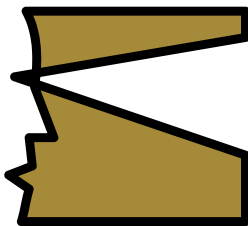


# Beleggen in excellente ondernemingen tegen een redelijke prijs

“Hoe het management van een onderneming het vermogen van aandeelhouders beheert, is bepalend voor de waarde van de onderneming. De beurskoers is een prijskaartje.”

Drs. S.J. van Slingerlandt RA, CPA



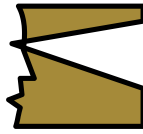
**[www.vanSlingerlandt.com](http://www.vanSlingerlandt.com)**

*Investing in excellent businesses*

# Inhoudsopgave

<b>Hoofdstuk 1</b>	<b>Beleggingsfilosofie</b>	<b>1</b>
	“Ondernemingen waarderen is ons vak. Voorspellen wat beurskoersen op korte termijn gaan doen, laten wij graag aan anderen over.”	1
	De prijs en de waarde van een onderneming (“the price is what you pay, value is what you get”)	1
	Eén uniforme meetlat	2
	De één euro regel.	2
<b>Hoofdstuk 2</b>	<b>Criteria bij het selecteren van aandelen</b>	<b>3</b>
	Kwantitatieve criteria	3
	Waardebepaling	4
	Kwalitatieve criteria	4
	Recapitulatie van de selectiecriteria	6
	Selectieproces in de praktijk	6
	Look-through earnings, vangnet en motor van de portefeuille	7
<b>Hoofdstuk 3</b>	<b>Beleggingsresultaat</b>	<b>8</b>
<b>Bijlagen</b>	CV Syb van Slingerlandt	9
	Literatuurlijst	10
	Persberichten	11

Voor contact mailt u met: [info@vanslingerlandt.com](mailto:info@vanslingerlandt.com)



## Hoofdstuk 1

# Beleggingsfilosofie

**“Ondernemingen waardereren is ons vak. Voorspellen wat beurskoersen op korte termijn gaan doen, laten wij graag aan anderen over.”**

Als registeraccountant en voormalig partner van accountantskantoor Ernst & Young ben ik veelvuldig betrokken geweest bij de waardering van ondernemingen. Bij het waarderen van aandelen is er voor ons geen fundamenteel verschil tussen het kopen van een onderneming in zijn geheel en het kopen van aandelen in een onderneming.

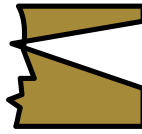
Waar het ons om gaat, is hoe het management van een onderneming omgaat met de haar ter beschikking staande middelen. “The most important management act is allocation of the company’s capital”. Op basis van een inschatting van toekomstige kasstromen berekenen wij de waarde van een onderneming. Daarbij maken wij gebruik van een door ons in 1986 opgezette database, waarin wij gegevens uit gepubliceerde jaarrekeningen van alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland hebben opgeslagen. De database gaat terug tot 1982. Intussen maken de meeste Europese beursgenoteerde ondernemingen deel uit van de database.

In de database zijn gerapporteerde cijfers uit jaarrekeningen ‘genormaliseerd’. Bij het normaliseren wordt op eenduidige manier een onderscheid gemaakt tussen enerzijds het vermogen en het resultaat van de bedrijfsactiviteiten van de onderneming, en anderzijds het eventuele niet-bedrijfsgebonden vermogen en resultaat. Mutaties in het vermogen en resultaat die niet met een kasstroom gepaard gaan, zijn op uniforme wijze aangepast. In de database zijn ondernemingen daardoor niet alleen onderling vergelijkbaar qua vermogen en resultaat, maar kunnen ook die ondernemingen worden geselecteerd waar het vermogen van de aandeelhouder het best rendeert.

## **De prijs en de waarde van een onderneming (“the price is what you pay, the value is what you get”)**

Bij een overname wordt eerst gekeken naar de waarde van de over te nemen onderneming. De uiteindelijke prijs die ervoor betaald wordt, hangt mede af van de onderhandelingspositie van de koper en verkoper. Soms zijn kopers zo gretig dat zij bereid zijn bijvoorbeeld een deel van de toekomstige synergievoordelen af te staan aan de verkopende partij. Daarmee wijkt de prijs die betaald wordt af van de berekende waarde.

Bij onze eerste pogingen in 1986 om erachter te komen hoe aandelenbeurzen werken viel het op dat de prijs van een aandeel slechts bij toeval leek samen te vallen met de door ons berekende waarde van het aandeel. De reden hiervan kon zijn dat de berekende waarde niet juist was, of dat de prijs niet overeenkwam met de waarde. Of het was een combinatie van beide. Ervan uitgaande dat “de beurs altijd gelijk heeft”, zijn wij in eerste instantie gaan zoeken naar mogelijke onjuistheden in onze waardeberekeningen.



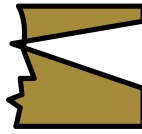
Na een uitgebreid literatuuronderzoek naar succesvolle beleggingsmethoden en op basis van eigen ervaring, zijn wij gekomen tot een aantal criteria voor het selecteren van aandelen, waarbij de door ons berekende waarde van een onderneming centraal staat. Wij kunnen niet voorspellen wat aandelenkoersen op korte termijn gaan doen en laten dat graag aan anderen over. Wij wachten tot ondernemingen die aan onze selectiecriteria voldoen met een zodanige discount te koop zijn dat er ook nog een redelijke veiligheidsmarge ('margin of safety') in de prijs zit. En omgekeerd verkopen wij ondernemingen in portefeuille bij een beurskoers hoger dan de door ons berekende waarde.

## **Eén uniforme meetlat**

Bij het opzetten van de database gingen wij ervan uit dat iedereen die serieus genomen wil worden in het beleggingsvak zou *meten* wat een onderneming verdient op iedere € 100,- die je als aandeelhouder in de onderneming hebt geïnvesteerd, hetzij via een emissie hetzij door winstinhouding. Je wilt toch weten met hoeveel de € 100,- na een jaar is toegenomen? Het was mijn helaas te vroeg overleden goede vriend en studiegenoot Cees Brüggemann, destijds concern directeur bij ABN AMRO, die mij attent maakte op het unieke van de database. Ik had voor mijzelf de meest voor de hand liggende uniforme meetlat gekozen. Ik wilde gewoon weten wat een ondernemer verdient op iedere € 100,-.

## **De één euro regel.**

Het management van een onderneming creëert waarde voor de aandeelhouders als het op het kapitaal van de aandeelhouder meer verdient dan wat het kost om dit kapitaal aan te trekken. Bij een solide gefinancierde onderneming met redelijk voorspelbare resultaten en goede lange termijn vooruitzichten rekenen wij met een vergoeding voor de aandeelhouder van 9%. Bij waardecreërende ondernemingen is op termijn iedere ingehouden euro winst ook op de beurs meer dan één euro waard.



## Hoofdstuk 2

# Criteria bij het selecteren van aandelen

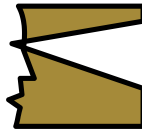
### **Kwantitatieve criteria**

Wij willen weten hoe het management van een onderneming omgaat met de haar ter beschikking staande middelen. Bij een voorgestelde winstbestemming moet het management van een onderneming de aandeelhouders duidelijk maken wat zij denkt te gaan verdienen op de winst die zij voorstelt niet uit te keren. Je laat je geld als aandeelhouder liever niet achter in een onderneming waar je niet beloond wordt voor het extra risico dat je loopt vergeleken met een belegging in staatsobligaties. In de literatuur wordt uitgebreid ingegaan op wat een redelijke beloning is voor aandeelhouders. Wij rekenen op dit moment voor ondernemingen met een stabiele financiering, voorspelbare resultaten, en goede lange termijnvooruitzichten met 9% als een normaal te achten vergoeding voor aandeelhouders. Bij ondernemingen die continu beduidend minder dan 9% verdienen op het kapitaal van de aandeelhouders zie je op de beurs dat iedere ingehouden euro winst een beurswaarde heeft van minder dan één euro. Ondernemingen daarentegen die ruim meer verdienen dan 9% hebben een beurswaarde per ingehouden euro winst van meer dan één euro. Wij laten als lange termijn belegger graag zoveel mogelijk winst achter in een onderneming waar iedere ingehouden euro winst door meer dan gemiddelde winstgevendheid een waarde krijgt van meer dan één euro.

Het is niet alleen belangrijk te weten welk deel van de winst in een jaar wordt ingehouden en wat daarop verdiend gaat worden, maar ook hoe dit in de verdere toekomst het geval zal zijn. Bij een juiste inschatting van alle toekomstige in- en uitgaande kasstromen wordt de waarde van een onderneming eenvoudigweg berekend door die kasstromen te disconteren tegen een passende rentevoet. Door ons wordt de inschatting van toekomstige kasstromen gekoppeld en getoetst aan kasstromen uit het verleden. Uit jaarrekeningen over een periode van tien jaar, of de cyclus van een onderneming, is doorgaans op te maken hoe het management van een onderneming in het verleden gepresteerd heeft. En dat is wat wij in eerste instantie willen weten. Wij meten wat een management in het verleden heeft gepresteerd middels de bekende ratio Rentabiliteit op het Eigen Vermogen (REV). Ligt de REV beneden een verondersteld lange termijn gemiddelde van 9% dan is de onderneming op basis van de historische REV voor ons minder interessant. Echter, bij een REV beduidend hoger dan 9% is onze aandacht getrokken.

Historische gegevens laten ook zien of sprake is van consistentie in de bedrijfsresultaten ('consistent operating history'). Zonder consistentie in de bedrijfsresultaten in het verleden is het vaak moeilijker of zelfs onmogelijk een verantwoorde inschatting te maken van toekomstige resultaten en kasstromen. Daarnaast is op basis van gegevens uit het verleden ook het door aandeelhouders in de activiteit van de onderneming geïnvesteerde vermogen vast te stellen. Door de winst hieraan te relateren, brengen wij dit in de door ons genormaliseerde REV's tot uitdrukking. Vervolgens willen wij weten hoe het management in het verleden winsten heeft bestemd. Heeft zij alle winst uitgekeerd, dan weten wij dat wij te maken heb met een onderneming die niet is gegroeid.

Bij researchinstellingen, maar ook op het internet, zijn winstprognoses te vinden van analisten voor beursgenoteerde ondernemingen, vaak voor een periode van één tot drie jaar. Door deze



winstprognoses onderling te vergelijken en te koppelen aan het in de activiteit van een onderneming geïnvesteerde vermogen, kan inzicht verkregen worden in de voorspelbaarheid van de resultaten. Daarnaast willen wij weten of de lange termijn vooruitzichten gunstig zijn ('favorable long term prospects'). Gegevens hierover kan men vinden in 'top down' benaderingen van markten en bedrijfstakken in macro-economische studies van research instellingen en op het internet. Voor de echt lange termijn is het interessant kennis te nemen van de ideeën van visionairs.

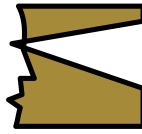
## **Waardebepaling**

Als wij voldoende gegevens verzameld hebben om toekomstige kasstromen van de door ons geselecteerde ondernemingen uit te zetten, gaan wij over tot berekening van de waarde van de onderneming. De waardeberekening is gebaseerd op de modellen van de professoren Miller en Modigliani, en op het Ohlson model. Als wij de waarde van de onderneming berekend hebben, bepalen wij subjectief op welk niveau wij een aandeel koopwaardig vinden. Voor ons is een aandeel koopwaardig als het bedrag dat wij voor dat aandeel betalen ons een gemiddeld jaarlijks rendement van 15% gaat opleveren voor de komende tien jaar. Dit komt neer op een discount van iets meer dan 40% op de door ons berekende waarde van het aandeel. Onze koopprijs is dus gerelateerd aan de door ons berekende waarde en is volledig subjectief en hangt samen met onze kwaliteit als koopman. Daalt de prijs van een aandeel onder de voor ons aanvaardbare koopprijs, dan beschouwen wij dit als een mogelijkheid om tegen een nog gunstigere prijs te kopen. In de praktijk wordt vaak een deelpositie ingenomen wanneer een aandeel een van tevoren vastgestelde prijs bereikt, om bij verdere daling van de prijs verder te kopen.

In het verleden hebben wij de fout gemaakt om bij het bereiken van de voor ons aanvaardbare koopprijs zonder meer over te gaan tot aanschaf van betreffend aandeel. Het is verstandig de uitdrukking "don't catch a falling knife" in gedachte te houden. Als een aandeel, en dit geldt ook voor een hele markt, eenmaal in een down trend terecht komt, dan doet men er verstandig aan, om net als bij een mes, het eerst te laten stuiteren en tot rust te laten komen alvorens het op te pakken.

Zoals eerder gesteld, zijn wij geïnteresseerd in ondernemingen met een REV beduidend hoger dan 9%, en een hoge of volledige winstinhouding. Wij houden er echter wel rekening mee dat dit soort ondernemingen de meer dan gemiddelde winstgevendheid en groei niet voor altijd kan vasthouden. De meer dan gemiddelde winstgevendheid trekt concurrentie aan. Bovendien is er een tendens dat een onderneming te 'vet' wordt als er in ruime mate middelen ter beschikking komen. In de waarderingmodellen wordt daarom ook uitgegaan van beperkte perioden van groei. Omdat wij alleen aandelen kopen indien die met een behoorlijke discount (40%) te koop zijn, hebben wij, als wij de periode van meer dan gemiddelde winstgevendheid en groei in onze berekeningen te lang heb ingeschat, een buffer in de vorm van de genoemde discount. Tegelijkertijd hebben wij het voordeel, in het geval wanneer wij de periode van meer dan gemiddelde winstgevendheid en groei te kort hebben ingeschat, dat dan het aandeel meer waard is dan berekend. Dit is niet het geval bij ondernemingen met een betrekkelijk lage REV.

## **Kwalitatieve criteria**



Omdat wij voor onze selectie wensen te beschikken over historische gegevens over een langere periode, zullen jonge ondernemingen, of ondernemingen die recent aan de beurs genoteerd zijn, buiten onze selectie vallen. Jonge ondernemingen komen overigens meestal in een bull market voor een te hoge prijs op de beurs, waardoor deze ondernemingen alleen al door hun prijs buiten onze selectie vallen. Daarbij is het een algemeen patroon dat de koersen van aandelen van jonge ondernemingen, die in een bull market naar de beurs zijn gebracht, torenhoog stijgen om vervolgens volledig in elkaar te storten. De aandelen zijn dan vaak voor een habbekrats op te pikken. Daarna komt er vaak een periode waarin de koersen van de aandelen van deze ondernemingen als een feniks uit hun as herrijzen.

Ook ‘turn around’ kandidaten met een mogelijk hoge toekomstige REV vallen buiten onze selectie vanwege een historisch lage REV. De praktijk laat overigens zien dat “turn arounds seldom turn”. Ondernemingen met mooie historische cijfers die wij niet begrijpen vallen ook buiten onze selectie. Een onderneming moet voor ons simpel en gemakkelijk te begrijpen zijn. Daarmee bedoelen wij dat wij omzetcijfers, kosten, kasstromen, arbeidsrelaties, de mogelijkheid om verkoopprijzen aan te passen, en wijze van financiering moeten kunnen begrijpen.

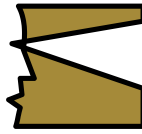
Bij belangrijke overnames, gefinancierd via een aandelenemissie tijdens een bull market, gaan wij aan de zijlijn staan. Ten eerste zijn historische gegevens over de overgenomen onderneming vaak onvoldoende beschikbaar, maar de praktijk leert ook dat tijdens een bull market vaak te veel voor een onderneming betaald wordt, en dat ook te gemakkelijk wordt gedacht over het inpassen van de overgenomen onderneming in de bestaande organisatie.

Uit cijfers uit het verleden is af te leiden wat verdiend is op het in de activiteit van de onderneming geïnvesteerde vermogen (REV). Uit een hoge REV mag men niet zonder meer de kwaliteit van het management afleiden. Er zijn ondernemingen, zoals vliegmaatschappijen die een groot deel van hun business kwijt raken als zij eenzijdig hun prijzen verhogen. Een dergelijke business kan alleen overleven en een redelijke REV behalen met een kwalitatief hoogwaardig management. Dit soort ondernemingen wordt vaak gecategoriseerd als ‘commodity businesses’, of prijsvechters. Daarnaast zijn er ondernemingen die nauwelijks business verliezen als zij hun prijzen aanpassen om een gewenste winstgevendheid op peil te houden. In de literatuur wordt dit soort ondernemingen vaak aangeduid met de term ‘franchises’. Vaak betreft het ondernemingen met een sterke merknaam en/of in een markt met een hoge toetredingsdrempel (als een kasteel beschermd door een gracht/“moat”). Als je van A naar B wil vliegen zal men zich in de keuze van vliegmaatschappij al snel door de prijs van het ticket laten leiden. Daarentegen zal men voor het aanschaffen van nieuwe golfclubs, zelfs bij aanmerkelijke prijsverschillen, zich al gauw laten leiden door de naam die een bekend merk in de industrie heeft. Een keerzijde van dit type onderneming is dat een slecht management, of een management dat niet denkt als een eigenaar/aandeelhouder in een “franchise” business langere tijd onopgemerkt kan blijven. Onze selectiecriteria leiden ons doorgaans naar ‘franchises’. Daarbij gaan wij bij mooie REV cijfers niet automatisch uit van een kundig management dat denkt als een eigenaar/aandeelhouder. Het gevaar van een sterke ‘franchise’ is dat een ‘franchise’ juist bij een kwalitatief minder management een minder sterke ‘franchise’ kan worden en zelfs na verloop van tijd zich ontwikkelt tot een ‘commodity business’.

Warren Buffett, waarschijnlijk de meest succesvolle belegger ter wereld, zoekt ondernemingen waar het management de onderneming runt alsof:

- het 100% aandeelhouder is;





- de onderneming het enige belang is van het management; én
- de onderneming de eerste honderd jaar noch verkocht noch overgenomen kan worden.

De belangrijkste taak van het management van een onderneming is het bestemmen van de middelen van de onderneming (“the most important management act is allocation of the company’s capital”). Groei om de groei met veronachtzaming van de winstgevendheid past niet bij een management dat denkt als een eigenaar/aandeelhouder. Het in stand houden van activiteiten die structureel een te laag rendement op het geïnvesteerd vermogen opleveren past daar evenmin bij. Een management dat denkt als een eigenaar/aandeelhouder volgt niet automatisch de gebaande wegen en weet, wat Warren Buffett noemt de ‘*institutional imperative*’, te weerstaan. Dat wil zeggen, het legt zich niet neer bij de natuurlijke weerstand tegen verandering van richting zoals iedere instelling kent en het volgt niet klakkeloos de marktleiders in hun waan van de dag.

Bij een belangrijke wijziging van het management zijn wij ook geneigd aan de zijlijn te gaan staan. Vaak wil het nieuwe management met meer dan een schone lei beginnen, en worden zelfs boekverliezen genomen om toekomstige winsten veilig te stellen. Ook zijn wij voorzichtig met een management dat zich – al dan niet in navolging van de marktleiders – vooral toelegt op het kopen van groei. De ervaring leert dat tijdens een bull market vaak te veel voor een over te nemen onderneming betaald wordt, hoe kwistig ook met veronderstelde synergie-effecten wordt gestrooid, en dat ook te gemakkelijk wordt gedacht over het inpassen van de overgenomen onderneming in de bestaande organisatie.

## Recapitulatie van onze selectiecriteria

Samenvattend worden de volgende criteria gehanteerd bij de aandelenselectie:

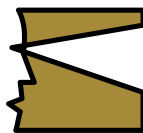
- Er moeten voldoende historische gegevens (jaarrekeningen) beschikbaar zijn. Ten minste over een periode van acht jaar, maar het liefst over tien jaar of meer;
- Wij moeten de business kunnen begrijpen. “Circle of competence”
- De onderneming moet consistente bedrijfsresultaten in het verleden laten zien, toekomstige resultaten moeten voorspelbaar zijn, en de lange termijn vooruitzichten moeten gunstig zijn;
- De onderneming moet een hoge “genormaliseerde” Rentabiliteit op het Eigen Vermogen (REV) en een hoge autonome groei hebben;
- De onderneming moet met een redelijke discount te koop zijn; en
- Het management moet kundig zijn en de mentaliteit hebben van een eigenaar/aandeelhouder

Wij gaan aan de zijlijn staan:

- bij een beurskoers hoger dan de berekende waarde;
- bij een belangrijke wijziging van het management, én
- bij een grote overname tijdens een bull market.

## Selectieproces in de praktijk

Een belangrijk deel van onze werkzaamheden bestaat uit het gedisciplineerd en emotioneel in beeld brengen van genormaliseerde historische gegevens van beursgenoteerde ondernemingen.



Bij het selectie- en waarderingsproces wordt als volgt te werk gegaan:

- Per land wordt via bestaande databases met gerapporteerde cijfers van beursgenoteerde ondernemingen een selectie gemaakt van ondernemingen die mogelijk interessant voor ons zijn;
- Na een cijferbeoordeling worden uit deze selectie koopkandidaten gekozen;
- Van deze koopkandidaten worden jaarrekeningen opgevraagd over de laatste acht tot tien jaar;
- Deze jaarrekeningen worden in een model verwerkt waarbij rubricering en waarderingsgrondslagen vergelijkbaar worden gemaakt ( “genormaliseerde cijfers”);
- Vervolgens wordt aan de hand van de modellen en consensus prognoses de waarde van de onderneming berekend;
- Iedere nacht worden automatisch, aan de hand van slotkoersen en berekende waarde, ondernemingen geselecteerd die koop-/verkoopwaardig zijn;
- Van koopwaardige ondernemingen worden vervolgens kwalitatieve studies gemaakt. De waardeberekening wordt zo nodig bijgesteld en er wordt overgegaan tot bezoek en koop van de geselecteerde onderneming;
- Verkoopwaardige ondernemingen worden na toetsing van de berekende waarde verkocht.

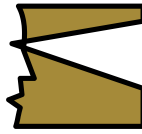
## Look-through earnings, vangnet en motor van de portefeuille

Zoals geconsolideerde cijfers van een onderneming inzicht geven in de winstgevendheid van de ondernemingen die tot de groep behoren, zo geven look-through earnings van een aandelenportefeuille inzicht in de winstgevendheid van de belangen in de ondernemingen waarin is belegd. Omdat wij ondernemingen selecteren met een te verwachten hoge REV en hoge autonome groei, zullen look-through earnings navenant toenemen.

Toenemende winsten van de ondernemingen waarin belegd wordt, zijn de motor van een portefeuille en tevens een vangnet. Ze zijn de motor, omdat koersen bij gelijkblijvende koers/winstverhouding de toenemende winsten rechtsevenredig volgen. En ze zijn een vangnet, omdat de winsten van de ondernemingen in een portefeuille blijven toenemen, ook al dalen de koersen op de beurs. Voor de lange termijn belegger maakt het niet uit of de beurs het ene jaar ondernemingen waardeert op basis van bijvoorbeeld 8 x de winst en het jaar daarop bijvoorbeeld 15 x de winst. Zolang winsten conform de verwachting blijven toenemen en ondernemingen niet overgewaardeerd zijn, is er geen reden om te verkopen. Dalende koersen zijn vaak buitenkansjes om “bij te kopen”.

De gemiddelde toename per jaar van de look-through earnings over de periode 2004-2012 bedroeg 5,4%.

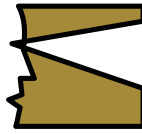
<b>Jaar eindigend op</b>	<b>Look-through Earnings van de portefeuille</b>	<b>Procentuele verandering</b>	<b>Index</b>
31-12-2003	€ 87.688,05		100
31-12-2004	€ 111.238,96	26,86%	127
31-12-2005	€ 129.672,33	16,57%	148



---

31-12-2006	€ 144.112,19	11,14%	164
31-12-2007	€ 171.503,17	19,01%	196
31-12-2008	€ 149.806,39	-12,65%	171
31-12-2009	€ 121.954,52	-18,59%	139
31-12-2010	€ 143.991,76	18,07%	164
31-12-2011	€159,053,70	10,46%	181
31-12-2012	€141.371,45	-11,12%	161

---

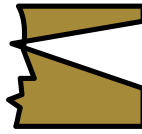


## Hoofdstuk 3

# Beleggingsresultaat

Begin 2004 werd gestart met een kapitaal van € 1.000.000,00 dat in 10 jaar toenam tot € 1.822.092,94. Het beleggingsresultaat is berekend ná aftrek van een jaarlijkse adviesfee van 1% en een performance fee van 15% boven een netto rendement van 8% per jaar. Dit zijn fee's die gehanteerd worden bij het adviseren bij het beheer van vermogens van € 1 mln. en meer. Het gemiddeld aantal transacties per jaar bedroeg minder dan zes.

Jaar	Beleggings- resultaat
2013	14,00%
2012	12,24%
2011	-22,64%
2010	18,11%
2009	31,80%
2008	-48,31%
2007	1,82%
2006	20,76%
2005	36,49%
2004	36,38%



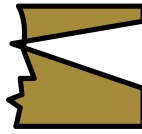
## **Bijlagen**

### **C.V. Syb van Slingerlandt**



Amsterdam, 1945

- Doctoraal Bedrijfseconomie  
Universiteit van Amsterdam 1971
- Slotexamen Accountancy  
Universiteit van Amsterdam 1974
- Examen Certified Public Accountant  
New York 1982
- Moret & Limperg (Ernst&Young)  
Office manager, België 1975-1979
- Partner Ernst&Young  
New York 1980-1984
- Partner Ernst&Young  
Regio Brabant 1984-1986
- Klanten onder andere: Van Ommeren,  
Gist Brocades, Aegon, DSM,  
Borsumij, DAF, van Lanschot, Simac.
- Opzetten en onderhouden van een  
database voor waardering van  
beursgenoteerde ondernemingen in de  
lidstaten van de Europese Unie 1986-  
heden.



## Literatuurlijst

Alexander, D. en Archer, S. (red.) (2001). *Miller European Accounting Guide*. Vierde druk, New York: Aspen Law & Business.

Buffett, M. and Clark, D. (1997). *Buffettology*. New York: Rawson Associates.

Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (1996). *Valuation*. Tweede druk, New York: John Wiley & sons, Inc.

Cottle, S., Murray, R.F., and Block, F.E. (1988). *Graham and Dodd's Security Analysis*. Vijfde druk, New York: Mac Graw Hill.

Cunningham, L.A. (2001). *The Essays of Warren Buffett*. Eerste herziene druk, Massachusetts: Lawrence A. Cunningham.

Davidson, J.D. and Rees-Mogg, W. (1987). *Blood in the streets*. New York: Warner Books.

Donovan, J., Tully, R. and Wortman, B. (1998). *The Value Enterprise*. Ontario: McGraw-Hill.

Graham, B. (1973). *The Intelligent Investor*. Vierde druk, New York: Harper & Row.

Hagstrom Jr., R.G. (1994). *The Warren Buffett Way*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Haugen, R.A. (1995). *The New Finance*. New Jersey: Prentice Hall.

International Financial Reporting Standards (2004). London: IASCF Publications Department.

International GAAP 2005, Ernst & Young (2004). London: Lexis Nexis

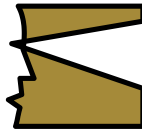
Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder value*. New York: The Free Press.

Ritchie jr., J.C. (1996). *Fundamental Analysis*. Illinois: Irwin.

Scott, W. (1995). *Financial accounting Theory*. New Jersey, Prentice Hall.

Stewart, G. B. (1991). *The Quest for value*. Derde druk, New York: Harper Business

Train, J. (1989). *The New Money masters*. New York: Harper Perennial.



## Persberichten

*Het Financieele Dagblad, 14 mei 2009*

# Laat goodwill ook na afboeking zien

Syb van Slingerlandt

In goede tijden rapporteren overnemende ondernemingen te hoge resultaten. Dat constateer ik ook. Als 'value investor' kijk ik evenwel naar de rentabiliteit op het eigen vermogen (REV). Hoe het management het vermogen van de aandeelhouder beheert, bepaalt de waarde van de onderneming.

Doorgaans neemt bij een acquisitie, waarbij goodwill wordt betaald, de REV eerst af, omdat de investering niet in het eerste jaar wordt terugverdiend.

Wordt voor een onderneming met een REV van 20%, tweemaal het bedrag aan intrinsieke waarde betaald, dan bedraagt de REV direct na overname 10%. Maar op alle daarna in te houden winsten wordt 20% verdiend. De investering tendert bij voldoende winstinhouding, en wanneer niet teveel is betaald, naar de oorspronkelijke REV van 20%.

De waarde van een onderneming is de contante waarde van de toekomstige kasstromen. Daar veranderen waarderingsgrondslagen niets aan. De overnemende onderneming stelt toekomstige kasstromen in een snel groeiende markt vaak te rooskleurig voor.

Daarbij komt dat het management van een beursgenoteerde onderneming bij torenhoge beurs-

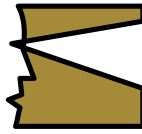
koersen een overname makkelijk kan financieren. De REV gaat (zie Ahold en Hagemeyer) echter wel snel onderuit als teveel voor de over te nemen onderneming wordt betaald.

Als investeerder wil ik weten wat het management verdient op alle uitgegeven bedragen, waaronder goodwill en herstructureringsuitgaven. Ik ben niet geïnteresseerd als de REV op lange termijn te laag is. Ik maak wel een voorbehoud voor een belangrijke wijziging in het management. Een nieuw management hoeft niet per se opgescheept te worden met de beslissingen van het vorige management. Ik bereken de toekomstige REV na een belangrijke wijziging in het management dan ook vóór en na herwaardering.

Als gebruiker van jaarrekeningen zou ik graag in het jaar van overname de lange termijn historische REV van de overgenomen onderneming zien, het bedrag aan betaalde goodwill, en de periode die nodig is om het bedrag aan goodwill via te genereren winsten terug te verdienen.

Het aan goodwill uitgegeven bedrag wil ik te allen tijde vermeld blijven zien in de jaarrekening, ook als daarop is afgeboekt.

.....  
**Drs. S.J. van Slingerlandt RA,**  
**CPA is onafhankelijk beleggingsadviseur.**



## Beleggen in excellente on

"Hoe het management van een onderneming het vermogen van aandeelhouders beheert, is bepalend voor de waarde van de onderneming. De beurskoers is een prijskaartje." Met de heftige koersschommelingen van de afgelopen periode is eens te meer duidelijk geworden dat selectie van de juiste aandelen van groot belang is voor het rendement op uw beleggingen.

In 2 afleveringen zal Drs. Syb van Slingerlandt u leren hoe u kunt beleggen in excellente ondernemingen tegen een redelijke prijs. In dit nummer van *Beter Beleggen* treft u het eerste deel aan. In een volgend nummer van *Beter Beleggen* zult u het tweede deel aantreffen waarin uitgelegd wordt welke selectiecriteria u kunt hanteren bij het kiezen van de juiste aandelen.

### Deel 1

**"Ondernemingen waarderen is mijn vak. Voorspellen wat beurskoersen op korte termijn gaan doen, laat ik graag aan anderen over."**

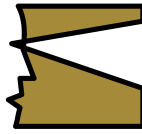
Als registeraccountant en partner van één van de maatschappen die nu deel uitmaakt van het accountantskantoor Ernst & Young, ben ik veelvuldig betrokken geweest bij de waardering van ondernemingen. Bij het waarderen van aandelen is er voor mij geen fundamenteel verschil tussen het kopen van een onderneming in zijn geheel en het kopen van aandelen in een onderneming.

Waar het mij om gaat, is hoe het management van een onderneming omgaat met de haar ter beschikking staande middelen. Ik wil weten: wat het management denkt te gaan verdienen op de middelen die geïnvesteerd zijn in de bestaande activiteiten; wat het management denkt te gaan verdienen op winsten die het tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voorstelt om in te houden; en waarom een succesvol management überhaupt voorstelt winst uit te keren.

Op basis van een inschatting van toekomstige kasstromen bereken ik de waarde van een onderneming. Daarbij maak ik gebruik van een door mij in 1986 opgezette database, waarin ik gegevens uit gepubliceerde jaarrekeningen van alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland heb opgeslagen. De database gaat terug tot 1982. Intussen maken de beursgenoteerde ondernemingen van België, Frankrijk, Spanje en Duitsland ook deel uit van de database.

In de database heb ik gerapporteerde cijfers uit jaarrekeningen 'genormaliseerd'. Bij het normaliseren maak ik op eenduidige manier een onderscheid tussen enerzijds het vermogen en het resultaat van de bedrijfsactiviteiten van de onderneming, en anderzijds het eventuele niet-bedrijfsgebonden vermogen en resultaat. Mutaties in het vermogen en resultaat die niet met een kasstroom gepaard gaan, heb ik op uniforme wijze aangepast. In mijn database zijn ondernemingen daardoor niet alleen onderling vergelijkbaar qua vermogen en resultaat, maar kunnen ook die ondernemingen worden geselecteerd waar het in de activiteiten van de onderneming geïnvesteerde vermogen van de aandeelhouder





## ondernemingen tegen een redelijke prijs

het beste rendeert. En hiermee ben ik dan weer terug bij de titel van mijn verhaal. Niet alleen de theorie maakt duidelijk, maar ook de praktijk laat zien dat op termijn de beste beleggingsresultaten worden bereikt door tegen een redelijke prijs te beleggen in ondernemingen waar het management het vermogen van de aandeelhouders het best beheert.

### De prijs en de waarde van een onderneming ("the price is what you pay, the value is what you get")

Bij een overname wordt eerst gekeken naar de waarde van de over te nemen onderneming. De uiteindelijke prijs die ervoor betaald wordt, hangt mede af van de onderhandelingspositie van de koper en verkoper. Soms zijn kopers zo gretig dat zij bereid zijn bijvoorbeeld een deel van de toekomstige synergievoordelen af te staan aan de verkopende partij. Daarmee wijkt de prijs die betaald wordt af van de berekende waarde.

Bij mijn eerste pogingen in 1986 om erachter te komen hoe aandelenbeurzen werken, viel het mij op dat de prijs van een aandeel slechts bij toeval leek samen te vallen met de door mij berekende waarde van het aandeel. De reden hiervan kon zijn dat de berekende waarde niet juist was, of dat de prijs niet overeenkwam met de waarde. Of het was een combinatie van beide. Omdat ik er toen nog van uitging dat "de beurs altijd gelijk heeft", ben ik in eerste instantie gaan zoeken naar mogelijke onjuistheden in mijn waardeberekeningen.

Na een uitgebreid literatuuronderzoek naar succesvolle beleggingsmethoden en op basis van eigen ervaring ben ik gekomen tot een aantal criteria voor het selecteren van aandelen, waarbij centraal staat de door mij berekende waarde van een onderneming, en dus daarmee de waarde van het betreffende aandeel. Ik kan niet voorspellen wat aandelenkoersen op korte termijn gaan doen en laat dat daarom graag aan anderen over. Wat ik wel doe, is wachten tot de ondernemingen die aan mijn selectiecriteria voldoen met een zodanige discount te koop zijn dat er ook nog een redelijke veiligheidsmarge ("margin of safety") in de prijs zit. En omgekeerd zal ik geselecteerde ondernemingen verkopen bij een beurskoers die hoger ligt dan de door mij berekende waarde.

De grafiek van de waardeontwikkeling en koers van Heineken laat zien: dat de koers van een aandeel slechts bij toeval samenvalt met de waarde ervan; dat op termijn de koers de waarde van de onderneming volgt; en dat het aandeel Heineken zowel aanmerkelijk ondergewaardeerd was (koerslijn in groene deel van de kolom) als overgewaardeerd was (koerslijn boven het gele deel van de kolom).

### Op basis van de literatuur en eigen ervaring hanteer ik de volgende criteria bij het selecteren van aandelen

Er moeten voldoende historische gegevens (jaarrekeningen) beschikbaar zijn. Ten minste over een periode van vijf jaar, maar het liefst over tien jaar of meer;

Ik moet de business kunnen begrijpen; De onderneming moet consistente bedrijfsresultaten in het verleden laten zien, toekomstige resultaten moeten voorspelbaar zijn, en de lange termijn vooruitzichten moeten gunstig zijn;

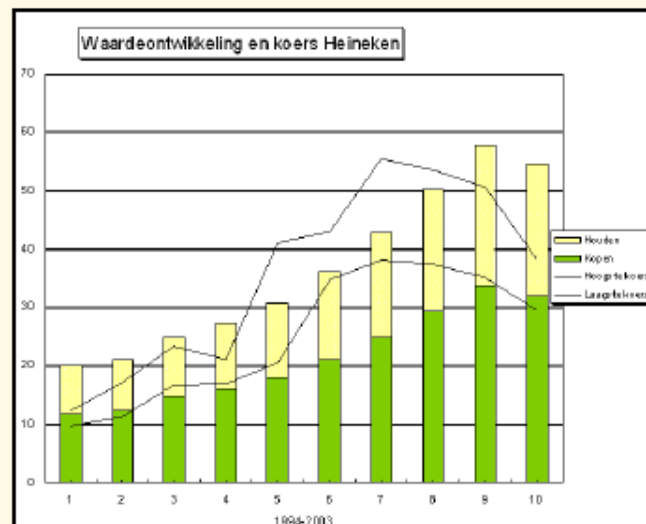
De onderneming moet een hoge (op basis van mijn waarderingsgrondslagen berekende) Rentabiliteit op het Eigen Vermogen (REV) en een hoge autonome groei hebben; De onderneming moet met een redelijke discount te koop zijn; én Het management moet kundig zijn en de mentaliteit hebben van een eigenaar / aandeelhouder.

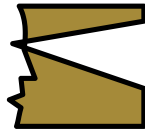
Ik ga aan de zijlijn staan:

- bij een beurskoers hoger dan de berekende waarde;
- bij een belangrijke wijziging van het management; én
- bij een grote overname tijdens een bull market.

Deze selectiecriteria worden door mij continu getest. Indien het voorgaande nog vragen oproept, aarzelt u dan niet om contact op te nemen met [info@vanslingerlandt.com](mailto:info@vanslingerlandt.com).

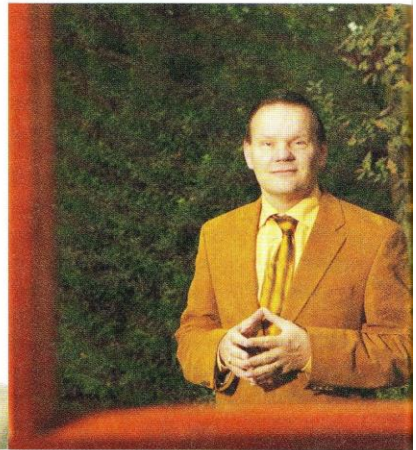
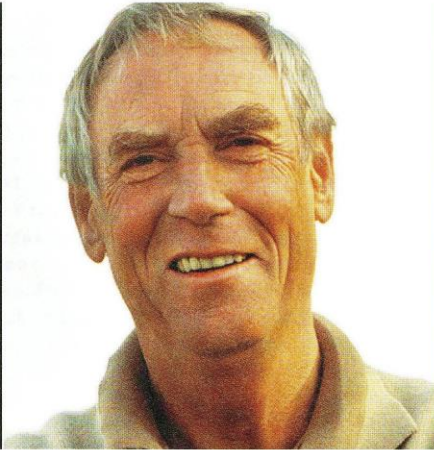
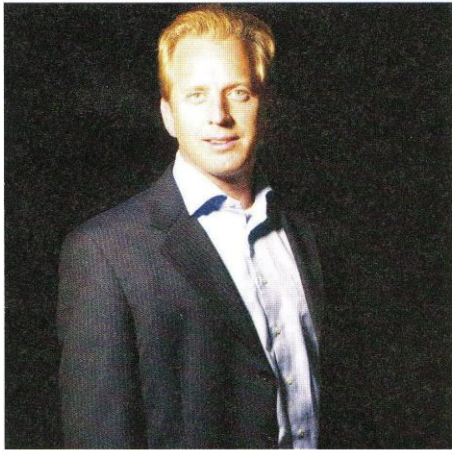
Syb van Slingerlandt is bereid gevonden deze materie mondeling toe te lichten en verder uit te diepen, hiertoe zal een presentatie/workshop gehouden worden op 17 april in Smaak Utrecht, Herculesplein 315, 3584 AA Utrecht. Zie website voor details en aanmelding.





*IEX Magazine november/december editie 2006, jaargang 3, nummer 8*

J A A R R E K E N E N

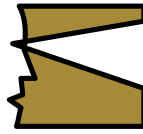


# Kraak de balans

Een bedrijf is tegenwoordig zo goed of zo slecht als het laatste persbericht. De koers wordt steeds meer bepaald door de nieuwsstroom rondom een aandeel en het is makkelijk om te vergeten dat de financiële verslaglegging vaak heel veel kan vertellen over de kansen en risico's van een onderneming. IEX nam daarom een kijkje in de keuken van echte balanslezers: Syb van Slingerlandt, Frans Faas en Ron Belt.

door Michiel Pekelharing/fotografie Robert Elsing en Mark van den Brink

38



## Databasebeleggen | Syb van Slingerlandt



*Aan één jaarverslag heeft Syb van Slingerlandt niet genoeg en met een term als winst per aandeel kan hij al helemaal niets. Een onderneming moet stabiele en voorspelbare bedrijfsresultaten laten zien. Om dat te beoordelen kijkt hij bij voorkeur tien of meer jaar terug.*

“Als je een huis gaat kopen, wil je natuurlijk eerst weten wat het waard is. Dan kijk je naar de locatie, de oppervlakte, de tuin en naar wat andere huizen in de buurt hebben gekost. Maar als de meeste beleggers een aandeel kopen doen ze dat omdat de onderneming bijvoorbeeld een mooi product maakt zonder daarbij te kijken wat het bedrijf eigenlijk waard is.” Daarmee snijdt Van Slingerlandt meteen een interessant punt aan, want hoe bereken je hoeveel een onderneming waard is? De groei van de winst per aandeel lijkt daarvoor een logisch startpunt, maar dat is ongeveer het laatste waar hij naar kijkt: “Want dat is een stuurbare maatstaf. KLM heeft bijvoorbeeld een aantal jaren geleden het reserveringssysteem verkocht en de inkomsten gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen. Als de winst over minder aandelen verdeeld wordt, is het logisch dat de winst

per aandeel stijgt. Maar dat betekent niet dat er opeens meer vliegtuigstoelen bezet zijn.” Voor Van Slingerlandt is alleen van belang wat een onderneming doet met het geïnvesteerd vermogen: “Als ik aandelen koop, verschaf ik vermogen en het gaat mij erom hoeveel geld het bedrijf daarmee verdient. De maatstaf waar alles om draait is dus het rendement op het eigen vermogen.”

### Onerlijk beeld

Het rendement op het eigen vermogen is simpel te berekenen aan de hand van elk jaarverslag, maar dat geeft volgens Van Slingerlandt lang niet altijd een eerlijk beeld. “Het was mogelijk dat de bij een overname betaalde goodwill in één keer ten laste van het eigen vermogen werd gebracht. Hier-

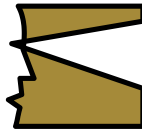
### Syb's Favorieten

Al drie jaar in de portefeuille van Van Slingerlandt

- Sligro
- ING
- Van Lanschot

door wordt het eigen vermogen aanzienlijk kleiner, zodat het rendement op het eigen vermogen bij een gelijkblijvende resultaat zou stijgen. Ik gebruik dan ook niet het eigen vermogen zoals dat in het jaarverslag

staat, maar ik zie het als alle middelen die door het management zijn geïnvesteerd. Ik pas de officiële cijfers aan voor bijvoorbeeld uitgaven aan goodwill, herstructureringskosten en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling.” Dat betekent dat Van Slingerlandt elk jaar flink aan de slag moet als beursfondsen rond maart de jaarverslagen publiceren. Dan moet immers de database bijgewerkt worden die voor Nederlandse bedrijven teruggaat tot 1982. “Ik ben in 1986 begonnen met de aanleg van mijn database. In die tijd stond ik vaak rond acht



## J A A R R E K E N E N

### “Als ik volledige zekerheid zou hebben, had ik maar één aandeel in portefeuille”

uur op, keek even wat er op de beurs gebeurde en ging vervolgens aan de slag met de jaarverslagen. Daar ging ik dan mee door tot een uur of elf 's avonds. De historische gegevens stellen Van Slingerlandt in staat om een goede inschatting te maken welk rendement een onderneming op het eigen vermogen kan halen.

#### Kwalitatieve analyse

Alle bedrijven met een rendement van minder dan 9% vallen af, “want dan kan ik even goed de index volgen.” Alleen als Van Slingerlandt een aandeel op de beurs kan kopen voor minder dan 60% van de door hem berekende waarde, komt het bedrijf in aanmerking voor zijn portefeuille. Daarvoor voert hij eerst nog een kwalitatieve analyse uit waarbij onder meer gekeken wordt naar de vooruitzichten, sterke en zwakke punten van het bedrijf en een gesprek met de financiële

topman. “Die vinden het vaak interessant om te horen wat hun bedrijf waard is.” Een aandeel wordt verkocht zodra de beurskoers hoger ligt dan de berekende waarde, bij een belangrijke wijziging van het management of als een bedrijf een grote overname doet tijdens een bullmarkt. De methode die Van Slingerlandt heeft ontwikkeld is echter geen garantie voor direct succes.

**Selectie van acht** “Als ik instap krijg ik altijd meteen op mijn donder. Omdat ik aandelen koop voor 60% of minder dan de door mij berekende waarde, kom ik vaak uit bij beursfondsen die onder druk staan en waarvan de koers nog iets verder daalt nadat ik ben ingestapt. Dat doet me niets, aangezien ik puur kijk naar de waarde van de onderneming en totaal niet naar de beurskoers. Het ene jaar wordt voor een onderneming bijvoorbeeld acht keer de winst betaald en

als beleggers optimistischer worden is dat later opeens vijftien keer.”

Uiteindelijk komt Van Slingerlandt tot een selectie van maximaal acht aandelen. Het is geen toeval dat er maar zo weinig fondsen in portefeuille worden gehouden, want spreiding is volgens hem een teken van onwetendheid. “Als ik volledige zekerheid zou hebben, had ik maar één aandeel in portefeuille. Natuurlijk weet ik ook niet alles en ik voel me prettig bij acht aandelen.” Dat kunnen er ook minder zijn als er niet meer aandelen aan de strenge eisen voldoen. Uit de backtest die Van Slingerlandt heeft uitgevoerd voor de periode van 1993 tot 2003 bestaat de portefeuille maar net voor de helft van de jaren uit acht aandelen. Het gemiddelde rendement kwam op bijna 30%. Op 1 januari van 2004 werd een portefeuille gestart met een kapitaal van 1 miljoen euro die twee jaar later al ruim 1,8 miljoen euro waard was. “Het lijkt misschien verstandig om een matig bedrijf te kopen voor een lage prijs, maar ik koop liever een goed bedrijf voor een redelijke prijs. Dat laatste levert op termijn altijd het meeste geld op.”

## Verborgenen schatten | Frans Faas



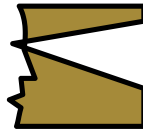
*Een jaarverslag roept bij Frans Faas vaak meer vragen op dan het beantwoordt. Financiële verslaglegging geeft volgens hem vaak een onduidelijk beeld. Wie zich toch door een jaarverslag wil worstelen, moet achterin beginnen want daar staan de verborgen schoonheden.*

“De meeste beleggers zijn laks en lui.” Frans Faas heeft geen hoge pet op van veel particuliere beleggers. “Ik kijk vaak op forums zoals die van IEX en het valt me dan op hoe weinig moeite er gedaan wordt om een bedrijf echt te doorgronden. Onlangs kwam ik een forumbericht tegen waarin iemand schreef dat hij wat aandelen Grontmij had gekocht, om vervolgens aan de medebeleggers te vragen wat het bedrijf eigenlijk deed. Ik dacht eerst dat het een grap was, maar er zijn dus echt mensen die op die manier beleggen.”

Faas snapt wel dat niet iedereen het leuk vindt om zich helemaal in de financiële cijfers van beursfondsen te verdiepen. Als dat al een optie is. “Ik denk dat 80% van de beleggers niet het verschil weet tussen een geconsolideerde jaarrekening en een vennootschappelijke jaarrekening.” Deze groep heeft het misschien niet eens zo heel slecht gezien. De uitspraken van Faas geven in ieder geval weinig moed om eens lekker een jaarverslag door te gaan nemen. “De jaarrekening vertelt nooit het hele verhaal. Het beeld is vaak onduidelijk en soms zelfs

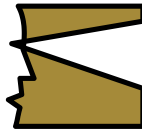
ronduit verkeerd.” Dat betekent natuurlijk niet dat het geen zin heeft om naar financiële berichtgeving van beursfondsen te kijken. Faas heeft in ieder geval een mooie tip voor iedereen die het de moeite waard vindt om eens een jaarverslag erbij te pakken: achterin beginnen. “In de toelichting op de jaarrekening staan altijd de interessantste dingen. Iedereen denkt dat alle cijfers altijd kloppen omdat een accountant zijn krabbel heeft gezet, maar bedrijven worden altijd gedwongen om keuzes te maken. Hoe bepaal je bijvoorbeeld voor hoe-





*De Accountant, jaargang nummer 9, mei 2005*





# Beleggingskompas

**Beleggers hebben niets aan jaarrekeningen, luidt een bekende volkswijsheid. Syb van Slingerlandt baseert er echter zijn complete, en zeer constante, portefeuille op. Jaarlijks rendement: dubbelcijferig. In 2004 zelfs 37 procent.**

LIEUWE KOOPMANS

Al achttien jaar is Syb van Slingerlandt (zelf RA en CPA) bezig met het waarderen van ondernemingen. Een omvangrijke database voedt hij ieder jaar met cijfers uit jaarrekeningen van beursgenoteerde ondernemingen, en op basis van zijn prognoses voor toekomstige kasstromen en modelopbouw rolt er ten slotte een waarde uit. Anders dan reguliere beleggingsanalisten bij banken houdt hij zich niet bezig met koersdoelen op korte termijn.

"Waar het mij om gaat is wat het management van een onderneming denkt te gaan verdienen op de middelen die zijn geïnvesteerd in de bestaande activiteiten, en op in te houden winsten. Ook wil ik weten waarom een succesvol management voorstelt winst uit te keren."

## Autonome groei

Van Slingerlandt maakt gebruik van gegevens uit jaarrekeningen over een periode van liefst tien jaar of meer, om vast te stellen hoe het management in het verleden is omgegaan met de haar ter beschikking staande middelen. Dit is namelijk een goede indicator voor de beheerprestaties. Hij selecteert ondernemingen die meer dan gemiddeld hebben gepresteerd, een hoge autonome groei hebben laten zien en consistentie in de bedrijfsresultaten. Dat hij daarmee *tumaround*s (*they seldom turn*) mist, en jonge ondernemingen die vaak voor veel te veel geld naar de beurs worden gebracht, vindt Van Slingerlandt niet erg.

Een management dat de mentaliteit heeft van een eigenaar/aandeelhouder beoordeelt hij vervolgens op zijn belangrijkste taak: het alloceren van de middelen van de onderneming. Omdat Van Slingerlandt een veiligheidsmarge hanteert, koopt hij pas een aandeel als het bedrag dat hij daarvoor betaalt de komende tien jaar een gemiddeld rendement per jaar gaat opleveren van vijftien procent. Dit komt neer op een discount van iets meer dan veertig procent op de door hem berekende waarde.

## Genormaliseerde cijfers

Hoe het management het vermogen in het verleden heeft beheerd, valt af te leiden uit de publieke verantwoording in de vorm van jaarrekeningen. Het daarin gerapporteerde vermogen en resultaat kan echter sterk verschillen, afhankelijk van de toegepaste waarderingsgrondslagen. Bedragen in de jaarrekening moeten derhalve worden 'genormaliseerd'.

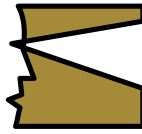
Van Slingerlandt: "Daardoor maak ik ondernemingen vergelijkbaar qua vermogen en resultaat, en kan ik die ondernemingen selecteren waar het vermogen van de aandeelhouder het best rendeert. Daarbij maak ik ook op een eenduidige manier onderscheid tussen bedrijfsgebonden en niet-bedrijfsgebonden resultaat en vermogen."

## Goodwill

Bij bedrijfsgebonden resultaat doet hij naar zijn zeggen op de kern van de business: "Bij KLM gaat het om het rendement op verkochte stoelen. Dat de winst per aandeel toeneemt door met de verkoopopbrengst van een deelneming aandelen in te kopen heeft met de bedrijfsactiviteit niets te maken."

Betaalde goodwill, ook als deze direct ten laste van de reserves is gebracht, ziet Van Slingerlandt als een investering om toekomstige kasstromen te genereren. Dit geldt ook voor direct ten laste van het resultaat gebrachte herstructureringslasten en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling. Om te beoordelen hoe het management met de middelen omgaat, relateert hij ook de hiervoor uitgegeven bedragen aan de resultaten van de onderneming.

Gerapporteerde cijfers kunnen nogal afwijken van 'genormaliseerde' cijfers (zie kader) en zijn daarmee volgens Van Slingerlandt gevaarlijk om "zomaar te gebruiken" bij beleggingsbeslissingen. ▶



### Kwaliteit jaarrekening

Alle informatie die Van Slingerlandt als input voor zijn model gebruikt is afkomstig uit gepubliceerde jaarrekeningen winstprognoses. Een jaarrekening met één of twee jaar vergelijkende cijfers is opgesteld voor het geven van rekening en verantwoording maar niet voor zijn doel, het waarderen van ondernemingen. Voor wat betreft de kwaliteit van de jaarrekening is Van Slingerlandt met de Nederlandse verslaglegging niet ontevreden gezien zijn beleggingsresultaten. Een probleem vindt Van Slingerlandt dat het management van een onderneming soms niet alleen verantwoording aflegt maar ook stuurt

**'Ik reken ook onder de nieuwe standaarden alles terug naar geldstromen.'**

aan de hand van gerapporteerde cijfers en daarop gebaseerde ratio's. "Vraag maar eens aan het management van een onderneming hoe groot het vermogen is van de onderneming dat het beheert en welk rendement het daarop maakt."

Omdat hij in jaarrekeningen onvoldoende informatie kan vinden over de kosten van rentedragend vreemd vermogen baseert hij zijn berekeningen op het door het management beheerde aandeelhoudersvermogen en niet op capital employed.

Het 'zachte deel' van het jaarverslag, het verslag van de directie, ziet Van Slingerlandt als een sluitpost. "Ik ga die teksten pas lezen als aan mijn kwantitatieve selectiecriteria is voldaan."

### Stelselwijzingen

In de achttien jaar waarin Van Slingerlandt aan zijn beleggingsmodel werkt, heeft hij diverse aanpassingen van waarderingsgrondslagen en verslaglegging meegemaakt. Voor zijn waarderingsmethodiek maakt dit op zich niets uit. "Ik ga door met wat ik al heb en reken ook onder de nieuwe standaarden alles terug naar geldstromen." Wel past hij in sommige gevallen het model aan, aan de nieuwe omstandigheden. Ook bij toepassing van IFRS is hij hiertoe

### Gemiddeld rendement op eigen vermogen

	Gerapporteerd			Genormaliseerd		
	1987/2002	1992/2002	1997/2002	1987/2002	1992/2002	1997/2002
Ahold	30,17%	32,57%	37,35%	9,84%	9,66%	9,38%
AKZO	20,44%	22,01%	27,59%	8,55%	8,02%	8,03%
DSM	20,13%	20,52%	25,82%	8,77%	7,54%	6,83%
Hagemeyer	26,20%	26,18%	22,98%	9,65%	9,34%	8,57%
Philips	11,56%	15,34%	14,46%	5,89%	6,68%	7,15%
Van der Moolen	55,51%	62,10%	65,00%	20,01%	20,67%	19,46%
Unilever	32,87%	32,67%	29,69%	11,10%	10,61%	11,92%
Wolters Kluwer	30,03%	28,46%	21,86%	15,70%	15,16%	14,37%



genoodzaakt, bijvoorbeeld met betrekking tot betaalde goodwill, voorzieningen, pensioenen, financiële instrumenten en optiebeloningen. Relevant is ook de onder IFRS gewijzigde toerekening van bijzondere baten en lasten aan het operationele bedrijfsresultaat. Verder verwacht Van Slingerlandt dat resultaten als gevolg van de gewijzigde richtlijnen moeilijker voorspelbaar zullen worden. Ten eerste betekent dit dat winstprognoses moeilijker aansluitbaar zijn bij de gerapporteerde cijfers. Daarnaast gaan ondernemingen in de praktijk steeds meer over op nieuwe winstbegrippen als EBITDA en BEIA.

### Weinig mutaties

Rest de vraag waarom banken en andere vermogensbeheerders zijn volgens hem prima renderende voorbeeld niet volgen. De belangrijkste reden is dat zij de waarde van een onderneming niet kennen, denkt Van Slingerlandt. "Als je de waarde van een onderneming kent heeft de beurs een dienende functie. De beurs komt regelmatig langs met een prijs ver beneden of boven de waarde van een onderneming. Beleggers en analisten die die waarde niet kennen zijn de speelbal van de beurs. Ik verbaas me er altijd over dat beleggers niet met een gerust gevoel op vakantie kunnen gaan als zij nog aandelen in portefeuille hebben. Als ik het vergelijk met een ondernemer die al zijn dochtermaatschappijen verkoopt voordat hij op vakantie gaat begint iedereen te lachen. Maar voor mij is er geen verschil."

**'Beleggers en analisten die die waarde van een onderneming niet kennen zijn de speelbal van de beurs.'**

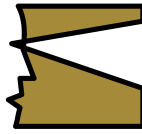
Een andere mogelijke reden ligt in het feit dat Van Slingerlandt binnen zijn portefeuille (slechts twee transacties in 2004) nauwelijks muteert. "Als het gaat om een goed niet overgewaardeerd bedrijf, met een goed management en goede vooruitzichten, dan ga ik niet over tot verkoop."

Een ander verschil is dat wanneer Van Slingerlandt een aandeel koopt, de koers vaak nog een tijd zakt, en wanneer hij besluit te verkopen de koers vaak nog een tijd blijft stijgen. Dit is moeilijk te verkopen aan potentiële beleggers.

### Onmisbaar

Verder is de opleiding van beleggingsanalisten weinig gericht op waardering van ondernemingen, en gaan veel analisten er volgens hem vanuit dat alle beschikbare informatie, ook die in gepubliceerde jaarrekeningen, al in de koers is verwerkt. Ze kijken dan ook niet intensief naar jaarrekeningen. "Voor mij zijn jaarrekeningen daarentegen onmisbaar als uitgangspunt om de waarde van ondernemingen te kunnen berekenen." ■





De Financiële Telegraaf, 5 oktober 2004

SYB VAN SLINGERLANDT KIJKT NIET NAAR BEURSKOERSEN:

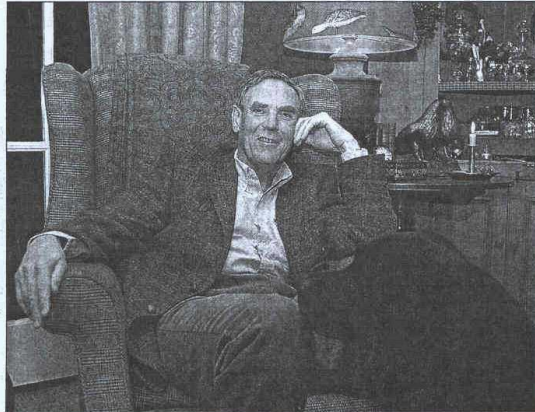
# 'Prijs is wat je betaalt, waarde is wat je krijgt'

■ door MONIQUE HARMSSEN

AMSTERDAM, dinsdag  
Niet de beurskoers of de winst per aandeel bepaalt de waarde van een onderneming, maar een goed gefundeerde inschatting van de toekomstige kasstromen die een onderneming weet te genereren. „Hoe het management van een onderneming het vermogen van de aandeelhouders beheert is bepalend voor de waarde. De beurskoers is een prijskaartje.”

Aan het woord is Syb van Slingerlandt, registeraccountant en voormalig partner van Moret & Limperg (de voorloper van Ernst & Young, red). Van Slingerlandt, een volgelinge van meesterbelegger Warren Buffett, ontwikkelde op basis van jaarverslagen een eigen waarderingsmethode voor alle beursgenoteerde bedrijven waardoor de prestaties van die bedrijven, en het rendement dat zij de belegger op lange termijn bieden, vergelijkbaar zijn.

„Alle gegevens die deze methode heeft opgeleverd vanaf 1982 zijn opgeslagen in een database die bestaat uit alle fondsen van de Beurs van Amsterdam, Euronext 100 en Next 150. Deze resultaten van de Beurs van Amsterdam zijn te vinden op zijn website [www.vanslingerlandt.com](http://www.vanslingerlandt.com).



SYB VAN SLINGERLANDT

... eigen maatstaven aanhouden ...

FOTO: BURO SCHULD

„Bij mijn eerste pogingen in 1986 om erachter te komen hoe aandelenbeurzen werken, viel het mij op dat de prijs van een aandeel slechts bij toeval leek samen te vallen met de door mij berekende waarde van het aandeel. Omdat ik er toen van uitging dat 'de beurs altijd gelijk heeft', ben ik eerst gaan zoeken naar fouten in mijn waardeberekeningen”, aldus Van Slingerlandt. „Maar na een uitgebreid literatuuronderzoek én op basis van eigen ervaringen ben ik gekomen tot

een eigen waardering van een onderneming. Ik kan niet voorspellen wat de koersen op korte termijn gaan doen. Wat ik wel doe is wachten tot de ondernemingen die aan mijn selectiecriteria voldoen met korting te koop zijn zodat er ook nog een redelijke veiligheidsmarge in de prijs zit.”

## Waarderingsmethode

In het kort komt de waarderingsmethode van Van Slingerlandt erop neer dat hij probeert uit te vinden wat een onderneming doet met de € 100 van hem als aandeelhouder. „Je wilt toch weten hoeveel die € 100 na een jaar is toegenomen. Het is voor mij onbegrijpelijk dat beleggers geïnteresseerd zijn in 'relatieve' en 'stuurbare' maatstaven als winst per aandeel (wpa) en de groei van de wpa. Voor kwalificatie voor de Olympische Spelen worden atleten geselecteerd op basis van voor ieder geldende limiet. Dat je als recreantloper de laatste tijd je trainingsronde iedere keer scherper hebt gesteld is misschien voor jou leuk, maar de kwalificatie kun je vergeten als je nog steeds 3,5 uur over de marathon doet. En wat doet de belegger als de wpa jaarlijks toeneemt? Het wordt zijn lievelingsaandeel, zelfs al neemt de rentabiliteit op het eigen vermogen van de onderneming af.”

## Verschillende cijfers

Van Slingerlandt constateert dat er vaak verschillen zijn tussen de gerapporteerde en de door hem genormaliseerde cijfers van een bedrijf. Volgens hem is dat vaak het gevolg van de toepassing van het voorzichtigheidsbeginsel, dat bijvoorbeeld toestaat dat betaalde goodwill direct ten laste van het eigen vermogen wordt gebracht of waarbij uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in één keer ten laste van het resultaat worden gebracht. „Ik corrigeer deze posten omdat ze zijn uitgegeven om toekomstige winsten te genereren. Daarover moet het management verantwoordelijk afleggen.”

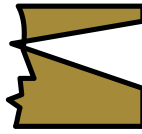
Bij het selecteren van de fondsen waar hij in belegt hanteert Van Slingerlandt een aantal duidelijke criteria. „Er moeten voldoende historische gegevens beschikbaar zijn, het liefst over een periode van 10 jaar, maar minimaal 5 jaar. Ik moet de business begrijpen en er moet sprake zijn van consistente bedrijfsresultaten, de toekomstige resultaten moeten voorspelbaar zijn en de langetermijnvooruitzichten gunstig. Verder moet de onderneming, volgens mijn berekening, een hoge rentabiliteit op het eigen vermogen hebben en een hoge autonome groei. Belangrijk is ook dat het aandeel van de onderneming met een redelijke korting ten opzichte van de berekende waarde te koop is.”

Het meeste vertrouwen heeft hij in een management dat de mentaliteit heeft van een eigenaar/aandeelhouder. Bij een wisseling in de top stapt hij echter uit om even de kat uit de boom te kijken. Ook bij grote overnames tijdens een 'bull market' houdt hij het voor gezien omdat er vaak te veel wordt betaald voor het over te nemen bedrijf.

## Resultaten

Dat zijn methode werkt kan Van Slingerlandt bewijzen. Begin 1993 startte hij met een kapitaal van € 0,5 miljoen en eind 2003 was dat aangegroeid tot een krappe € 6,9 miljoen. In deze periode deed hij gemiddeld 6 transacties per jaar. Alleen in 2002 en 1998 behaalde hij een negatief beleggingsresultaat van respectievelijk 1,8% en 2,9%. Over de eerste 9 maanden van 2004 nam de waarde van zijn portefeuille toe met 27,6% (€ 1,9 miljoen) tot bijna € 8,7 miljoen. In die periode vonden twee transacties plaats.

Zijn totale portefeuille bestaat uit niet meer dan acht verschillende fondsen. Op het moment dat zich een negatieve aantrekkelijkheidsaanbieding voordoet wordt een van de andere fondsen verkocht. „Dit dwingt mij om keuzes te maken. Ik wil mijn portefeuille overzichtelijk houden”, verklaart Van Slingerlandt.



Het Financieele Dagblad, 27 augustus 2004

# Het boerenverstand als leidraad

AMSTERDAM — Het momentum lijkt op de beurs grote mogelijkheden te bieden. Als bijvoorbeeld het sentiment ten aanzien van de technologiesector omslaat, kunnen de koersen snel oplopen. Aan het begin van de cyclus instappen en voor een eventuele kentering weer verkopen, is voor veel beleggers dan ook het devies. Een groot aantal transacties met de daaraan verbonden kosten is het gevolg van deze benadering.

In navolging van de fameuze Warren Buffett kiest een groep beleggers voor een radicaal andere strategie. Zij zijn niet in het momentum geïnteresseerd, maar zoeken aandelen die in vergelijking tot sectorgenoten laag zijn geprijsd. Vervolgens wachten zij geduldig tot de onderwaardering uit de koers loopt.

Neem Adriaan de Mol van Otterloo die als manager van het Schroder ISF Euro Active Value-fonds ongeveer €3 mrd onder zijn hoede heeft. 'Bij de selectie zoek ik bedrijven die een lage waardering hebben ten opzichte van hun intrinsieke waarde. Daarbij vraag ik mijzelf af wat ik voor het bedrijf zou willen betalen als ik volledig eigenaar zou zijn. Dat bedrag verminder ik met de schulden en deel ik vervolgens door het aantal aandelen. Die uitkomst vergelijk ik ten slotte met de koers.'

Aandelen die een lagere koers hebben dan de intrinsieke waarde zijn volgens De Mol van Otterloo in principe koopwaardig. 'Dan is het een kwestie van afwachten voordat de koers gaat stijgen en de onderwaardering verdwijnt. Gemiddeld heb ik de aandelen drie tot vijf jaar in mijn bezit. Speculeren en begripen als winst per aandeel laat ik graag aan anderen over.'

Het 'boerenverstand' speelt bij de fondsbeheerder een belangrijke rol. 'Ik ben ervan overtuigd dat deze beroepsgroep op de lange termijn betere rendementen behaalt dan het gros van de professionele beleggers. Boeren kopen niet wat zij niet begrijpen en hebben geen tijd voor de waan van de dag.'

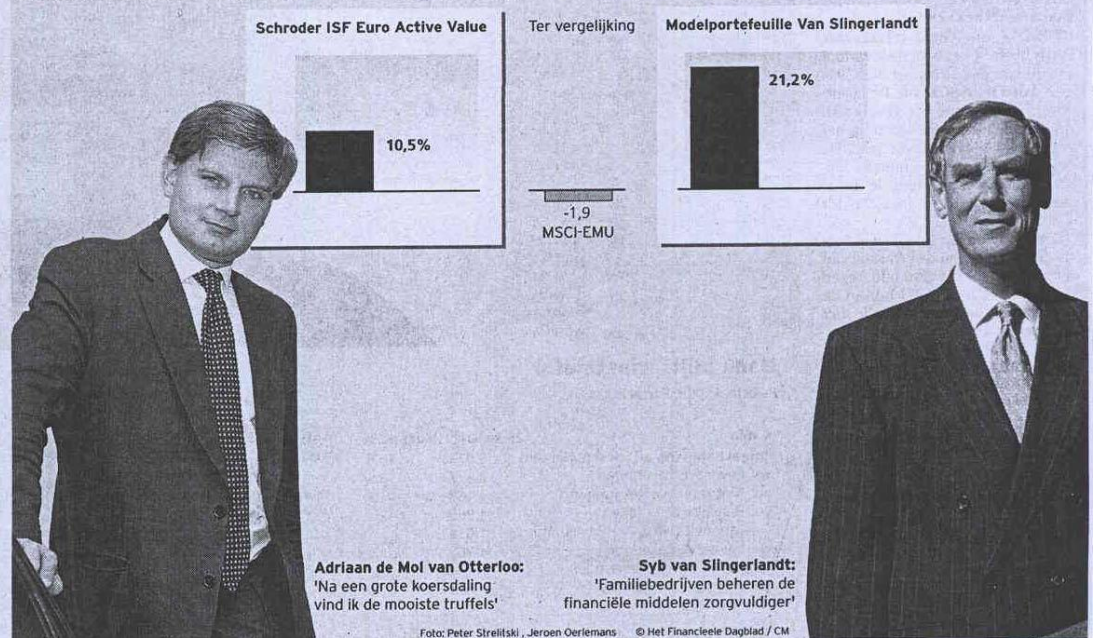
Merkw aardig genoeg kunnen juist plotselinge koersdalingen het enthousiasme wekken van De Mol van Otterloo. 'Dan vind ik mijn truffels. Koninklijke Olie bijvoorbeeld biedt momenteel fantastische mogelijkheden. Natuurlijk wordt de waarde van het bedrijf minder door de lagere oliereserves, maar de afstraffing op de beurs staat in geen verhouding tot die daling. Ik kocht als een van de weinigen de

Ondergewaardeerde bedrijven bieden kansen op rendement. Dan moeten beleggers wel geduld oefenen in plaats van de waan van de dag te volgen. 'Na een grote koersdaling vind ik mijn truffels', zegt Adriaan de Mol van Otterloo van Schroder.

» Frits Conijn

## Let op onderwaardering

Behaalde rendementen sinds 1 januari 2004



aandelen op €37. Ook omdat het management nu gedwongen wordt naar de aandeelhouders te luisteren.'

De keerzijde van de benadering van De Mol van Otterloo is dat hij in tijden dat de koersen scherp stijgen rendement mist. Maar van dat gegeven kan hij niet wakker liggen. 'Mijn klanten begrijpen dat als de indices met 30% toenemen, mijn selectie kan blijven steken op 20%. Maar daar staat tegenover dat ik met mijn benadering dit jaar tot dusver een rendement van 10,5% heb behaald. Dat lijkt mij niet slecht in een periode dat de markten zich vlak hebben bewogen.'

De aanpak van beleggingsadviseur Syb van Slingerlandt lijkt sterk op die van De Mol van Otterloo. Ook voor hem bestaat er geen verschil tussen het kopen van een onderneming in zijn geheel en het kopen van slechts enkele aandelen. En ook in zijn modelportefeuille wordt het aantal transacties tot een minimum beperkt, gemiddeld slechts zes per jaar.

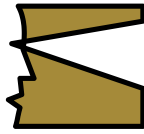
Van Slingerlandt waagt zich niet aan het voorspellen wat de aandelenkoersen op korte termijn doen. In plaats daarvan wacht hij tot de ondernemingen die aan zijn selectiecriteria voldoen met een zodanige korting te koop zijn dat er nog

een redelijke veiligheidsmarge in de koers zit. Met deze strategie heeft hij sinds begin dit jaar een rendement behaald van ruim 21%.

'Kleine en middelgrote bedrijven die een hoog rendement op het eigen vermogen weten te behalen, komen in principe voor mijn portefeuille in aanmerking', zegt Van Slingerlandt. 'Waar het mij om gaat is hoe het management van een onderneming de ter beschikking staande middelen beheert. Wat denkt de directie te verdienen op de winsten die het wil inhouden, dat is een van de vragen die ik mijzelf stel.'

Opvallend in de modelportefeuille is het grote aantal opgenomen bedrijven waarin families een belangrijke rol spelen. Sinds 1 januari zijn dat Heineken, Aalberts, Hunter Douglas, Van Lanschot en Sligro. 'Kennelijk beheren die ondernemingen de financiële middelen zorgvuldiger', zegt de beleggingsadviseur.

Bedrijven die gericht zijn op het kopen van groei, kunnen op minder sympathie van de beleggingsadviseur rekenen. De ervaring leert namelijk dat vooral tijdens een 'bull market' te veel voor een over te nemen bedrijf wordt betaald, hoe kwistig er ook met synergie-effecten wordt gestrooid.



Het Financieele Dagblad, 17 augustus 2001

# 'Ik wil Europa in beeld brengen'

AMSTERDAM — Eigenlijk had hij zelf niet door hoe bijzonder zijn gegevensbestand was. Tot zijn studievriend Cees Brüggeman hem er zo'n tien jaar geleden op attendeerde. 'Die zei meteen: "Waarom hebben wij dat niet bij ABN Amro?"'

Brüggeman begeleidde tot zeven jaar terug als hoofd effectensyndicaat Nederland bij ABN Amro het gros van de aandelenemissies in Nederland. 'Ik vond dat Syb enorm veel basismateriaal had verzameld.'

Tien jaar later is het basismateriaal van de voormalige accountant geperfectioneerd en geïntegreerd in een beleggingssite volgens de leer van de legendarische Amerikaanse belegger Warren Buffett: [www.vanslingerlandt.com](http://www.vanslingerlandt.com). Samen met Brüggeman, inmiddels zijn zakelijke partner, wil Van Slingerlandt zijn schat aan informatie nu gaan exploiteren. Niet per se om veel geld te verdienen, maar vooral om zijn droom te verwezenlijken. 'Ik wil Europa in beeld brengen.'

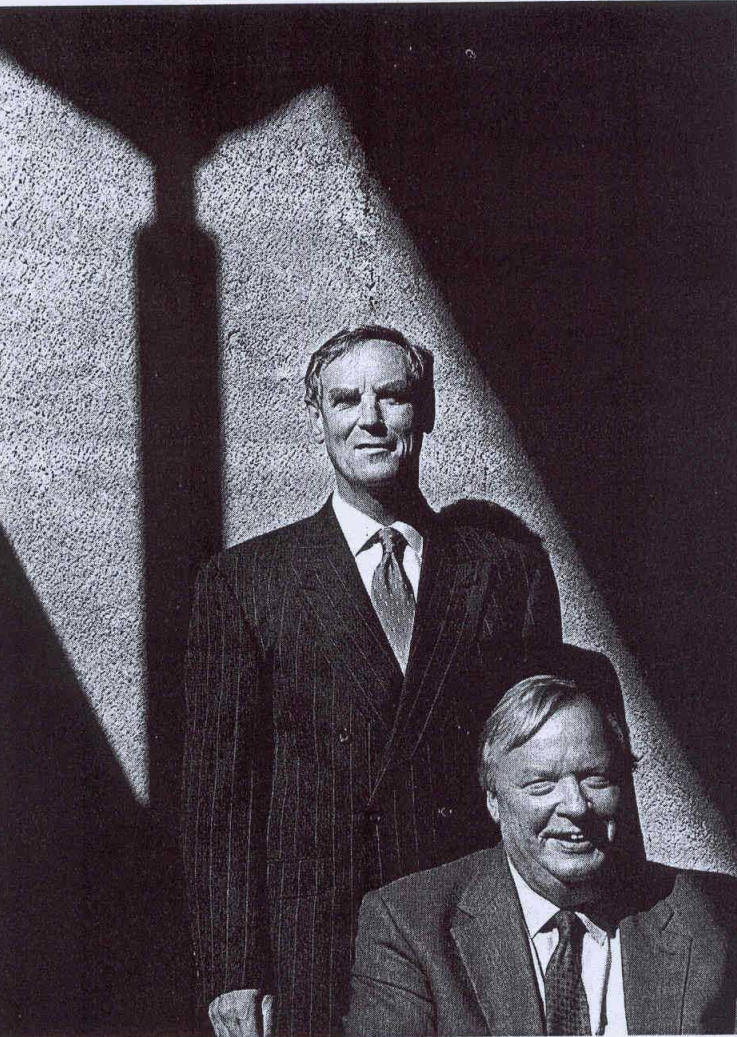
Zo ambitieus als hij nu klinkt, zo onschuldig begon Van Slingerlandt aan dit project. 'Ik zat bij Moret, het huidige Ernst & Young. Ik had in België een kantoor opgezet, daarna ging ik naar de Verenigde Staten voor de dienstverlening aan dochtermaatschappijen van Nederlandse klanten. Daar heb ik kennisgemaakt met de grote verschillen in waardering van bedrijven tussen de Verenigde Staten en Nederland. Na de fusie met het Amerikaanse Arthur Young, intussen Ernst & Young, vielen de buitenlandactiviteiten van Moret weg. Terug in Nederland, in 1984, kwam ik weer bij de controle van jaarrekeningen terecht — het zetten van stempeltjes — maar mijn hart lag meer bij het waarderen van bedrijven voor fusies, overnames en het verkopen van bedrijfsfondsen. Ik kon het me permitteren om eruit te stappen, dus ben ik in 1986 uit de maatschap getreden.'

Van Slingerlandt had niet alleen geld om te beleggen, hij had ook geleerd hoe je bedrijven moet waarderen. 'Wat ik feitelijk al deed, ging ik dus toepassen op aandelen, in eerste instantie om voor mijzelf te beleggen. Ik wilde een beredeneerde methode. Al snel kwam ik uit op de benadering van Warren Buffett, en van zijn leermeester Graham. Het was een bevestiging van wat ik dacht en wat ik deed. Pak de jaarrekening en ga de cijfers normaliseren, ofwel aanpassen: de waardering en verwerking van goodwill, de kosten van onderzoek en ontwikkeling, vreemde valuta, bijzondere baten en lasten, latente belastingen enzovoorts.'

Hij vroeg alle jaarrekeningen op, vooral om kosten te besparen. 'Ik dacht: er is vast wel iemand anders die dit heeft gedaan en waarvoor je gaat betalen. Net als in de Verenigde Staten, waar je Value Line had.'

De voormalige accountant wilde zien wat het management met zijn geld deed. 'Dat staat in de jaarrekening, maar je kunt het er niet meteen uithalen, bijvoorbeeld doordat bedrijven het voorzichtigheidsbeginsel toepassen. Het voorzichtigheidsbeginsel kan levensgevaarlijk zijn, daarvoor corrigeer ik. Neem bijvoorbeeld Ahold, dat zelf zijn eigen vermogen op €2 mrd houdt. Daarbij is geen rekening gehouden met een hele grote post goodwill. Het is ook interessant om te weten wat de invloed is van de ruim €8 mrd die Ahold de laatste jaren aan agio heeft opgehaald met aandelen-

emissies. Ik gebruik gewoon door de accountant goedgekeurde publieke gegevens, maar ik orden ze anders.' 'Als je een jaarrekeningmodel wilt bouwen, moet je uitgaan van wat bedrijven verplicht zijn te melden. Iedere keer als de regels voor boekhouding wijzigen, beoordeel je of je het model moet aanpassen. Ik ben begonnen bij jaarverslagen in 1982. Voor elke onderneming heb ik iedere gulden gevolgd. En ik heb de waarderingsgrondslagen uniform gemaakt. Een heidens karwei.' Hij vervolgt: 'Ik heb een appartementje in Spanje. Daar sloot ik mij af en toe op voor strafwerk — automatisering of het bestuderen van nationale jaarrekeningwetgeving — en dan nam ik mijn fiets mee. Een groot deel van de tijd dat ik hieraan werkte, was ik vrijgezel. Ik werkte overdag en 's avonds. Als ik dan te gammel werd, ging ik er een week uit.'



Syb van Slingerlandt (links) en zakenpartner Cees Brüggemann

FOTO: JEROEN OERLEMANS

'Doordat ik het gegevensbestand

in mijn eentje heb opgebouwd, zijn alle cijfers consistent vastgelegd. Al dit soort projecten is gefaald door gebrek aan consistentie en gekwalificeerd personeel. Dat hield mij ook op de been als ik ergens tegen aanliep, de gedachte "er zijn er weer zoveel die afvallen". Tot je erachter komt: er is niemand anders die dit gedaan heeft. Tegenvallers kunnen ook heel leuk zijn.' Tegenvallers kwam hij niet alleen tegen op papier, ook bij het oefenen met zijn eigen geld. 'Je komt twintigduizend gekke dingen tegen, waarvoor je twintigduizend keer je model moet aanpassen. Hoe ga je met bijzondere baten en lasten om? Alboeken en met een schone lei beginnen zoals bedrijven vaak doen, kan niet. Hetzelfde met goodwill. Niet even afboeken van het vermogen, maar rekening en verantwoording afleggen over deze investering.' 'Ik heb ook gewoon bedrijven be-

zoekt om mijn model te testen. Van al mijn tijd is 99% gaan zitten in het op uniforme manier in beeld krijgen van ondernemingen, zodat ik kan kijken waar het management het beste met mijn geld omgaat. Daarna is beleggen niet zo moeilijk meer, want je haalt de goede ondernemingen er zo uit. En dan is het wachten op een beurskoers die redelijk is.' Hij oefende met zijn eigen geld. 'Begin jaren negentig ben ik op mijn gezicht gegaan, doordat ik te veel op de intrinsieke waarde van een onderneming lette. Dan zit je in een aandeel en doet het aandeel niet wat je dacht. Met KLM of Nedlloyd zat ik verkeerd, omdat zulke bedrijven geen waarde creëren. Intrinsieke waarde bleek een valkuil en zo moest ik mijn hele waarderingsmodel omschrijven.'

'Toen ik de hoek van Warren Buffett ingedoken was, een jaar of acht geleden, had ik een basis. Buffett

kijkt meer naar economische goodwill: wat kan het bedrijf meer dan gemiddeld genereren aan geld. Daarvoor begin je met naar het verleden te kijken. Je moet een jaar of tien in beeld hebben, of een cyclus van een bedrijf. Sinds de tweede helft van de jaren negentig voel ik me veilig met mijn methode. We beleggen zelf nu voor eigen rekening op basis van dit gegevensbestand.'

Van Slingerlandt heeft het systeem ook op papier getest voor de periode 1994-1998. Na toepassing van zijn criterium voor excellente ondernemingen — een onderneming die meer dan 15% per jaar kan toevoegen aan het eigen vermogen — bleven 21 bedrijven over waarvan het aandeel eveneens redelijk geprijsd was. Het totale rendement over deze aandelen was over deze periode 35% tegenover 17,2% voor de overige 109 ondernemingen. 'Dat is het leuke: je bedenkt iets wat je kunt testen. Als het uitkomt, dans je door de kamer.'

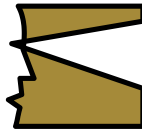
Andere resultaten van zijn beleggingsmodule hebben Van Slingerlandt ook verrast. 'Neem een onderneming als Geveke bijvoorbeeld, of Heijmans. Dat zijn bedrijven met mooie resultaten die precies doen wat je moet doen om waarde te creëren. Of Van der Moolen, dat met een paar honderd mensen goud geld zit te verdienen. Alleen zijn bij Van der Moolen winsten niet zo goed voorspelbaar. Ik verbaas me over de straf die ze daarvoor op de beurs krijgen. Analisten en beleggers houden niet van onvoorspelbare winsten. Daar creëer je hele zenuwachtige klanten mee. Ik volg Buffett: ik koop alleen een bedrijf als ik daarna de deur tien jaar achter me kan dichttrekken. Een aandeel ING wil ik altijd wel houden.'

'Aan de andere kant heb je een bedrijf als Koninklijke Olie, waarvan iedereen zegt dat het geweldig is. Maar ik zie een bedrijf dat 70% van zijn winst als dividend uitkeert. Dat is voor een belegger niet interessant. Ik constateer dat Koninklijke Olie niet weet wat ze met hun geld moeten doen. Of een bedrijf als KLM, dat in een markt van prijsvechters zit. Dat aandeel vind ik altijd te duur. Ik heb de bijzondere baten en lasten uit hun resultaat gehaald en dan kom je uit op een hele magere business.'

Met de Nederlandse beursfondsen in kaart gebracht, trekt Van Slingerlandt nu de grens over. 'Binnen een paar jaar wil ik Europa in beeld brengen. Ahold is dan direct vergelijkbaar met Carrefour. Met Nachehuis Tjeenk, een volle dochter van ABN Amro, hebben we afspraken om zo'n Europese database te maken. We zitten nu in de fase dat we in verschillende landen accountants nodig hebben die de informatie kunnen aanleveren. Met Frankrijk ben ik een heel eind gevorderd. In eerste instantie ga ik al die jaarrekeningen door op complicaties.'

Het is een commerciële afweging hoe lang het duo de beleggingsite gratis in de lucht houdt. Van Slingerlandt: 'We zijn met enkele partijen in gesprek. Bij internetbrokers bestaat bijvoorbeeld de behoefte aan een "digitale analist". Voor professionele partijen denken wij aan een site als de huidige, die interactief is. Cees en ik gaan vermoedelijk de richting van de consultancy in. Bijvoorbeeld investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven. Hopelijk kunnen wij daar onze grijze haren verkopen.'

BRUNO DE HAAS



Het Financieele Dagblad, 25 januari 2002

# Afboeken goodwill geen ramp voor belegger

Als gevolg van nieuwe boekhoudregels moeten Amerikaanse bedrijven voor honderden miljarden dollars hun bezittingen afwaarderen. Betekent dat massale vernietiging van aandeelhouderswaarde? Geenszins. De waarde van een onderneming wordt bepaald door toekomstige kasstromen, en niet door wat in het verleden is gebeurd, betogen **S. van Slingerlandt** en **C. Brüggemann**

**D**e discussie over verwerking van goodwill in de jaarrekening heeft betrekking op de manier waarop de onderneming periodiek rapporteert en verantwoording aflegt.

Vanaf 1 januari 2002 dient op basis van een nieuwe waarderingsregel in de Verenigde Staten van Amerika (FAS 142) de waarde van de geactiveerde goodwill periodiek gewaardeerd te worden en waar nodig afgewaardeerd.

In het geval van AOL Time Warner betekent dit een afschrijving van \$ 40 tot \$ 60 miljard aan goodwill in het eerste kwartaal van 2002.

De nieuwe waarderingsregel, toe juist wellicht ook voor de jaarverslaglegging, bemoeilijkt voor een belegger vergelijking van jaarrekeningen van ondernemingen in te tijd maar ook internationaal.

Hoe moet de belegger omgaan met de wijze waarop goodwill in de jaarrekening wordt verwerkt?

De belegger wil en moet die onderneming kunnen selecteren die zijn investering in die onderneming het best beheert. Deze selectie is alleen mogelijk indien ondernemingen op dezelfde manier in kaart gebracht en gewaardeerd worden.

De ook in de tijd vaak verschillende afschrijvingsmethoden en -percentages, en daardoor andere winstcijfers, zijn voor de belegger verwarrend en irrelevant. De belegger wil slechts weten wat een onderneming in de loop van de tijd verdient heeft, en mogelijk gaat verdienen.

Kasstromen zijn de feitelijke in- en uitgaande geldstromen van de onderneming, en daarom een uitstekende maatstaf om ondernemingen onderling te vergelijken.

Warren Buffett, waarschijnlijk de succesvolste belegger ter wereld, waarleert ondernemingen op basis van kasstromen.

Voor de in kasstromen denkende belegger maakt het niet uit of de onderneming met de haar toevertrouwde middelen een machine, gebouw of een andere onderneming koopt. Voor hem geldt: wat verdient de ondernemer hiermee? De belegger volgt bij een overname de kasuitstromen = overnamesom en maakt daarbij geen onderscheid in gekochte intrinsieke waarde en de betaalde goodwill.

Om een onderneming te waarderen dienen de in- en uitgaande kasstromen gedurende de levensduur van de onderneming ingeschat en gekwantificeerd te worden.

Bij een overname wordt de overnamesom en daarmee het bedrag aan te betalen goodwill bepaald



Applaus op Wall Street naar aanleiding van de eerste notering na de fusie tussen internetgigant America Online en mediaconglomeraat Time Warner. Door nieuwe verslaggevingsregels moet AOL Time Warner nu tussen de \$ 40 mrd en \$ 60 mrd aan goodwill afboeken.

FOTO: MEL NUDELMAN/STR

door de inschatting van het management van de toekomstige kasstromen van een over te nemen onderneming.

Te behalen synergievoordelen leiden vaak tot een hogere overname

**'s Werelds meest succesvolle belegger Warren Buffett kijkt alleen naar kasstromen**

mesom dan de waarde van de onderneming louter op basis van kasstromen vóór overname. In dit betrek wordt geabstraheerd van synergie-effecten.

Afschrijving en afboeking van goodwill ziet men in jaarrekeningen onder meer als volgt verwerkt:

-onmiddellijk ten laste van het vermogen;  
-ten laste van het resultaat middels allerlei methoden van afschrijving;  
-ten laste van het vermogen en/of resultaat indien periodieke inschatting van kasstromen resulteert in een herberekend bedrag aan goodwill dat lager ligt dan de betaalde goodwill.

Dergelijke afschrijvingen en afboekingen zijn niet van invloed op kasstromen, en hebben bijgevolg geen invloed op de waarde van een overgenomen onderneming. Door de belegger worden deze afschrijvingen en afboekingen dan ook 'teruggelooft'.

Overigens lijkt het ook zinvoller dat het management van een onderneming verantwoording aflegt over de bedragen die het uitgegeven

heeft om inkomende kasstromen te creëren dan over een afgewaardeerde waarde.

Vaak wordt een overname gefinancierd met een aandelenemissie. Bij een succesvolle emissie ter financiering van een overname zal de emissiekoers ten minste om en nabij de koers van het aandeel vóór overname liggen. Er is dan een evenwicht tussen het belang van de bestaande aandeelhouders, die door de overname en de financiering ervan er niet op willen en mogen achteruitgaan, en de nieuwe aandeelhouders die alleen aangetrokken kunnen worden indien hun investering een rendement oplevert dat ten minste gelijk is aan het gemiddelde rendement van een belegging in aandelen.

De 'economische goodwill', zijnde het verschil tussen het kapitaal (intrinsieke waarde) van de overgenomen onderneming en de emissie-

koers, zal bij een naar behoren functionerend management gelijk of hoger zijn dan de betaalde goodwill omdat de kasstromen van de overgenomen onderneming correct c.q. conservatief zijn ingeschat. Een da-

**Afboeking goodwill is wel nuttig om het management beter te kunnen beoordelen**

lende koers na bekendmaking van een overname is doorgaans een teken dat de belegger een minder gunstige inschatting maakt van de toekomstige kasstromen van de

overgenomen onderneming dan het overnemende management zelf.

Een situatie kan zich voordoen waarin een te gunstige inschatting van toekomstige kasstromen van de overgenomen onderneming resulteert in een investering die uiteindelijk niet voldoet aan de minimale rendementscriteria van de overnemende onderneming.

In een dergelijk geval is het van belang te weten of de activiteit waarin werd geïnvesteerd waarde creëert, of vernietigt. De activiteit moet dus worden beoordeeld onafhankelijk van het bedrag aan goodwill dat betaald is.

Doornweg afboeken van goodwill betekent in het geval van een overgenomen waardevernietigende activiteit dat men de ene fout op de andere fout stapelt. De activiteit moet afgestoten worden.

Een andere mogelijkheid is dat een waardevermindering overgenomen tegen een te hoge prijs. In het geval een nieuw of bestaand management is 'opgezet' met een te gunstige inschatting in het verleden van toekomstige kasstromen en daardoor te veel betaalde goodwill voor overgenomen waardeverminderende activiteiten, kan het voorkomen dat de 'performance' van het huidige management niet duidelijk zichtbaar wordt.

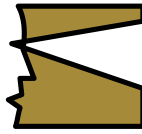
In dergelijke gevallen kan het voor het oordeel van de belegger over het management van belang zijn een correctie (afboeking) aan te brengen voor in het verleden uitgegeven bedragen (goodwill).

Hier dringt zich de vergelijking op met een vermogensbeheerder. Om de 'performance' vast te stellen moeten de resultaten over de hele periode van beheer, en van alle beleggingen, meegenomen worden. Na een slecht jaar kan niet met een schone lei begonnen worden, ten voor de berekening van het beleggingsresultaat moeten ook de 'missers' meegenomen worden.

Wanneer echter een fondsbeheerder het beheer van een bestaand fonds overneemt, kan een situatie ontstaan waarin het zinvoller is de resultaten uit het verleden te interpreteren om tot een beoordeling van de 'performance' van de nieuwe beheerder te komen.

Kortom, afboeking van goodwill maakt de belegger niet armer of rijker, omdat de netto kasstromen onveranderd blijft. Kasstromen geven de enige objectieve maatstaf om ondernemingen onderling te vergelijken en te selecteren.

Drs S.J. van Slingerlandt RA, CPA is voormalig partner Ernst & Young. Drs C.W.H. Brüggemann is voormalig coördinerend directeur ABN-Amro Bank verantwoordelijk voor Nederlandse kapitaalmarkttransacties.



Beleggingsexpres, 3 december 2004

## Rendement op eigen vermogen is dé leidraad

door P. le Clercq

Vaak wordt bij beleggen gekeken naar de winst per aandeel en de ontwikkeling hiervan in de tijd. Dit is echter absoluut niet de juiste methode, zo betoogt Syb van Slingerlandt, registeraccountant en voorheen venoot bij accountantskantoor Ernst & Young. De resultaten van zijn eigen portefeuille tonen dat hij geen studerkamerleerde is: tussen 1993 en 2003 behaalde hij een rendement van gemiddeld bijna 27% per jaar. De Warren Buffet van Nederland.

### Fondsen in portefeuille

Aalberts  
Fugro  
Heineken  
Hunter Douglas  
ING  
BAM Groep  
Van Lanschot  
Sligro

Van Slingerlandt is overduidelijk niet gecharmeerd van relatieve en dus stuurbare maatstaven. Winst is immers geen objectief begrip. Zo kan er al dan niet conservatief worden geboekhoud. Ook ratio's met objectieve begrippen in de teller danwel de noemer, zoals koers-winstverhouding, zeggen derhalve op zich weinig. Zo werd in het verleden goodwill veelvuldig meteen van het eigen vermogen afgeboekt, met als gevolg een hoog rendement op het eigen vermogen. Ook een mooi stijgende reeks van de winst per aandeel zegt niets. Talloos zijn de voorbeelden met een gestaag groeiende winst per aandeel, terwijl het rendement op het eigen vermogen (REV) afneemt. Let wel, Van Slingerlandt neemt als uitgangspunt de REV, maar hij gebruikt hiervoor niet de gerapporteerde

cijfers, maar geschoonde. Hij corrigeert voor mutaties in het vermogen en het resultaat die niet met een kasstroom gepaard gaan. Door verschillende bedrijven op uniforme wijze aan te passen worden zij onderling vergelijkbaar.

Uiteindelijk gaat het, aldus Van Slingerlandt, slechts om één ding: hoe gaat het management van een onderneming om met de haar ter beschikking staande middelen. Daarbij kom je eigenlijk automatisch uit bij de REV (waarbij dus correcties plaatsvinden). Daarbij kiest hij voor het perspectief van de eigenaar. Bij het waarden van aandelen ziet hij geen fundamenteel verschil tussen het kopen van een onderneming in zijn geheel en het kopen van aandelen in een onderneming. Dat impliceert dus een langetermijnvisie. Van Slingerlandt's beleggingsbeleid is daarmee in overeenstemming: gemiddeld muteert hij maar drie keer per jaar. Ook in een portefeuille van slechts acht fondsen is dat niet zoveel. Hij heeft aandelen gemiddeld gezien twee jaar en acht maanden in portefeuille.

### Kasstromen verdisconteren

De methode Van Slingerlandt is relatief eenvoudig. Zo wordt op basis van een inschatting van toekomstige kasstromen via verdiscontering de waarde van een onderneming gemaakt. Deze wordt vervolgens vergeleken met de de beurskoers. Indien het aandeel wordt verhandeld tegen een discount van 40% kan worden overgegaan tot aankoop. Kasstromen zeggen zoals bekend veel meer dan winst op zich. Kasstromen kunnen immers niet worden gemanipuleerd.

### Winst inhouden of uitkeren?

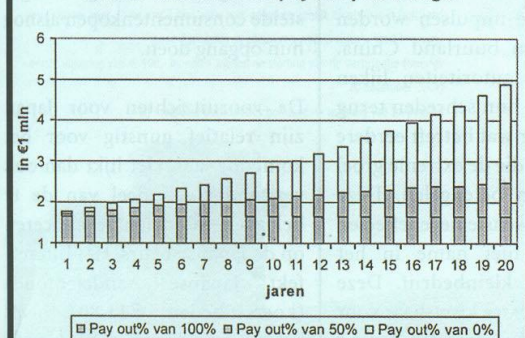
Over de vraag of ondernemingen er goed aan doen om dividend uit te keren en hoeveel verschillen de meningen. Van Slingerlandt heeft

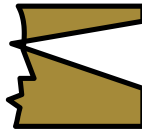
hier een duidelijke mening over. Alleen wanneer het management duidelijk kan maken dat zij op de voorgestelde in te houden winst meer dan 9% gaat verdienen, dan weet de aandeelhouder dat zijn winst goed geïnvesteerd wordt. Sterker nog, hij zal dan de vraag moeten stellen waarom niet alle winst wordt ingehouden. Bij een REV van 9% of minder (Van Slingerlandt gaat er vanuit dat met aandelen op termijn rond de 9% kan worden verdiend) kan de belegger meer verdienen door de uitgekeerde dividenden zelf te beleggen.

### Selectiecriteria

Van Slingerlandt hanteert bij zijn methode enkele criteria. Zo moet er voldoende historisch gegeven zijn, over minstens vijf jaar, maar liever tien jaar. Verder moet hij begrijpen waar het betreffende bedrijf zich mee bezig houdt, er dient sprake te zijn van consistente bedrijfsresultaten in het verleden en de toekomstige resultaten moeten voorspelbaar zijn, met natuurlijk gunstige langetermijn vooruitzichten. Van belang is verder dat er een hoge REV (op gecorrigeerde basis) is alsmede een hoge autonome groei. De onderneming dient met de genoemde discount te koop te zijn en het management moet kundig zijn en de mentaliteit hebben van een eigenaar/aandeelhouder. Nieuwe fondsen, cyclische fondsen en turnaround kandidaten komen sowieso niet in aanmerking voor opname. Van Slingerlandt past zijn principes consequent toe. Zo was hij tijdens de bullmarkt van enkele jaren terug meerdere malen niet volledig belegd: zowel eind 1997 als eind 2001 zelfs maar voor de helft. De methodiek geeft trouwens geen garantie dat er nooit uitglijders worden gemaakt: tot twee maal toe werd er een negatief rendement behaald. Dat bleef echter beperkt tot bijna -3% en -1,8%. Voor meer informatie zie ook [www.vanslingerlandt.com](http://www.vanslingerlandt.com).

Contante Waarde van €1 mln bij een REV v:  
15% en verschillende pay out percentages





Het FIA beleggersblad, 6 december 2002

# Met Warren Buffett als lichtend voorbeeld



De onafhankelijke beleggingsite VanSlingerland.com is gebaseerd op een simpele wens en een simpele vraag. Het antwoord wordt gezocht bij de in zijn kern simpele gedachtegang van de beroemde Amerikaanse belegger Warren Buffett.

De simpele wens is het geld te beleggen in een onderneming die een meer dan gemiddeld rendement maakt. De simpele vraag is hoe deze onderneming te selecteren. Het antwoord wordt volgens accountant drs. Syb van Slingerland RA.CPA, de geestelijk vader van de naar hem genoemde site, in drie stappen gevonden. Van Slingerland hoeft zich daarbij niet aan het voorspellen van beurskoersen te wagen, maar kan zich beperken tot een berekening van de waarde van een onderneming. Hij maakt daarbij dankbaar gebruik van Warren Buffett's stelling dat de waarde van een onderneming wordt bepaald door de contante waarde van haar verwachte toekomstige kasstromen. De ondernemingen die Van

Slingerlandt als waardevol classificeert, kan hij vervolgens vergelijken met de actuele waarde die de beurs eraan toekent. In zijn eigen woorden: 'Ik selecteer eerst de A1-locaties en vervolgens zoek ik naar die locaties die aantrekkelijk zijn geprijsd'.

De eerste stap in het proces is het vergelijken van de rentabiliteit op het door aandeelhouders verstrekte vermogen: 'Wat doet de ondernemer met mijn belegde euro?' Om deze vergelijking te kunnen maken is het noodzakelijk eerst alle vermogens en winsten uit het verleden onder één noemer te brengen. Daartoe moeten bepaalde waarderingsgrondslagen worden aangepast en opbrengsten en kosten eenduidig worden toegerekend. Dit monnikenwerk is de afgelopen decennia door Van Slingerlandt voor de Nederlandse aandeelhouders en inmiddels ook voor een groot aantal fondsen dat deel uitmaakt van de Euronext100. Het resultaat is een uitgebreide dynamische database van

gerapporteerde cijfers, ratio's, koersen, e.d., die teruggaat tot 1982.

Zijn de gegevens onder een gelijk noemer gebracht, dan kunnen alle ondernemingen van het universum met elkaar worden vergeleken en kan worden geselecteerd. Deze selectie heeft echter alleen betrekking op het verleden, terwijl beleggers zijn geïnteresseerd in de toekomst.

De tweede stap bestaat dan ook uit het inbrengen van toekomstver-

wachtingen. Hier komt Van Slingerlandt's partner drs. Cees Brüggemann in beeld, die lange tijd bij ABN Amro verantwoordelijk was voor de begeleiding van emissies. De verwachtingen zijn voor een belangrijk deel gebaseerd op het track record van de onderneming, gecorrigeerd voor eventuele trendbreuken. Deze worden onder meer opgespoord met behulp van de winsttaxaties van externe analisten. De uit deze taxaties resulterende rentabiliteit wordt vergeleken met die uit het verleden. De toekomstige rentabiliteit kan toenemen, gelijk blijven of afnemen. Op basis hiervan kan een gefundeerde schatting worden gemaakt van de toekomstige rentabiliteit, die vervolgens op cashflow-basis contant wordt gemaakt. De uitkomst hiervan geeft de waarde van de onderneming weer. Van Slingerlandt veronderstelt daarbij overigens dat op langere termijn (meestal 10 jaar) een evenwichtssituatie zal ontstaan, dat wil zeggen dat de vermogensgroei op termijn gelijk zal worden aan het vereiste rendement (de disconteringsfactor). In twee stappen wordt daarmee een fundamenteel oordeel over de onderzochte ondernemingen geveld. Van Slingerlandt definieert een excellente onderneming als een bedrijf dat jaarlijks meer dan 15% aan het vermogen toevoegt. Een goede onderneming voegt 12% tot 15% toe en een gemiddeld bedrijf 9% tot 12%. Een onderneming die

inclusief dividend minder dan 9% toevoegt, de disconteringsfactor, vernietigt waarde en kan dus hoogstens voor korte-termijnbeleggers interessant zijn.

In de derde fase wordt de huidige waardering van het aandeel ingebracht. Van Slingerlandt eist een minimaal rendement van 9% (4% risicovrij rendement plus 5% risico-opslag), gelijk aan de eerder genoemde disconteringsfactor. Is het aandeel relatief goedkoop, dan wordt het berekende rendement hoger. Van Slingerlandt beveelt aandelen van waardetoevoegende ondernemingen aan indien het rendement 15% of hoger is. Door deze 15% te nemen ontstaat een 40%-buffer voor eventuele tegenvallers. Stijgt vervolgens de koers tot een niveau van dicht tegen de 9%, dan is verkoop van dat aandeel te overwegen.

*The proof of the pudding is in the eating.* Voor lezers van Het FIA Beleggersblad zet Van Slingerlandt de komende twee weken zijn site volledig open, zodat de lezer zelf een oordeel kan vellen. De site is er trouwens in twee smaken: de particuliere versie en de professionele variant. Het grote verschil is dat de professionele versie interactief is, dat wil zeggen dat de belegger zelf zijn specifieke kennis van een bedrijf of sector kan inbrengen.. De site die de komende twee weken openstaat, is de professionele.

## Het FIA Beleggersblad

### ABONNEE-AANBIEDING

2 weken gratis toegang tot VanSlingerlandt.com  
25% korting op jaarabonnement van €160  
12,5% korting op professionele versie

Ga naar [HFBToday.nl](http://HFBToday.nl) en klik op [VanSlingerlandt](http://VanSlingerlandt)