ongeveer 15 jaar sprake van een sterke markt en dat leek Insinger een goed moment om expertise te ontwikkelen waardoor ook in slechtere tijden opbrengsten uit beleggingen gegeneerd zouden kunnen worden. Dat betekende overigens niet dat de bank zich voortaan alleen op absolute return ging richten, de long only producten bleven bestaan. Volgens Williams was de periode 2000 - 2003 zeer interessant.

Insinger de Beaufort is een onafhankelijke Nederlandse bank die haar oorsprong vindt in 1779. Er zijn drie kernactiviteiten: private banking, vermogensbeheer en diensten voor institutionele cliënten en bedrijven. In 2004 had de bank, waarvan de hoofdvestigingen in Amsterdam en Londen staan, een beheerd vermogen van € 4,9 miljard. De belangrijkste strategische beslissing van de laatste jaren noemt Insinger de Beaufort de verkoop van de trustafdeling aan de leidende Engelse kapitaalverstrekker voor Europese buyouts, Candover. Vanwege de kapitaalopbrengsten van die transacties wordt een verdere groei verwacht in de hoofdactiviteiten.

In de huidige volatiele en onvoorspelbare wereld hecht Insinger de Beaufort net zoveel waarde aan vermogensbescherming als aan –vergroting. De bank heeft drie absolute return funds, waarvoor David Williams, directeur en fund manager, verantwoordelijk is.

'In 2000 was de markt duur, maar er bestond een groot verschil tussen heel dure en heel goedkope aandelen. In de jaren tot 2000 waren de geldstromen zeer gericht op de technologische waarden. Dat was exceptioneel. Het ging niet alleen om nieuw geld, maar ook om beleggingsgeld dat aan de zogenaamde oude economie werd onttrokken. Op de grafieken is te zien dat de koersen van veel van dergelijke oude economie ondernemingen, die al sinds 1998 aan het dalen waren, in 2000 hun bodem/dieptepunt bereikten. Tussen 2000 en 2003 gingen de koersen van veel van deze ondernemingen per saldo omhoog terwijl de markt fors daalde.'

Williams heeft een eenvoudige en duidelijke beleggingsfilosofie 'Het is als met pokeren. Je zit aan tafel en kan er niet

achterkomen wie de idioot is waar jij je voordeel mee kunt doen. Bij beleggen gaat het er ook om waar je je voordeel mee kunt doen. Als iedereen naar bijvoorbeeld de fundamentals van de grotere ondernemingen kijkt, heeft het niet zo heel erg veel zin om dat zelf ook te doen, want dan is het niet zo waarschijnlijk dat je daar voordeel uit kunt halen. ' Waarmee Williams maar wil zeggen dat het voor zijn afdeling, , attractiever is om naar 'iets nieuws' te zoeken. 'We kijken naar gebieden, segmenten, markten waar we geloven een voordeel te kunnen behalen. Wij hebben een klein team en dus kunnen we nauwelijks waarde toevoegen door de Japanse of de Amerikaanse aandelenmarkt te volgen. Onze focus is puur gericht op het vinden van aandelen voor de drie absolute return fondsen IdB Equity Income Fund, IdB Alchemy en IdB Real Estate Equity Fund, die respectievelijk sinds juli, juli en oktober van 2003 bestaan.'

Beperkt tot Europa

Alle drie de fondsen beperken zich tot Europese aandelen en zijn met name gericht op continentaal Europa. Voor Alchemy ligt de nadruk op bedrijven die minder goed gevolgd worden door analisten. 'Het aantal sell-analisten moet beperkt zijn,' zegt Williams. 'Dan heb je het over het algemeen over lokale ondernemingen. Wij volgen geen bedrijven waarover Morgan Stanley, Credit Suisse of UBS rapporten schrijven, want die gaan dan naar iedereen toe. Zo bezien vermijden we concurrentie, of liever gezegd we willen niet in een concurrerende omgeving zitten.'

Het gaat dus om het vinden van bedrijven. 'Het is duidelijk, en daar zijn we eerlijk in, dat we niet elke dag of elke week met een slim idee kunnen komen,' zegt Williams.

'Daarom bestaat de portefeuille van Alchemy uit maximaal 30 ondernemingen. Wat wij willen is gedetailleerde kennis en die kun je niet verzamelen als je 100 bedrijven moet volgen. Sommige beleggers worden nerveus als zij 5 tot 10% van hun vermogen in één onderneming hebben geïnvesteerd. Ik word er zenuwachtiger van een portfolio met 100 ondernemingen te hebben en in elk bedrijf maar 1% van mijn belegd vermogen als ik de betreffende bedrijven niet ken. Dan kan ik ook niet adequaat reageren op bepaalde gebeurtenissen, maar moet dat doen op basis van de koersontwikkeling. Dan word ik nerveus.'

Williams legt er nogmaals de nadruk op over gedetailleerde kennis te willen beschikken. 'We moeten zelf veel werk verrichten en kunnen dat slechts voor een beperkt aantal ondernemingen doen. Als het werk is gedaan en we vertrouwen in het bedrijf hebben, nemen we een grote positie in.' Welke criteria worden daarbij gehanteerd? Williams: 'De eerste en laatste vraag is hoeveel we kunnen verliezen. Dat is het uitgangspunt, ik kan er niet genoeg de nadruk op leggen en het herhalen. Het is dus heel iets anders dan: hoeveel geld kan ik mogelijk verdienen. Het enige waar je namelijk zeker van bent in deze business is dat je het verkeerd zult zien. De markt maakt nederig, de markt is ook slimmer dan jij. Als je in zee zwemt en je respecteert de zee niet verdrink je. Dat geldt ook voor de markt: die moet je respecteren. Het eerste wat wij willen weten is wat de downside is.'

Transparant en voorspelbaar

Aan het in detail naar een bedrijf kijken, gaat nog wel het een en ander vooraf. 'Als we in een onderneming investeren moet de onderliggende business transparant en voor-



spelbaar zijn. Er zijn dus nogal wat sectoren waarin we niet beleggen omdat ze juist niet transparant en voorspelbaar zijn,' zegt Williams. Voor Alchemy beleggen we bijvoorbeeld niet in technologie of biotechnologie vanwege de onvoorspelbaarheid. Ik kan me met een grote positie in een biotechnologiefonds nooit comfortabel voelen omdat er morgen op het gebied van regelgeving rondom medicijnen iets volstrekt onverwachts kan gebeuren. We investeren ook niet in ondernemingen die zeer conjunctuurgevoelig zijn, zogenaamde hoog cyclische bedrijven. Als je investeert in commodity sectors; grondstoffen, in goud, koper en zelfs olie tot op zekere hoogte, is de meest belangrijke variabele de prijs van goud, van koper, van olie. Daar heb ik geen grip op. Ik kan de betreffende onderneming uitgebreid onder de loep nemen en concluderen dat het een fantastisch bedrijf is met een uitstekende balans en een voortreffelijk management. Maar al deze factoren hebben veel minder invloed op de beurskoers dan de prijs van de grondstof. Neem een luchtvaartmaatschappij. Ik kan veel werk doen, een fraaie toename van de vraag zien, maar uiteindelijk geven macro-factoren als de olieprijs of de groei in de wereldeconomie de doorslag. We investeren ook niet in verzekeringsmaatschappijen. De reden is dat we de cash flow niet kunnen zien. Een verzekeraar ontvangt premies maar de verplichtingen op de verzekeringsproducten liggen veel verder weg in de toekomst. Voor een outsider is het heel moeilijk om vast te stellen of de prijs van een verzekeringsproduct correct is. Je weet immers nooit wat er over 5 jaar gebeurt. In 2000 en 2001 moesten verzekeraars nieuwe aandelen uitgeven en de premies verhogen omdat hun solvabiliteit aanzienlijk was gezakt. Elke financiële dienstverlener heeft een relatief gering aandelenkapitaal, zodat elke nieuwe emissie tot een grote verwatering leidt. Met dit alles is trouwens niet gezegd dat verzekeraars of cyclische ondernemingen een slechte belegging zijn, alleen voldoen ze niet aan onze eisen van transparantie en voorspelbaarheid.'

Het beleggingsuniversum wordt zo klein mogelijk gehouden om het gedetailleerde overzicht niet te verliezen. 'We zijn met name gericht op sectoren die of een significante cash flow hebben of sterke tangible assets achter de business. In de praktijk zijn dat meestal producenten van consumentengoederen of industrials,' legt Williams uit. 'In de industriële sector kun je denken aan makers van bouwmaterialen, constructiemaatschappijen, producenten van kapitaalgoederen; Stork, Boskalis om een paar Nederlandse namen te noemen. Wat consumentengoederen betreft kan gedacht worden aan McGregor, Beter Bed en Macintosh'

Williams en zijn team willen altijd tot in detail op de hoogte zijn van de ontwikkelingen van en rondom de bedrijven waarin zij belegd hebben. Verder zijn het langetermijnbeleggers. Dat betekent dat er niet vandaag gekocht en de volgende week verkocht wordt. 'Ik ga op zijn minst van drie jaar uit,' zegt Williams, 'daarom hebben we ook een

voorspelbare business nodig.' Hij legt uit er natuurlijk niet van uit te gaan dat de koersen twee of drie jaar niet zullen stijgen, maar voegt daaraan toe dat klanten die steeds snel op veranderende koersen willen reageren bij de drie IdB-fondsen niet aan het juiste adres zijn. 'Je kunt niet vandaag een Chinees restaurant zijn en morgen een Frans. Je hebt een beleggingsstijl die mensen aantrekt of niet. Door onze stijl zullen er zeker periodes zijn waarin de performance niet zo fantastisch is. Dat gebeurt. Maar we verliezen in ieder geval geen geld. Dat is het kernpunt voor ons. Voor alle duidelijkheid: natuurlijk willen we behoorlijke rendementen realiseren. We willen uiteraard niet een overvloed aan cash hebben, want dan kan de belegger het net zo goed op een bankrekening zetten.'

Soms beter niets doen

Overigens zit er nu ongeveer 25% cash in IdB Equity Income Fund. Volgens Williams komt dat omdat er op dit moment geen aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden zijn. 'We investeren niet alleen omdat het goed gaat met de markt.' Houdt dat in dat hij de markt nauwelijks volgt, niet geregeld naar het scherm kijkt? 'Het gevaarlijke in onze industrie is dat die vaak de verkeerde mensen aantrekt,' poneert Williams. 'Iedereen kijkt inderdaad naar het scherm en ziet dat dit aandeel in korte tijd 10% is gestegen en dat 20%. Er zijn heel veel stimulansen om iets te doen. Iedereen zegt dat je dit moet kopen en dat moet verkopen. Iedereen vertelt hetzelfde verhaal. Ik ken die verhalen natuurlijk ook, maar ik zeg dat het soms beter is om niet te handelen. Dat is een van de moeilijkste beslissingen die je bij beleggen moet nemen.'

Williams vindt dat er bij beleggen meer psychologie komt kijken dan waar dan ook. 'Als je nu mensen spreekt hoor je alleen maar kopen, kopen, kopen. Sinds 2003 is de markt bezig aan een rally, maar in dat jaar waren er maar heel weinig mensen die zeiden dat je moest kopen. Integendeel, het was volstrekt duidelijk dat je moest verkopen want de markt ging toch omlaag. Als een winkel een uitverkoop houdt, worden mensen daardoor aangetrokken. Op financiële markten is het tegenovergestelde het geval. Als daar een bedrijf in de uitverkoop wordt gedaan, wordt iedereen nerveus en is slechts een minderheid bereid te kopen. Als je ziet dat de prijs van een auto elke maand 5% omhooggaat, neemt de koopbereidheid snel af. Alweer, op financiële markten wordt precies het tegenovergestelde gedaan.'

Hoe verklaart Williams dit gedrag? 'Op de een of andere manier moet je op de financiële markten kennelijk deel uitmaken van de groep,' antwoordt hij. 'Als iedereen geld verdient wil je daarbij horen. Als iedereen verliest, is het ook goed, want het gaat toch niet om je eigen geld. Wij vragen ons af wat je moet doen om constant goed te presteren. Het gemiddelde rendement op aandelen heeft door lange jaren heen, door crises en oorlogen, goede

en slechte tijden ongeveer 8% per jaar bedragen. Dat is een soort natuurlijk rendement, als de aandelenmarkt meer groeit, wordt zij te groot ten opzichte van de hele economie. Je moet dus met beide benen op de grond blijven staan, 20 tot 25% rendement op aandelen is een hoge uitzondering.' Dat was vorig jaar op de belangrijkste Europese aandelenmarkten overigens wel het geval en de meeste analisten voorspellen dat de indices dit jaar nog verder kunnen stijgen omdat vooralsnog alle beurslichten op groen staan. Williams sluit dit niet uit, maar hij kijkt liever naar bedrijven dan naar markten. 'Ik heb natuurlijk wel een visie over de marktontwikkelingen, maar ik zit vaker fout met mijn kijk op de markten dan met die op ondernemingen. Ik ben wel van mening dat het optimisme zo langzamerhand een niveau heeft bereikt waarbij ik me niet op mijn gemak voel. Ik hou niet van drukke ruimtes en op de aandelenmarkt is het nu wel heel druk. Maar kamers kunnen natuurlijk langere tijd overvol zijn. Er zijn nog altijd wel goede bedrijven te vinden om in te investeren, maar als ik alleen maar zou kunnen beleggen in een indexfonds zou ik het nu niet doen.'

Stork en Sligro te veel afgestraft

Williams verduidelijkt zijn beleggingsstrategie aan de hand van de Nederlandse voorbeelden Stork en Sligro. 'In oktober verloor het aandeel Stork 20 tot 25% omdat de derdekwartaalresultaten minder waren dan de markt had verwacht. Een zeer overdreven reactie want het management heeft precies waargemaakt wat het had aangekondigd. Stork heeft ook geen winstwaarschuwing gegeven; de afgelopen 9 kwartalen waren de resultaten altijd beter dan de markt verwachtte en dan wordt dat zonder meer

geëxtrapoleerd. Analisten stellen nu dat er weinig is om de koers op korte termijn op te stuwen. Daar maak ik me echter geen zorgen over. Stork investeert nu zwaar, met name in aerospace. Daardoor mag de winstgevendheid er wat minder goed uitzien, maar in 2006, wellicht 2007 zullen de investeringen hun vruchten afwerpen. Het bedrijf is nu zeer goedkoop: de koerswinstverhouding ligt in de buurt van de 11.

Een ander bedrijf dat altijd een favoriet was, is Sligro. Ik heb het alleen nooit gekocht omdat ik het te duur vond. Maar in april is de koers op een dag met bijna 15% ingezakt omdat de integratie van een vorig jaar overgenomen bedrijf niet helemaal volgens plan verliep. Men had de moeilijkheden duidelijk onderschat. Sligro is qua koers nu vrijwel dood. Vorig jaar was slecht, maar ik ben ervan overtuigd dat het bedrijf terugkomt. Er is nu geen duidelijke reden waarom de koers omhoog zou gaan, maar met Sligro ben je in het bezit van aandelen van een uitstekend geleid bedrijf met een zeer beperkt neerwaarts risico.'

Williams komt nog een keer terug op zijn naar eigen zeggen eenvoudige beleggingsfilosofie. 'Alle ondernemingen die we aantrekkelijk vinden hebben een sterke cash flow. Als een onderneming veel cash genereert, een management heeft dat daarmee slimme dingen kan doen en het aandeel niet te hoog gewaardeerd is, dan moet je in staat zijn om met de aandelen van dat bedrijf geld te verdienen.'

Wanneer verkoopt Williams een aandeel? 'Om twee redenen. In de eerste plaats: als de koers is gestegen tot een niveau dat wij redelijk vinden. Ten tweede: als er niet gebeurt wat wij verwachten. Zelfs als de koers stijgt, verkopen we als er in termen van strategie dingen gebeuren die wij niet willen.

