

# WAARDEBELEGGEN IS SIMPEL, MAAR NIET EENVOUDIG

Door Harry Geels

**Een duidelijke filosofie is essentieel voor het succes van iedere beleggingsstrategie. In dit interview, dat tijdens de Morningstar Institutional Conference plaatsvond met Daniel Needham, president en CIO van Morningstar's Investment Management Group en Kunal Kapoor, Chief Executive Officer van Morningstar, Inc., wordt het principe van waardegedreven beleggen nader uitgediept en worden de redenen waarom Morningstar dit heeft omarmd uiteengezet.**

## **KUNNEN JULLIE HET CONCEPT VAN WAARDEGEDREVEN BELEGGEN NADER UITLEGGEN?**

**Daniel Needham:** 'Voor iedere potentiële belegging schatten we de toekomstige kasstromen en vervolgens verdisconteren we die tegen een geschikte disconteringsvoet. Onze aandelenanalisten volgen zo'n 1.500 aandelen wereldwijd. Voor deze aandelen wordt over ongeveer dertig jaar de kasstroom berekend en voor de verschillende fasen wordt deze contant gemaakt tegen het voor die fasen relevante vereiste rendement. Die kasstromen vertegenwoordigen dus niet alleen de initiële kasstroom, maar ook de groei in de kasstroom over verschillende groeifasen die een bedrijf kan doormaken. We gaan ervan uit dat die kasstromen uiteindelijk naar de aandeelhouders toe zullen vloeien, rekening houdend met rentebetalingen en belastingen. Voor obligaties geldt eigenlijk hetzelfde: de couponbetalingen en de aflossing aan het einde van de

looptijd zijn toekomstige kasstromen. De 'yield-to-maturity' is de verdisconteringsvoet. Dat is relatief gemakkelijk. We kijken met obligaties natuurlijk verder, naar de reële opbrengsten die de belegger krijgt en naar het mogelijke faillissementsrisico. Hier kunnen we verschillen met de markt. Beleggers maken niet altijd een goede inschatting van welke kasstromen daadwerkelijk naar hen terugstromen.'

**Kunal Kapoor:** 'Alle beleggingen die kasstromen genereren, kunnen met onze filosofie gewaardeerd worden. De methodiek van disconteren is simpel en recht door zee. De complicatie is de onzekerheid ten aanzien van de kasstromen. De toekomst is nooit precies te voorspellen. Maar we kunnen er niet van uitgaan dat de markt de kasstromen altijd goed inschat. De prijs die beleggers betalen komt niet altijd overeen met de 'juiste' waarde. Dan is het simpel: als de koers hoger staat dan de waarde, heeft de betreffende belegging een hoog risico. Als de koers lager staat dan de waarde, is er sprake van een lager risico.'

## **KIJKEN JULLIE NIET NAAR DE BOEKWAARDE PER AANDEEL?**

**Needham:** 'Nee, de boekwaarde vertegenwoordigt niet noodzakelijkerwijs de intrinsieke waarde van een onderneming. De boekwaarde kan de waarde van een onderneming zwaar onder- of overschatten. Er zijn kwaliteitsondernemingen die op de beurs interessant geprijsd zijn versus de waarde, maar die duur kunnen zijn in termen van 'price-to-book ratio'. Het kan ook andersom. Een mijnbouwbedrijf kan in termen van bijvoorbeeld de waarde van de mijnen een price-to-book ratio hebben van, zeg, 0,2, maar toch duur zijn, bijvoorbeeld omdat de grondstoffen uit de mijn nooit geëxploiteerd kunnen worden. De boekwaarde reflecteert de economische waarde van een onderneming dus niet bepaald goed. Wij proberen juist die economische waarde in te schatten en die moet via de kasstromen komen.'

**Kapoor:** 'Studies hebben aangetoond dat over de lange termijn de toekomstige opbrengsten de belangrijkste drijfveer zijn van aandelenkoersen. Onze methodiek werkt op de lange termijn, omdat markten op de langere termijn efficiënt zijn. Op de korte termijn zijn de markten erg beweeglijk. Sterker nog, Robert Shiller heeft aangetoond dat koersen twintigmaal zo heftig bewegen als de



waardering, zoals berekend met de 'discounted cashflow'-methode. Een belegger moet door de beweeglijkheid van de markten heen kijken. Als een belegger een aandeel interessant vindt omdat hij denkt dat de koers bijvoorbeeld 20% lager staat dan de waarde, dan moet hij het nog interessanter vinden als door de marktvolatiliteit de koers verder is gezakt tot, zeg, 60% van de ingeschatte waarde. Het is tot slot nog belangrijk op te merken dat we bij onze benadering geen groeiaandelen kopen. Groeiaandelen kunnen ook gekocht worden. Tegen de juiste koers, welteverstaan.'

### **GOEDKOOP KOPEN, DUUR VERKOPEN: HET LIJKT ZO EENVOUDIG. MAAR WAAROM KUNNEN BELEGGERE EEN WAARDEGEDREVEN FILOSOFIE ZO MOEILIK UITVOEREN?**

**Kapoor:** 'Dat komt door het karakter van de mens. Eerst dachten economen dat de mens rationeel was, daarna werd de mens als irrationeel neergezet, nu denken we dat mensen normaal zijn. Dit laatste betekent evenwel dat mensen ingesloten neigingen, 'biases' genaamd, hebben die tot bepaald gedrag leiden. Inzicht in deze gedragsmatige aspecten kan behulpzaam zijn bij het bouwen van een profiel van jezelf als belegger.'

**Needham:** 'Zoals eerder gezegd zijn toekomstige kasstromen de sleutel voor het rendement dat de belegger op de lange termijn kan behalen, eventueel aangevuld met een illiquiditeitspremie. Maar er zijn vier andere drivers die belangrijk zijn. Ten eerste de structuur van de markt. Denk aan ons financieel systeem dat procyclisch is geleveraged: als koersen stijgen kunnen mensen meer schuld op zich nemen, wat koersen verder doet stijgen, et cetera. En vice versa: als koersen dalen worden schulden (noodgedwongen) afgebouwd, wat koersen weer verder doet dalen, et cetera. Hierdoor kunnen koersen gaan afwijken van de waarde en dit kan lang aanhouden. Verder worden professionals door allerlei incentives op een vergelijkbare manier aangezet om risico's te nemen als het goed gaat en risico's af te bouwen als het slecht gaat. Ten derde hebben we het carrièrerisico: professionele beleggers willen niet voor lange tijd een underperformance laten zien en volgen daarom te dicht de markt, wat de bewegingen van de markt versterkt. Ten vierde is er de psychologie van de belegger: bepaald gedrag, zoals kuddegedrag, kan ook weer versterkend werken.'

**Kapoor:** 'Dergelijke marktstructuren en emotionele biases zijn niet irrationeel. Ze zijn eigenlijk logisch en kunnen goed verklaren waarom waarderingen soms lange tijd kunnen afwijken van de koersen. Dit impliceert dat een waardeestijl veel tracking error, ofwel afwijkingen van de standaardbenchmarks, kent. En bij langdurige afwijkingen ontstaat druk op de belegger. De financiële industrie is niet opgezet om een waardeestijl te hebben.'

### **EEN BEKEND BELEGGER ALS JOSEF LAKONISHOK VOLGDE IN DE JAREN NEGENTIG MET LSV ASSET MANAGEMENT OOK EEN WAARDESTIJL EN HEEFT DOOR LANGDURIGE UNDERPERFORMANCE OP EEN GEGEVEN MOMENT PRIJSMOMENTUM TOEGEVOEGD AAN ZIJN BELEGINGSMETHODIEK.**

**Kapoor:** 'Lakonishok is meer een factorbelegger. Hij heeft statistisch vastgesteld dat bepaalde waarde ratios in het verleden goede rendementen hebben opgeleverd. Maar het probleem met factoren is dat als ze eenmaal worden geïmplementeerd, de praktijk altijd weer anders zal zijn. Markten veranderen, of verschillende groepen beleggers gaan dezelfde factoren najagen waardoor de voorsprong verdwijnt. Wij zijn geen quantbeleggers zoals Lakonishok.'



#### **CV**

Kunal Kapoor is Chief Executive Officer van Morningstar, Inc. sinds 2017. Hiervoor was hij als president verantwoordelijk voor product development en innovatie, sales en marketing en de strategische prioriteiten binnen Morningstar. In 1997 begon hij bij Morningstar als data analist. Kapoor heeft een bachelor in Economics and Environmental Policy van Monmouth College en een master in Business Administration van de University of Chicago Booth School of Business. Hij is ook een CFA Charterholder en een member van de CFA Society.

**Needham:** 'Als je waardebeleggen combineert met momentumbeleggen, dan worden zaken tegen elkaar afgewogen. Als langetermijnbeleggers beschouwen wij momentum als kortetermijntradingkosten. Prijstrends beïnvloeden niet de langetermijnwaarde van een onderneming. Hoe groter de 'bet' tegen momentum, hoe beter de vooruitzichten voor de langetermijnbelegger worden. Als alle beleggers dezelfde 'darlings' kopen en jij niet, dan moet je daarvoor uiteindelijk een premie krijgen.'

### HOE KAN EEN BELEGGER EEN GOEDE INFRASTRUCTUUR OPZETTEN OM MET SUCCES EEN WAARDEGEDREVEN BELEGGINGSFILOSOFIE UIT TE VOEREN?

**Needham:** 'De beloning van de manager moet gericht zijn op de langetermijnprestaties. Verder moeten de juiste mensen bij elkaar worden gezet. Mensen die tegen de trend

in durven te gaan. Dat is niet voor iedereen gemakkelijk. Daarnaast moeten portefeuilles regelmatig worden geherbalanceerd, ook als dit tegen het gevoel ingaat. Tot slot is het wellicht goed het volgende idee te omarmen: beleg niet in aandelen, maar in de bedrijven.'

**Kapoor:** 'Ik zou nog willen toevoegen dat statistiek aantoont dat het grootste gedeelte van het rendement wordt behaald in korte tijdsperiodes. Vorig jaar was een mooi voorbeeld. Tot half november was het een uiterst lastig beursjaar, met de daling van de olieprijs aan het begin van het jaar, de Brexit en de verkiezing van Trump. Uiteindelijk werd in de laatste weken van het jaar nog een mooi rendement gemaakt. De belegger moet kunnen leven met de volatiliteit van de markt en blijven geloven in de gekozen beleggingsmethodiek. Gebruik de tijd in je voordeel. De professionele belegger zou zich moeten laten betalen om zo weinig mogelijk te doen!'

### WAT DOEN JULLIE ALS ER GEEN WAARDE TE VINDEN IS? HOUDEN JULLIE DAN CASH AAN?

**Needham:** 'Het kan handig zijn om cash achter de hand te hebben om af en toe een koopje op te pakken. Maar we moeten voorzichtig zijn met het te veel timen van de markt. We geloven zeker niet in een top-down methodiek waarbij kasposities worden vergroot of verkleind, afhankelijk van de marktomstandigheden. Vergeet ook niet dat kasgeld meestal geen goede waarde vertegenwoordigt, zeker nu met de lage of negatieve rentes.'

### WAAR MOET JE OP LETTEN BIJ HET SELECTEREN VAN EEN MANAGER MET EEN WAARDESTIJL?

**Kapoor:** 'Er zitten verschillende facetten aan het selecteren van een goede manager. Er zijn verschillende vormen van waardebeleggen. Het is belangrijk dat de gekozen stijlen uniek zijn, onderling en ten opzichte van de benchmarks. Verder moet de beleggingshorizon lang zijn, posities moeten langdurig in de portefeuille zitten. Dat is immers een belangrijk kenmerk van de waardestijl. Kijk tot slot ook hoe de manager presteert in bearmarkten. Dan leer je veel van de strategie! Ten slotte moet de manager natuurlijk niet duur zijn. Minder kosten betekent meer rendement.'

**Needham:** 'Het is ook belangrijk dat er een infrastructuur aanwezig is om vast te houden aan de strategie, ook als er voor lange tijd sprake is van underperformance. Cultuur, bonusregelingen en aandeelhoudersstructuur spelen daarbij een essentiële rol. Beleggingsboetieks voldoen daarbij doorgaans eerder aan deze aspecten dan grotere fondsenfabrieken, hoewel we ook enkele grotere organisaties kennen met een goede waardepropositie. Belangrijk is dat de druk van buitenaf zoveel mogelijk wordt geminimaliseerd. Als je gelooft in een bepaalde manager en hij raakt op een gegeven moment verder achter op de benchmark, geef hem dan meer geld!'



#### CV

Daniel Needham is President en Chief Investment Officer voor Morningstar's Investment Management group, een onderdeel van Morningstar, Inc. Hij is ook voorzitter van het Global Investment Policy Committee. Needham begon bij Morningstar in 2009. Hiervoor was hij onder andere werkzaam voor Intech. Needham heeft een Bachelor in Commerce van de University of Sydney. Hij is ook CFA Charterholder.