

DE SPIEGEL VAN DE BELEGGER - WAT INVESTEERDERS VAN BEDRIJVEN WILLEN WETEN EN OMGEKEERD

Willem Schramade

BELEGGERSVISIE

Warren Buffett: *'I am a better investor because I am a businessman and a better businessman because I am an investor.'*

Beleggers worden vaak geassocieerd met casinokapitalisme en korte-termijndenken. Maar er valt voor managers en ondernemers nog heel wat te leren van het perspectief van de belegger. Immers, beleggers zien en analyseren heel veel bedrijven en hebben daardoor een aardig beeld van de 'best practices' in de markt. Hun feedback kan direct en confronterend zijn, maar bovenal nuttig ter verbetering van de besluitvorming.

In dit artikel zal ik uiteenzetten hoe verschillende typen beleggers naar bedrijven kijken. Ik zal kort ingaan op de drie soorten vragen van korte-termijnbeleggers en langer op de vijf soorten vragen van lange-termijnbeleggers, omdat die interessanter zijn. Ik sluit af met aanbevelingen en conclusies.

WELKE BELEGGER?

AANDEELHOUDERS, NIET BANKIERS

In dit artikel zal ik de termen belegger en investeerder door elkaar heen gebruiken. Met beide begrippen doel ik op verschaffers van eigen vermogen, of dat nu gaat om privaat eigen vermogen ('private equity' of 'venture capital') of publiek eigen vermogen (verschaft via een notering aan de beurs, al dan niet door beleggingsfondsen of hedge-fondsen). Verschaffers van eigen vermogen zijn residuele-claimhouders. Dat wil zeggen dat zij krijgen wat er overblijft nadat alle andere verschaffers van middelen zijn betaald. Dat maakt hen sterk belanghebbend bij kansen en positieve scenario's, terwijl zij met lege handen staan bij slechte scenario's. De belegger wil een

zo hoog mogelijk rendement behalen bij een zo klein mogelijk risico. Het perspectief van verschaffers van vreemd vermogen (leningen), zoals bankiers of obligatiehouders, laat ik hier buiten beschouwing. Dat is weer een andere insteek, waarbij risicominimalisatie centraal staat.

HOE INVESTEERDERS NAAR BEDRIJVEN KIJKEN

Het is belangrijk om te beseffen hoe investeerders naar bedrijven en investeringen kijken. De kijk van beleggers is namelijk zowel toekomstgericht als bijzonder relatief.

Toekomstgerichte blik

De belegger is toekomstgericht omdat de waarde van de onderneming afhangt van haar toekomstige prestaties en kan worden gemodelleerd als de netto contante waarde van haar toekomstige kasstromen (zie een tekstboek als Brealey & Myers [2013] voor nadere uitleg). De winst uit het verleden is een aardige indicatie, maar het gaat om de kasstromen in de toekomst – de geaggregeerde verwachtingen daarover bepalen de marktwaarde van de onderneming. Sterker nog, uit de huidige beurskoers kan wor-

den afgeleid welke verwachtingen de markt heeft over de zogeheten 'waardedrijvers': omzetgroei, winstmarges en kapitaalgebruik (Rappaport & Mauboussin, 2003).

Relatieve blik

Apart aan de blik van de belegger is bovendien dat deze bijzonder relatief is. Om de markt te verslaan, moet een belegger niet alleen heel goed weten hoe het ene bedrijf het doet ten opzichte van het andere bedrijf, maar ook goed kunnen inschatten in hoeverre de verschillen tussen bedrijven al zijn 'verdisconteerd' in de aandelenkoersen van die bedrijven. Een belegger die meent dat de markt (lees: de andere beleggers) veel te negatief is over een bedrijf, zal een hoog rendement verwachten te behalen op een belegging in dat bedrijf. De inschatting is dan immers dat de markt zijn beeld naar boven zal moeten bijstellen, waardoor de aandelenkoers zal stijgen. De beroemde Britse econoom (en succesvol belegger) John Maynard Keynes vergeleek de markt ook wel met een schoonheidswedstrijd, waarbij niet alleen moet worden ingeschat wie de mooiste Miss is, maar ook welke Miss door de markt (alle participanten gezamenlijk) het mooiste wordt gevonden. Dit vereist wat Marks (2011) 'second-level thinking' noemt: je vraagt je niet alleen af hoe iets is of werkt, maar je kijkt ook een niveau dieper en vraagt je tevens af wat de mogelijke uitkomsten zijn, hoe de kansen liggen, wat de consensus in de markt is enzovoort. Volgens Fisher (2007) moeten beleggers zichzelf dan ook de volgende drie vragen stellen:

1. Welke van mijn overtuigingen kloppen niet?
2. Wat kan ik me voorstellen wat anderen zich niet kunnen voorstellen?
3. Wat doet mijn brein nu om me te misleiden?

Een goede manier om die vragen concreter te maken, is om zich ten aanzien van de eigen belangrijkste veronderstellingen af te vragen: kan het tegenovergestelde ook waar zijn? En zo ja, hoe erg is dat dan?

BELEGGINGSHORIZON

Beleggers zijn in te delen naar hun beleggingsaanpak of naar hun beleggingshorizon. Die laatste varieert van da-

gen tot decennia. Afhankelijk van hun karakteristieken kunnen bedrijven een bijzondere aantrekkingskracht uitoefenen op een van beide uitersten. Zo laten Bushee & Noe (2000) zien dat betere verslaglegging helaas vooral leidt tot meer interesse van korte-termijnbeleggers. En volgens Knauer & Serafeim (2014) worden lange-termijnbeleggers juist aangetrokken door geloofwaardige 'integrated reporting en integrated thinking' – wat wil zeggen

dat vormen van niet-financieel kapitaal (vaak ook wel duurzaamheidsfactoren genoemd) systematisch gemanaged en gerapporteerd worden. Kortom, lange-termijnbeleggers beleggen het liefst in bedrijven die aantoonbaar op lange termijn denken. Dat heeft implicaties voor de fi-

nanciering van een onderneming. Immers, wat voor soort aandeelhouders wil je hebben als onderneming: een manager van flitskapitaal of een belegger die een partner van de onderneming wil zijn en het aandelenbelang lang wil vasthouden? Zeker in de fase voorafgaand aan een beursgang kan een onderneming te maken krijgen met beide soorten beleggers – en alle mogelijke variaties ertussenin. Overigens zijn de beide genoemde uitersten – de flitsbelegger versus de belegger voor de lange termijn – door het soort vragen die ze stellen vrij gemakkelijk uit elkaar te houden. Hierna zal ik eerst even ingaan op de vragen van korte-termijnbeleggers, en vervolgens op de vragen van lange-termijnbeleggers, die doorgaans interessanter zijn. Het is aan te raden voor een onderneming om op beide soorten vragen een antwoord te hebben, zelfs wanneer men de antwoorden niet met anderen wil delen.

VRAGEN VAN EEN KORTE-TERMIJNINVESTEERDER: VOORAL EEN ALARMSIGNAAL

Afhankelijk van het bedrijf en de situatie zijn er oneindig veel verschillende vragen die een korte-termijnbelegger kan stellen. De meeste vragen zijn echter in feite een variant op een van de volgende drie vragen:

1. Wat gebeurt er in het huidige kwartaal met de winst en in de markten waarop de onderneming actief is?
2. Staan er grote strategische dingen te gebeuren? Bijvoorbeeld overnames, belangrijke juridische uitspraken of personele wisselingen in de top?
3. Wat zijn de grootste risico's en kansen op de korte termijn?

DUURZAAMHEID GAAT OVER DE TOEKOMST- BESTENDIGHEID VAN HET BEDRIJF

De korte-termijnbelegger wil een indirect antwoord op de vraag of de aandelenkoers van het bedrijf (of die van haar concurrent, klant of leverancier) op korte termijn omhoog of omlaag gaat. De korte-termijnbelegger is dan ook niet de meest interessante gesprekspartner, behalve op één vlak: informatie over de economie op korte termijn. Omdat hij voortdurend allerlei korte termijnindicatoren volgt, merkt hij vaak eerder een groeivertraging op dan de meeste bedrijven die hij spreekt. Zo bezien kan een korte-termijnbelegger dus een waardevolle bron van informatie zijn. Immers, een bedrijf dat een omslag in de markt te laat opmerkt, kan kostbare fouten maken – bijvoorbeeld door stevig te blijven investeren in een vertragende economie en daardoor teveel voorraden of overbodige capaciteit op te bouwen. Vraag de korte-termijnbelegger dus vooral naar zijn mening over wat hij in de rest van de economie ziet gebeuren. Voor het overige zijn de vragen van de lange-termijnbelegger echter veel interessanter.

VRAGEN VAN EEN LANGE-TERMIJN- INVESTEERDER: HOEZEER BENT U GERICHT OP DE LANGE TERMIJN?

De lange-termijnbelegger is vooral geïnteresseerd in het potentieel voor de aandeelhouderswaarde van het bedrijf op de lange termijn. Dit wordt vaak ten onrechte verward met winstmaximalisatie op de korte termijn (zie ook mijn eerdere artikel daarover in dit tijdschrift: Schramade, 2013). De lange-termijnbelegger zal doorgaans vragen stellen die deelvragen of herformuleringen zijn van de volgende vijf vragen:

1. Hoe robuust zijn het verdienmodel en de concurrentiepositie van het bedrijf?
2. Wat zijn de grootste risico's, kansen en trends?
3. Hoe duurzaam is het bedrijf?
4. Wat is de kwaliteit van management?
5. In hoeverre is de kwaliteit van het bedrijf al ingeprijsd door de markt?

Zoals zal blijken, zijn deze vragen sterk aan elkaar gerelateerd.

1. HOE ROBUUST ZIJN HET VERDIENMODEL EN DE CONCURRENTIEPOSITIE VAN HET BEDRIJF?

Aangezien de belegger een hoog rendement wil genereren, belegt hij het liefst in bedrijven met goede verwachtingen

voor de winstgevendheid op lange termijn. Die verwachtingen zijn beter naarmate het verdienmodel en de concurrentiepositie beter zijn. Johnson (2010) definieert een verdienmodel als de representatie van de manier waarop een bedrijf waarde creëert en levert, zowel voor de klant als voor het bedrijf zelf. Een succesvol verdienmodel bestaat volgens Johnson uit vier componenten: een overtuigende waardepropositie voor de consument (producten die klanten helpen een probleem op te lossen); een goede winstformule (de mate waarin het bedrijf een deel van de gecreëerde waarde vangt in de vorm van winst); cruciale middelen; en cruciale processen – waarmee de waarde wordt geleverd. Johnson stelt vast dat, hoe vreemd dit ook klinkt, slechts weinig bedrijven hun verdienmodel helder kunnen schetsen. Het blijft vaak heel impliciet, en dat is jammer, want vaak is dan ook niet duidelijk wanneer verandering noodzakelijk is. Bedrijven als Ryanair danken hun succes mede aan de zwakke verdienmodellen van de traditionele luchtvaartmaatschappijen. Overigens geldt ook hier dat vele wegen naar Rome leiden: Slywotzky & Morrison (1997) onderscheiden tientallen typen verdienmodellen die succesvol kunnen zijn mits ze bij de omstandigheden passen. Bij veel bedrijven is een succesvol verdienmodel bovendien een uitvloeisel van een onderliggende filosofie of een speciaal doel waarmee ze aan de slag zijn gegaan nog voordat ze hadden nagedacht over winstformules of aandeelhouderswaardecreatie. Kay (2010) noemt dit 'obliquity': doelen worden vaak indirect bereikt, door naar iets anders te streven.

Nauw verbonden met het verdienmodel is de concurrentiepositie van een bedrijf: hoe verhouden de elementen van het verdienmodel zich tot die van de concurrenten? Hoe gemakkelijk of moeilijk kunnen anderen bedrijven actief worden op de markten die het bedrijf bedient? Hoe gemakkelijk kunnen klanten overstappen naar concurrenten? Hoe gemakkelijk of moeilijk kan een onderneming haar cruciale middelen aan zich binden? Superbelegger Warren Buffett spreekt in dit verband van de 'moat', de gracht die rond het kasteel ligt: hoe breder die is, hoe beter deze de onderneming beschermt tegen aanvallen van buitenaf.

2. WAT ZIJN DE GROOTSTE RISICO'S, KANSEN EN TRENDS?

Deze vraag sluit direct aan bij de vorige: welke factoren kunnen het verdienmodel in gevaar brengen of juist



versterken? Kansen en risico's dienen zich voortdurend aan. Daarbij kan het zowel gaan om zaken die binnen de macht van het bedrijf zelf liggen, zoals de integratie van een overname of de introductie van een nieuw informatiesysteem, als om externe factoren, zoals regelgeving, acties van concurrenten of cyclische ontwikkelingen. Daarnaast kunnen langlopende trends van groot belang zijn, zowel in positieve als in negatieve zin. Denk aan digitalisering, vergrijzing, klimaatverandering enzovoort. Zo vormen obesitas en de bestrijding daarvan een trend die nadelig lijkt voor frisdrankproducenten en traditionele grootschalige levensmiddelenfabrikanten, maar positief voor aanbieders van gezonde voeding en ingrediënten.

3. HOE DUURZAAM IS HET BEDRIJF?

Duurzaamheid wordt gauw geassocieerd met milieuvriendelijkheid, maar het begrip is veel breder: het gaat om de toekomstbestendigheid van het bedrijf. Wat is de kans dat het bedrijf en zijn verdienmodel overleven? Die kans neemt sterk toe naarmate de organisatie beter is ingespeeld op de hiervoor geschetste risico's, kansen en trends. Om duurzaamheid concreter en specifiek te maken, is het goed om een lijst op te stellen van de meest materiële factoren, dat wil zeggen, de factoren die de resultaten van de onderneming bij uitstek beïnvloeden. Voor de meeste bedrijven zijn dat er slechts enkele, maar ze verschillen sterk per bedrijfstak en in totaal zijn er vele tientallen, zo niet honderden te bedenken. Steeds meer bedrijven zijn open over wat ze zelf als de meest materiële duurzaamheidsfactoren zien. Die tonen ze dan in hun jaarverslag in een materialiteitsmatrix, waarin de meest materiële factoren langs twee assen in kaart worden gebracht: bijvoorbeeld het belang voor aandeelhouders versus het belang voor andere belanghebbenden, of de kans op een effect versus de omvang van het effect. Maar ook van buiten, door consultants, 'rating agencies' of beleggers, kunnen die factoren in kaart worden gebracht. Meestal worden ze gesplitst naar E- (environmental), S- (social) en G-(governance)factoren. Denk hierbij aan zaken als human capital, innovatiemanagement en supply chain management. Vaak wordt daarbij

HUMAN CAPITAL EN
ANDERE IMMATERIËLE
ACTIVA MAKEN
GEMIDDELD 80% UIT
VAN DE BEURSWAARDE

de vraag gesteld of dit wel duurzaamheidskwesties zijn, maar dat is niet belangrijk. Wel belangrijk is het belang ervan voor de concurrentiepositie en waardering van bedrijven. Zo beargumenteren De Grip & Gerards (2015)

dat human capital de motor is van de maakindustrie door het belang van competentieverhoging, de toenemende vraag naar soft skills en snelle kennisveroudering. Human capital en andere immateriële activa ('intangibles') komen meestal niet in de balans van een bedrijf tot uitdrukking, terwijl ze gemiddeld wel 80

procent van de beurswaarde uitmaken en dus vier keer zo belangrijk zijn als de materiële activa (zoals machines, gebouwen en kasgelden) die de overige 20 procent van de beurswaarde bepalen. Een recent artikel van Khan e.a. (2015) laat zien dat bedrijven die beter presteren op de meest materiële ESG-factoren ook betere aandeelhoudersrendementen behalen. En falen kan heel kostbaar zijn. Afgelopen september bleek Volkswagen de uitstoot van zijn dieselauto's veel te laag te hebben voorgesteld. Vervolgens dook de koers van het aandeel Volkswagen tientallen procenten omlaag. Een excessieve reactie van de belegger? Niet als je bedenkt dat omgang met klimaatverandering een van de grootste uitdagingen van een autofabrikant is. Niet voor niets wordt de omgang met duurzaamheid vaak gezien als een indicatie van managementkwaliteit.

4. WAT IS DE KWALITEIT VAN MANAGEMENT?

Hoe succesvol een bedrijf is, hangt in sterke mate af van de kwaliteit van het management. Een sterk managementteam speelt goed in op eerder genoemde kansen, risico's en trends; het zorgt ervoor dat de onderneming goed presteert op de meest materiële duurzaamheidsfactoren. Maar hoe goed is het management? Om voor de hand liggende redenen zal deze vraag nooit letterlijk aan het management zelf worden gesteld. De Waal (2013) onderscheidt twaalf kenmerken van managementkwaliteit plus 23 andere kenmerken van een high performance-organisatie die heel dicht tegen managementkwaliteit aanschuiven. Helaas zijn die kenmerken van buitenaf zeer moeilijk te observeren. Denk aan zaken als vertrouwen, integriteit, actiegerichtheid en accountability. Toch zijn

er wel manieren om kwaliteit (te proberen) in te schatten. Zo kan men naar de volgende indicatoren kijken:

- Het rendement op het geïnvesteerd vermogen (en scores op andere prestatie maatstaven) ten opzichte van de bedrijfstak – het is in bepaalde bedrijfstakken immers moeilijker een goed rendement te behalen (in staal bijvoorbeeld) dan in andere (zoals ‘fast-moving consumer goods’)
- Het slagen of falen van gepleegde overnames, plus de prijs die ervoor betaald is
- Realistische doelen en de mate waarin het management de eerder gestelde doelen heeft behaald
- Aan- of afwezigheid van zichtbaar grote ego’s – CEO’s met narcistische trekken of opzichtige consumptie zijn vaak een slecht teken
- Kwaliteit van corporate governance en beloningssystemen – hoe beter die kwaliteit, des te kleiner is het risico op wanbeleid.

In het recente emissieschandaal bij Volkswagen speelde een combinatie van factoren: zwakke corporate governance (machtsstrijd en een dominante staatsaandeelhouder met werkgelegenheidsdoelstellingen) en moeilijk haalbare emissiedoelen die het management in een spagaat brachten. De kwaliteit van management is erg belangrijk, maar ook met kwalitatief goed management redt een onderneming het niet in een zwakke bedrijfstak waar geen enkel verdienmodel succesvol is.

5. IN HOEVERRE IS DE KWALITEIT VAN HET BEDRIJF AL VERWERKT IN DE BEURSKOERS?

Een onderneming die met vlag en wimpel slaagt voor de eerste vier vragen, hoeft nog geen aantrekkelijke belegging te zijn. Immers, als de koers van het aandeel irreëel hoge verwachtingen weerspiegelt, dan is het verwachte rendement niet aantrekkelijk. Aandelen worden vaak verkeerd geprijsd door een overdreven nadruk op korte-termijnzaken. Dat kan zowel in positieve als in negatieve zin gebeuren. Een aandeel kan bijvoorbeeld te duur worden als de kwaliteit van het management na een ‘lucky streak’ wordt overschat, of juist te goedkoop als tijdelijke problemen ten onrechte voor structureel worden aangezien. Het gevaar van te hoge verwachtingen is dat het management verslaafd raakt aan de lof die het krijgt en gaat geloven in de te hoge verwachtingen. Jensen (2005) noemt dat

‘managerial heroin’. Uiteindelijk blijken de doelstellingen niet haalbaar en wordt de druk op het management te hoog: het gaat noodgrepen toepassen om de doelen alsnog te halen of gaat teveel druk uitoefenen op het personeel. Dat is vragen om moeilijkheden en veel vormen van fraude ontstaan op deze manier. Denk bijvoorbeeld aan de problemen van Ahold begin deze eeuw: de overnames waren te duur en schimmig gestructureerd, maar ze leken goed doordat (met dank aan veel schuldfinanciering) de te hoge groeiverwachtingen voor de winst per aandeel werden ‘gehaald’. Uiteindelijk bleek het een kaartenhuis met fraude bij buitenlandse dochterondernemingen. Ook hier geldt: de kans erop is kleiner naarmate de kwaliteit van management en governance beter zijn.

CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN:

TEST UZELF EN STEL VRAGEN TERUG

De vragen van de belegger bieden u een prima mogelijkheid om uzelf en uw onderneming te testen: hoe duurzaam is uw verdienmodel? Is uw managementkwaliteit zo hoog dat u juist inspeelt op kansen, risico’s en trends? Neem de tijd om kritisch en diep in deze vragen te duiken, ook al bent u niet van plan de belegger antwoord te geven op zijn vragen. Doe het voor uzelf. En mocht het tot een gesprek komen met potentiële investeerders, dan is dat niet alleen een kans om uzelf te testen. Het biedt u ook de gelegenheid hen vragen te stellen, zoals:

- Wat zien jullie als onze sterke / zwakke punten?
- Wat kunnen we verbeteren in onze rapportage / communicatie?
- Hoe kijken jullie aan tegen onze governance en beloningsstructuur?
- Wat kunnen we leren van directe concurrenten of van bedrijven in volstrekt andere bedrijfstakken?
- Welke best practices zien jullie op gebied x in sector y?
- Hoe groot schat u het gevaar in van disruptie voor ons verdienmodel?

De antwoorden op deze vragen zijn een vorm van gratis advies, van een onafhankelijke bron. Hiermee kan het management mogelijke blinde vlekken identificeren. Beleggers weten natuurlijk veel minder van uw bedrijfstak dan u – maar dat betekent ook dat ze niet worden gehinderd door de mythen die binnen uw bedrijfstak heersen. Kijk eens in de spiegel van de belegger.

Literatuur

- Brealey, R., S. Myers & F. Allen (2013). *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
- Bushee, B.J. & C.F. Noe (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 171-202.
- Fisher, K. (2007). *The only three questions that count*. Hoboken: Wiley.
- Grip, A. de & R. Gerards (2015). Human capital is de motor van de maak-industrie. *Holland Management Review*, 32(161), pp. 27-33.
- Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *European Financial Management*, 34(1), pp. 5-19.
- Johnson, M. (2010). *Seizing the white space: business model innovation for growth and renewal*. Watertown: Harvard Business Press.
- Kay, J. (2010). *Obliquity: why our goals are best achieved indirectly*. London: Profile Books.
- Khan, M., G. Serafeim & A. Yoon (2015). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *Harvard Business School working paper*.
- Knauer, A. & G. Serafeim (2014). Attracting long-term investors through integrated thinking and reporting: a clinical study of a biopharmaceutical company. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(2), pp. 57-64.
- Marks, H. (2011). *The most important thing*. New York: Columbia University Press.
- Rappaport, A. & M. Mauboussin (2003). *Expectations investing: reading stock prices for better returns*. Watertown: Harvard Business Press.
- Schramade, W.L.J. (2013). Naar duurzame aandeelhouderswaarde. *Holland Management Review*, 30(152), pp. 14-20.
- Slywotzky, A. & D. Morrison (1997). *The profit zone: how strategic business design will lead you to tomorrow's profits*. New York: Crown Business.
- Waal, A. de (2013). *Hoe bouw je een high performance cultuur*. Culemborg: Van Duuren Media.

Over de auteur

Dr. W.L.J. Schramade is aandelenanalist bij vermogensbeheerder Robeco, waar hij is gespecialiseerd in waarderings- en duurzaamheidsanalyse. Hij doceert daarnaast de Minor 'Behavioral Finance' aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

