

Koopjesjagers zitten werkloos thuis

Ruime monetaire beleid bemoeilijkt valuebeleggen volgens principes Benjamin Graham

Roger Cohen
Amsterdam

Het zijn de koopjesjagers van de beurs. 'Valuebeleggers' kopen een bedrijf alleen als het minstens 50% onder de koers noteert die zij het bedrijf eigenlijk waard vinden. Maar nu de beurzen tot recordhoogtes zijn gestegen is dat lastiger dan ooit.

Maandag brak de Amerikaanse S&P 500 voor het eerst in de geschiedenis door de 2000 punten. Eerder deze zomer bereikte de Dow Jones het hoogste niveau ooit, volgens velen omhooggestuwd door het ongeken ruime monetaire beleid van de centrale banken.

De hoge waarderingen op de beurs maken het leven niet gemakkelijker voor valuebeleggers, die superbelegger Warren Buffett tot hun bekendste geloofsgenoot rekenen. De eigenzinnige beleggers zijn bereid om een belang te nemen in bedrijven die door omstandigheden in zwaar weer verkeren, maar eigenlijk stevige fundamenten hebben. De zweem van onzekerheid jaagt andere beleggers weg. Valuebeleggers stappen in met de hoop dat het extra risico dat zij nemen zich vertaalt in een forse koerswinst later. Dat is moeilijker nu de waarderingen tot in de hemel reiken.

Een van de bekendste valuebeleggers, de Amerikaanse hedgefondsmanager Seth Klarman, besloot daarom eind vorig jaar om zo'n \$ 4 mrd aan zijn klanten terug te geven en houdt op dit moment maar liefst 40% van het vermogen van zijn hedgefonds Baupost Group aan in cash. Reden? Onvoldoende aandelen waar hij met een goed gevoel in kan beleggen.

Hoe doen Nederlandse valuebeleggers dat? 'Het is zeker een lastige tijd', erkent Jeroen Bos, beheerder bij het Britse Church House Investment Management. Hij is auteur van een handboek over valuebeleggen, *Deep Value Investing: Finding Bargain Shares with Big Potential*.

Bos belegt al bijna dertig jaar volgens de principes van Benjamin Graham, de grondlegger van valuebeleggen en leermeester van Warren Buffett. Het is hard werken om pareltjes te vinden. 'Ik verkoop meer dan dat ik aan het kopen ben. Ik heb nu meer dan 25% van mijn fonds in cash.'

Ook Iwan Vink, beheerder van



Benjamin Graham, de grondlegger van valuebeleggen, en vier valuebeleggers over hun 'geloof'.

FOTO'S: AP, BLOOMBERG

De verstokte valuebelegger weet nog wel koopjes te vinden op hoge beurs

het Nederlandse hedgefonds WinCap, selecteert aandelen op basis van de principes van Graham, waarbij hij tegelijkertijd de risico's op een beursdaling afdekt met shortposities. 'Vergeleken met vijf en zelfs twee jaar geleden zijn er een stuk minder bedrijven die op minder dan de helft van hun waarde handelen.'

Toch weet de verstokte valuebelegger nog koopjes te vinden. Menko Visser, fondsbeheerder bij Tree International Group, vindt vooral de Amerikaanse markt interessant. 'Europa is momenteel relatief duur. Een koers-winstverhouding boven de 20 vind ik al veel. Dan moet je naar zeer ondergevalueerde regio's, zoals Griekenland, kijken,' zegt de overtuigde valuebelegger ('Ik kan er uren over praten').

Visser concentreert zich momenteel op Amerikaanse financiën. 'Amerikaanse banken zijn nog steeds ontzettend goedkoop. Mijn belangrijkste investering is Bank of America. Die aandelen heb ik

Hoe selecteer je echte waarde aandelen?

Zes tips om aandelen te vinden die andere beleggers links laten liggen van value-investor Jeroen Bos, belegger bij het Britse Church House Investment Management en auteur van 'Deep Value Investing: Finding Bargain Shares with Big Potential'.

1 Schuld

Het bedrijf moet weinig of geen schulden hebben. Dit maakt het bedrijf veiliger en stabiel en geeft het de mogelijkheid om nog schulden te maken.

2 Kasstroom

Het bedrijf moet enkele recente jaren een positieve kasstroom hebben gerealiseerd.

3 Winstgevend

Het verdienmodel van het bedrijf moet zich in het verleden hebben bewezen.

4 Koers

Het bedrijf moet op of nabij de laagste koers in zijn geschiedenis handelen.

5 Aandeelhouders

Institutionele beleggers als aandeelhouder zijn een goed teken. Ze kunnen helpen het management te controleren.

6 Balans

De balans moet gedurende een aantal jaren op consistente wijze zijn opgesteld. Een hoge doorloop van accountants is een slecht teken.

tijdens de eurocrisis gekocht. De angst dat de euro uit elkaar zou klappen sleurde alle banken naar beneden, ook Amerikaanse banken die allang hun kapitaalbuffers omhoog hadden gebracht. Op een zeker moment kon je Bank of America kopen rond een kwart van de waarde die de bank volgens mij vertegenwoordigt.'

Ook Iwan Vink kijkt naar Amerikaanse banken. 'Rond een bank als Citigroup hangt nog steeds een negatieve perceptie. Maar ze handelen 50% goedkoper dan ze gemiddeld genomen doen ten opzichte van de rest van de beurs.'

Op de Europese markt ziet Vink ook koopjes. 'Wij zijn twee jaar geleden in Unipol gestapt, een Italiaanse verzekeraar. Die moest een herfinanciering doen. De begeleidende banken moesten van hun aandelen af. Daardoor daalde de koers tot onder de totale cash die op de balans stond. Dat aandeel staat nu 200% hoger.'

De in Groot-Brittannië woonachtige Bos kijkt veel naar Britse small-caps. In 2011 kocht hij bijvoorbeeld Barratt Developments, een projectontwikkelaar. De koers verviervoudigde toen de Britse vastgoedmarkt aantrok.

Het zijn succesverhalen, maar uiteraard brengt het kopen van aandelen die iedereen links laat liggen een risico met zich mee. 'Van de tien bedrijven die ik koop doen zes het goed. Twee presteren slecht en twee gaan failliet', zegt Bos. 'Dat hoort erbij.'

Ook Menko Visser benadrukt dat valuebeleggen sterke zenuwen vereist. 'Je moet de maag goed op orde hebben. Je moet kopen op het hoogtepunt van een crisis, als angst overheerst.' Geduld is eveneens een pluspunt. 'Het duurt soms twee jaar voordat ik winst maak op een aandeel', zegt Bos, die een fonds gemiddeld vier jaar in bezit heeft.

Het klinkt te goed om waar te zijn. Toch levert valuebeleggen op de lange termijn hogere rendementen dan groeiaandelen, blijkt uit wetenschappelijk onderzoek. 'Het is voor langere periodes aangetoond', zegt Dirk Gerritsen, universitair docent aan de Utrecht University School of Economics. 'Er zijn aanwijzingen dat de risico's van "valuestocks" hoger zijn, vooral in slechte tijden. Hogere rendementen zijn een compensatie voor dit hogere risico.'

