

Antwerpen, 2018

De beleggingslessen van Roland Van der Elst, oud-professor beleggingsleer

‘Goed beleggen is geloven in goede managers’

In 1958, dus 60 jaar geleden kocht Roland Van der Elst (82) zijn eerste aandeel: Union Minière. De veel minder lucratieve voorganger van Umicore, ook berucht als Union Misère. Zeg maar het Nyrstar van toen. Dat was dus geen succes. Het was een heel andere tijd, er was vooral veel minder informatie, vertelt Van der Elst ons in zijn ruime maar sobere appartement zeven hoog in Berchem. ‘Er bestonden nauwelijks publicaties over beleggen, laat staan in het Nederlands.’

Van der Elst vroeg om zonder fotograaf te komen, ‘want dat past niet meer op mijn leeftijd.’ Een verzoek waar we op in gingen, hoewel hij en zijn echtgenote nog bijzonder kwiek voorkomen. Een man met 60 jaar beleggingservaring, zo lopen er niet veel rond. Bovendien gaf hij tientallen jaren boekhouden en beleggingsleer aan studenten economie, duwde hij meer dan een kwarteeuw aan de kar bij de VFB en publiceerde hij talrijke boeken over beleggen. Ook vandaag schrijft hij nog elke maand zijn Kapitale Ditjes en Datjes in de Gids voor de Beste Belegger. Van der Elst: zouden de mensen mij nog niet beu gelezen zijn?’ Nee, want het is nog altijd een van de populairste rubrieken. Om maar te zeggen dat de man-die zijn-volk-leerde beleggen er bescheiden onder blijft.

Hoe bent u beginnen beleggen?

Ik was pas afgestudeerd, toegepaste economie aan de Ufsia. Ik ging aan de slag in de graanhandel in Antwerpen. Dat was toen nog een belangrijke activiteit. Met mijn eerste wedde kocht ik mijn eerste aandelen. In de graanhandel was iedereen op de beurs actief. Ik rolde er dus vanzelf in. Er was toen nog een belangrijke effectenbeurs in Antwerpen.

Wat was het belangrijkste verschil met de beurzen van nu ?

Er was veel minder informatie over de beurs en de bedrijven. Maar er noteerden wel veel meer ondernemingen op de beurs. In de jaren dertig waren er zelfs meer dan 1.000 wisselagenten actief. Wisselagenten waren een zeer belangrijke schakel in de beurshandel. Maar een bedrijfsbalans bestond soms maar uit vijf lijntjes. Er waren geen publicaties over de beurs of beleggen. De (Financieel Economische) Tijd is maar begonnen in 1968.

Mede daarom vertrekt mijn strategie vanuit de boekhouding: kijken welke info er op de balans te vinden is. Bij Kredietbank (KBC, red) stond de boerentoren bijvoorbeeld maar in de boeken voor amper 100 frank. Wie de dagkoersen van de beurs wilde checken, kon terecht bij L’Echo de la bourse. Op sommige plaatsen in Antwerpen arriveerde die rond 17.00 uur.

Ik hoor heel vaak dat mensen begonnen zijn met beleggen toen de wet Cooreman De Clercq begin de jaren tachtig investeren in kapitaal fiscaal stimuleerde.

Dat heeft toen een belangrijke duw gegeven. In de eerste plaats bij mensen die al belegger waren. De economie en de beurs zaten al lang in het slop. Begin de jaren tachtig noteerden de beurzen nog op het niveau van begin de jaren zestig, uiteraard met tussentijdse bewegingen. Dat was dus een heel lange slechte periode. Maar het is niet zo dat beleggen toen nieuw was. In die slechte periode was er een actieve handel.

Wat is vandaag nog anders dan toen?

De rente. Begin de jaren tachtig was de rente torenhoog. Toen gaven obligaties gemakkelijk een rente van 9% tot 13%, ook als gevolg van de hoge inflatie. En hoewel aandelen reële activa zijn, waren ze

minder in de gunst. De dividendrendementen konden toen lang niet concurreren. Het is logisch dat mensen toen massaal belegden in obligaties en kasbons (renteproducten via de banken, red). Naarmate de rente begon te dalen was er nog minder reden om over te stappen naar de beurs want de mensen zagen de koersen van de obligaties aantrekken. Dat zorgde decennialang voor extra rendement met weerwaarden. Vandaag is de rente op obligaties pakweg 2% terwijl aandelen een bruto dividendrendement hebben van 3 of 4%. Dat is hoger dan de obligatierente en dat is uitzonderlijk. Een wereld van verschil in het voordeel van aandelen. De vraag is wat er gaat gebeuren als de rente echt zou stijgen. Rentenniveaus van 30 jaar geleden komen niet meer terug want we leven nu in gemondialiseerde wereld. Zolang het dividendrendement boven de obligatierente ligt blijft de aandelenmarkt een geduchte concurrent voor zogenaamd risicovrije obligaties.

Het tweede grote verschil is dat de verschraving van de wisselagenten en de beursvennootschappen onverminderd verder is gegaan. Aan de andere kant was er een enorme schaalvergroting bij de grootbanken. De verplichtingen voor financiële tussenpersonen en iedereen op of rond de beurs werden altijd maar zwaarder. Dat gebeurde om faillissementen, die toen wel voorkwamen, te voorkomen. Dat houdt men tot vandaag vol. Almaar strengere eisen om de spaarders te beschermen. De informaticakosten voor kleine beursvennootschappen prijzen hen uit de markt. Zeker als de overheid om de haverklap regels verandert waarop de informatisering op korte termijn moet volgen: de rijkentaks, de speculatietaks, de effectentaks. Daarom bestaan er vandaag bijna geen beursvennootschappen meer. Het is ook zeer moeilijk geworden om nieuwe spelers toegang tot de markt te verschaffen. De grote banken blijven over. Omdat in het verleden mensen zijn gaan procederen omdat ze soms onaangepast advies gekregen hadden, zijn de banken afgestapt van het aanbieden van individuele producten zoals individuele aandelen of een bepaalde obligatie. Het gevolg is dat de beleggingsfondsen voor hen het ideale product zijn: eenheidsworst waar de bankbedienden veel minder expertise moesten hebben. Banken willen dus wel uw geld, maar dan om in hun beleggingsproducten te investeren. Dat werkt ook veel goedkoper want de banken staan in hun rentabiliteit sterk onder druk. Dat is jammer voor de klanten en de Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Wat zijn de belangrijkste beleggingslessen voor u?

Dat is een proces van vallen en opstaan hé. Soms zie je kansen maar loopt het toch mis. Vanaf 1987 kwam onder impuls van de Wereldbank het begrip emerging markets op. Zoals nu blijkt een fantastische evolutie die nog altijd verdergaat. Eerst waren het landenfondsen, later werden het individuele aandelen. Maar de eerste Aziaten die beroep deden op Westers geld, waren niet altijd diegene met de duurzame projecten. Dat is van alle tijden; je moet uitkijken aan wie je geld geeft. Maar in ons land of in Europa is het niet anders. In Belgische context denk ik vandaag aan Hamon, waar ze plots een zeer groot gat in de boekhouding ontdekken bij een Franse dochter die dit mooi technologisch bedrijf aan het wankelen brengt. L&H en vooral Fortis en Dexia toonden dat het ook bij grote bedrijven heel erg kon mislopen. Nu goed, je moet de bluts met de buil nemen. Ik ga niet procederen om nog wat centen te recupereren. Ik heb mijn les geleerd en beleg niet meer in de ondoorgroondelijke banken die het nu veel moeilijker gekregen hebben. Ik heb de bladzijde omgedraaid. De wederopstanding van KBC is wonderbaarlijk en uitzonderlijk.

En je mag niet meelopen met de massa. Als je iets wil verdienen moet je wat tegendraads zijn. Niet doen wat iedereen doet, want dat is de beste manier om geen of een zwak rendement te halen. Langs de andere kant: wie als chauffeur spookrijder gaat spelen, riskeert niet aan te komen. Maar als je aankomt, heb je waarschijnlijk wel een heel goede zaak gedaan. Dus als je tegen de stroom ingaat, let er dan op dat je goed overtuigd bent van je investeringsverhaal, met goede argumenten, misschien met zaken die je kon zien in de boekhouding of het tussen de regels lezen in de gepubliceerde communicatie.

Wat is uw belangrijkste advies voor beginnende beleggers?

Wie mij kent weet het antwoord: beleg in de portefeuillevennootschappen! (ook vaak holdings genoemd, red). Je bekomt met een aandeel meteen een spreiding en het beheer gebeurt goedkoper dan bij beleggingsfondsen van banken. Je hebt bij holdings twee effecten: enerzijds de evolutie van de waarde van de portefeuille en anderzijds de waardering van die portefeuille via de beurskoers van de portefeuillemaatschappij. In de praktijk noteren de holdings meestal lager dan de waarde van hun portefeuille. De bekende holdingdiscount. Die is vaak niet terecht omwille van de kwaliteit van het beheer over langere termijn. Dat neemt niet weg dat de discounts, die de voorbije jaren zijn gezakt, weer kunnen toenemen. De beurs is eb en vloed. Bovendien zal ook de waarde van de portefeuille van die maatschappij verminderen als de beurs zakt.

Sofina noteert nu met een discount van ongeveer 18% . Dat is ooit 30 of 40% geweest. Kan dat terugkomen?

Neen, dat denk ik niet. Daarvoor is er te veel veranderd. Herinner u dat Harold Boël de topman en erfgenaam van de groep achter Sofina, in 2015 is komen spreken op een VFB-congres. Dat was de eerste keer dat de altijd zo discrete en gesloten groep naar buiten kwam. Nu publiceren ze zelfs een nieuwsbrief over hun investeringen. En een tweede zaak: de managers van Sofina worden sinds een aantal jaren aangemoedigd met opties op Sofina aandelen. Het is naar mijn smaak zelfs teveel van het goede. Maar vroeger bestond dat allemaal niet.

Hoe ziet uw portefeuille er eigenlijk uit?

(Met pretoogjes) Dat wil je graag weten hé. Maar dat is helemaal geen geheim. Ik heb die tien jaar geleden eens gebracht op een VFB congres. Wacht. (Gaat rommelen in papieren, maar vindt niet onmiddellijk wat hij zoekt).

De essentie , het fundament, wordt gevormd door aandelen zoals Ackermans & van Haaren, Brederode en Sofina. De opgang van de Brederode groep van Pierre van der Mersch heb ik grotendeels meegemaakt. De steenkoolmijnen zijn ooit failliet gegaan en ook de ondernemingen in Belgisch Congo werden vergane glorie. Toch deed van der Mersch goede zaken door de controle te verwerven over beursgenoteerde bedrijven zoals Afrifina, Monceau-Zolder, Belgo Katanga en Auximines. Qua activiteiten waren het lege schelpen, maar soms zat er nog waardevol vastgoed in. van der Mersch vormde de bedrijven om tot investeringsgroepen. Vandaag heeft hij op de beurs alles geconcentreerd in Brederode. Ik denk dat vader van der Mersch nog altijd de beursgenoteerde portefeuille beheert en zijn schoonzoon de beleggingen in private equity. Dat gebeurt via bekwame investeringspools waar groepen zoals Brederode hun geld en kennis samen delen.

Doet Pierre van der Mersch nog altijd de investeringen?

Ik denk het wel. Zo moeilijk is dat ook niet. Het belangrijkste wat hij doet is kwalitatieve beursgenoteerde aandelen bijhouden. En voor de private equity is het zaak om bij de beste internationale investeringsgroepen te behoren. Dus ook daar is er stabiliteit. Het model van der Mersch is in grote lijnen dat van Sofina, al gaat het bij het familiefortuin van de familie Boël over een veel grotere portefeuille. Dat is ook voor mijn portefeuille een kerninvestering.

Goed beleggen draait in grote mate om geloof in het management. En niet alleen in hun kwaliteiten om economisch en commercieel goede zaken te realiseren. Ook hun ethiek is belangrijk, hoe ze zijn als mens. Daarom ben ik ook belegd in Picanol waar Luc Tack waarde creëert met grote eenvoud, daarom blijf ik belegd in Ackermans & van Haaren. Zoals je weet pleit ik voor Belgische aandelen. Ik heb een voorkeur voor de kleinere aandelen. Dat belet niet dat ik een aandeel zoals bpost in portefeuille heb als dividendwaarde en als liquiditeitsreserve. Als de beurs eens sterk onderuit zou

gaan, verkoop ik dan die hopelijk stabielere waarde om koopjes te doen.

Het blijft toch merkwaardig dat het dividendrendement van aandelen zo hoog blijft terwijl er zo goed als niets is voor wie in obligaties blijft. Natuurlijk, soms gaat het wat minder met de beurs of zakken de aandelenkoersen flink door. Dan hebben ook de koersen van heel goede, uitstekend geleide bedrijven het moeilijk. Maar dan moet je volhouden. En eventueel bijkopen als het maar blijft zakken.

Je middelen zijn niet onbeperkt. Daarom is het nuttig om je beleggingen ook in vraag te stellen. Misschien is het verstandig om iets te verkopen of iets gedeeltelijk te verkopen als je elders een opportuniteit hebt ontdekt. Soms kunnen koersen ook te ver vooruitlopen. Maar ik geef toe: dat is moeilijk in te schatten. Perfectie is niet van deze wereld en ook niet bij mij.

Soms ga ik ook opportunistisch te werk of probeer ik al eens op kortere termijn iets te doen. Ik ben belegger voor de lange termijn. Dat belet niet dat ik de markt van zeer nabij volg om ook op korte termijn een graantje mee te pikken. Met de jongste uitstekende resultaten van Melexis, dacht is dat het verstandig was om meteen zusterbedrijf X-Fab te kopen, een paar dagen voor de cijfers. Maar de prognoses werden niet goed bevonden door de zogenaamde markt. Dus mijn gok pakte verkeerd uit (het aandeel zakte 10%, red).

Interview 2018 door Jan Reyns voor de Beste Belegger (VFB)