

Brief aan de aandeelhouders

Antwerpen, 30 september 2018

Beste vrienden,

2018 was tot nu toe een moeilijk jaar. De aandelenmarkt is erg krap, wat betekent dat het percentage aandelen dat de index overschrijdt, historisch laag is. De markt wordt gedreven door een beperkt aantal aandelen en niet door een brede waaier. Het zijn aandelen die al sterk zijn gestegen en een aanzienlijk gewicht vertegenwoordigen in de indices die nieuwe records blijven neerzetten. Al het geld is belegd in zogenaamde aandelen met een belangrijk 'momentum'. Bedrijven die in minder modieuze sectoren actief zijn, worden dus links gelaten door de beleggers. Het resultaat is niet alleen een markt met twee snelheden, maar ook waarderingen met een dubbele snelheid.

Wat we vandaag meemaken, lijkt een beetje op wat we beleefden in de late jaren '90, toen de technologiesector zo'n zeepbel vormde dat de beste beheerders, zoals Buffett of Jean-Marie Eveillard, minstens twee jaar lang een pak minder presteerden dan de markt. Zij werden door de beleggers als 'totaal voorbijgestreefd' beschouwd, terwijl ze al lang bewezen hadden tot wat ze in staat waren.

Tegenwoordig zijn de grote technologiebedrijven uiterst winstgevend en niet zo duur als in 2000. Kapitaal vloeit echter vooral naar bedrijven van de hoogste kwaliteit en de premie die voor deze kwaliteit wordt betaald, is hoog.

Uiteraard geeft iedereen er de voorkeur aan aandeelhouder te zijn van een mooi bedrijf, maar de geschiedenis heeft ons getoond dat alles zijn prijs heeft, dat zelfs bedrijven van hoge kwaliteit, als men er in het begin te veel voor betaalt, kunnen veranderen in slechte beleggingen. Bovendien is de kapitalistische wereld genadeloos: de mooie bedrijven van vandaag zullen dat morgen niet noodzakelijk nog zijn. We hebben de neiging enkel te kijken naar de uitzonderingen die overleefd hebben, die er nog altijd zijn. We vergeten om twintig jaar terug in de tijd te gaan en ons te herinneren dat veel van de uitstekende bedrijven van toen inmiddels verdwenen zijn.

Op de beurs zijn er ook mode-effecten. In 2006 waren de topbedrijven niet duur. We betaalden geen premie om kwaliteit te hebben. De markt was dol op zeer cyclische aandelen, zoals grondstoffen en dergelijke, vanwege de bliksemsnelle economische expansie van China. Destijds waren we blij om tegen de stroom in te gaan, om het cyclische en het bankwezen aan anderen over te laten en alleen kwaliteit te kopen. Vandaag beperken we opnieuw de zeer populaire aandelen en zoeken we kansen daar waar de markt zich niet begeeft, daar waar de concurrentie minder hard is.

Helaas kunnen we op korte termijn de indruk geven van voorbijgestreefd te zijn, zoals Buffett en Eveillard destijds, maar we geloven dat dit de prijs is die we moeten betalen voor voorzichtigheid en we zijn ervan overtuigd dat wat wij vandaag zaaien, ons in staat zal stellen om beter stand te houden bij een correctie en vooral beter te presteren dan de markten wanneer we een cyclus in zijn geheel beschouwen.

Bij de bedrijven met een hoog 'momentum' behouden we Microsoft, LVMH, Ferrari, Alphabet (Google) en Tencent.

Al onze andere posities worden verhandeld aan waarderingen die lager zijn dan of gelijk zijn aan hun historisch gemiddelde. Bovendien is het heel belangrijk dat hun huidige winsten niet worden opgeblazen door een buitengewoon gunstige omgeving voor de sector of het bedrijf in kwestie.

Onze portefeuille bevat een groot aantal aandelen en obligaties van bedrijven die uitstekende resultaten hebben aangekondigd. Helaas kunnen we de timing van een eventuele stijging van de koersen niet voorspellen. We zijn er niettemin van overtuigd dat als de winsten op dezelfde manier blijven evolueren, de koersen vroeg of laat zullen volgen.

Als ons dit jaar al een verwijt kan worden gemaakt, dan is het dat we, zowel in aandelen als in obligaties, meer teleurstellende dossiers hebben gehad dan gewoonlijk. Maar zoals Warren Buffett het zegt: "Als we na elke golfbaan al onze slechte slagen zouden kunnen elimineren, zouden we allemaal nul handicap hebben."

Het belangrijkste voor ons is om te leren uit onze fouten (we zullen er in een gediversifieerde portefeuille helaas altijd maken) en vooral om onze mentaliteit, onze beheerfilosofie en ons beleggingsproces te behouden.

Met vriendelijke groeten,



Thomas Vanderlinden



Stéphane Mercier



Vincent de Pret



Frédéric Van Doosselaere