

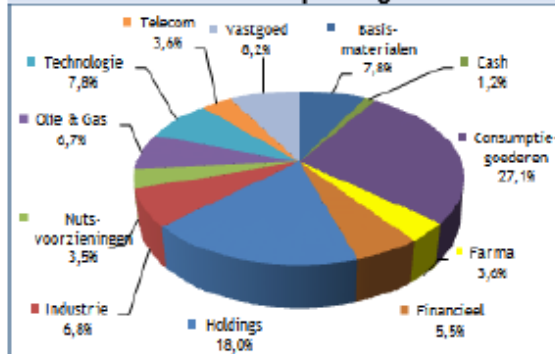
Value Square Fund Equity World

Beheersverslag - 30/12/2011

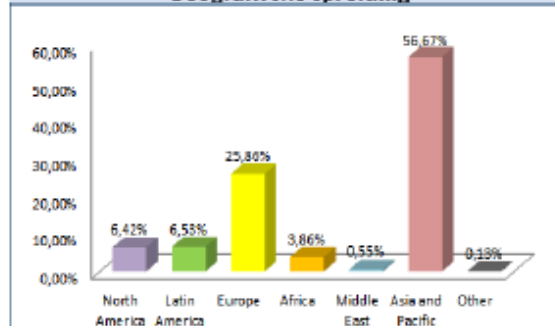
Evolutie netto inventariswaarde (NIW)



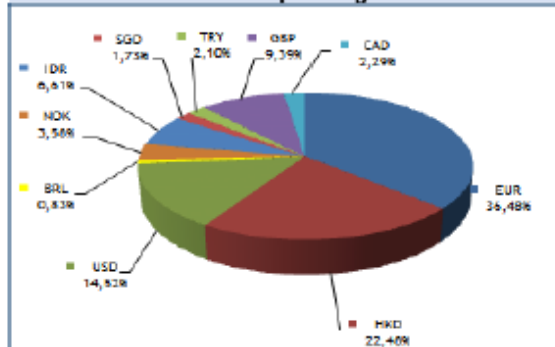
Sectorale spreiding



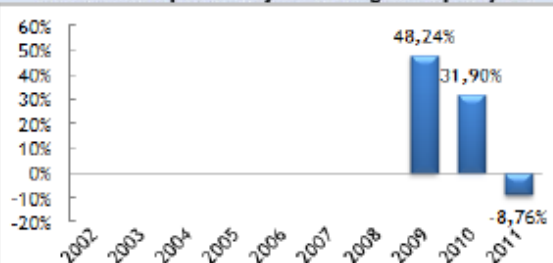
Geografische spreiding



Muntspreiding



Rendement per boekjaar eindigend op 31/12



Actuariel rendement per 30/12/2011

	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar	Sinds start
C-klasse	-8,76 %	21,28 %			6,91 %
I-klasse	-8,70 %	21,37 %			6,98 %

Historische cijfers bieden geen waarborg m.b.t. toekomstig beleggingsresultaten. Ze houden ook geen rekening met de in- en uitstapkosten en taksen.

NIW

Klasse	Start	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/12/2011
C	100	69,63	103,22	136,15	124,22
I	/		103,25	136,34	124,48

5 belangrijke posities

Jardine Strategic	6,10%
Caisses Rég. Crédit Agricole	5,51%
First Pacific	4,90%
Anglo Eastern Plantations	3,89%
Asian Citrus	3,82%

Kerngegevens en praktische info

Compartiment van	Value Square Fund—bevek naar Belgisch recht
Risico (schaal BEAMA):	0 - 1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6
Startdatum:	1/10/2008
Valuta:	EUR
ISIN-code C-klasse:	BE0948331591
ISIN-code I-klasse:	BE0948332607 (enkel voor institutionelen)
Omvang:	91,56 miljoen EUR
Beleggingshorizon:	minimum 5 jaar wordt aanbevolen
Instapvergoeding:	maximum 3% (onderhandelbaar)
Uitstapvergoeding:	0,5 % ten voordele van het fonds
Uittrede	niet onderworpen aan Eoofin/Belgische belasting ICB's
Beurstaks:	0% bij instap, 0,5% bij uitstap (max. 750 €)
Beheersvergoeding:	1 % per jaar
Prestatievergoeding:	10 % voor rendement hoger dan 6%/jaar
Inschrijvingen:	dagelijks voor 11 uur
Valutadatum:	transactiedatum + 3 werkdagen
Distributeurs:	o.a. Value Square, Binck Bank, ...
Financiële dienst:	RBC Dexia Investor Services, Brussel
Koersrapportering:	De Tijd, De Standaard
Met vergunning in:	België, Nederland

Het (vereenvoudigd) prospectus en de laatste periodieke verslagen zijn gratis verkrijgbaar bij Value Square, Derbystraat 319, 9051 Gent, Tel.: 09/241 57 57, info@value-square.be

Beleggingsbeleid

De activa van dit compartiment worden voornamelijk belegd in aandelen van beursgenoteerde vennootschappen zonder geografische beperking. De selectie van de aandelen gebeurt op basis van fundamentele analyse en bottom-up benadering waarbij de nadruk wordt gelegd op het principe van Value-beleggen. Doel van het compartiment is een zo hoog mogelijk rendement na te streven in absolute termen, eerder dan het verbeteren van beursindexen, en tegelijkertijd om de risico's te beperken. In omstandigheden waarin de beheerder de neerwaartse risico's hoger inschat dan het potentiële rendement kan het gedeelte dat in aandelen wordt belegd worden afgebouwd ten voordele van beleggingen in liquide middelen en geldmarktinstrumenten.

De volatiliteit kan hoog zijn als gevolg van de samenstelling van de portefeuille.

Halfjaarlijks verslag van de beheerders: Patrick Millecam en Nic Van Broekhoven

Beste aandeelhouders van Value Square Fund Equity World,

2 Een deelbewijs (C-klasse) van het **Value Square Fund Equity World** daalde sinds 31/12/2010 met 8,76%. Sedert de start op 1 oktober 2008 tot en met 31 december 2011 steeg een deelbewijs met 24,22%. De bedoeling van het Value Square Fund is om op lange termijn een positief absoluut rendement te behalen. Toch geven we louter informatief de prestatie van het Value Square Fund ten opzichte van enkele beursindexen sinds 1 oktober 2008, 31 december 2008 en 31 december 2010 (**APPENDIX 1**). Zoals u kan zien presteert het fonds aanzienlijk beter dan verschillende grote beursindexen. De meest vergelijkbare index is waarschijnlijk de MSCI World index in Euro. Deze index is een mix van de aandelenprestaties wereldwijd. De MSCI World (in €) daalde sinds eind 2010 met 5,53%. Hoe de beursprestatie van 2011 in historisch perspectief was, kan u zien in (**APPENDIX 2**). Deze grafiek geeft de beursprestaties weer van de S&P 500 sinds 1825. Hierbij kunnen we ook vaststellen dat de prestaties van de Amerikaanse beurs in 2011 een heel stuk beter waren dan die van de Europese indices en de BRIC-landen. De Europese indices daalden gemiddeld met 15 tot 20%, Brazilië (Bovespa) met 18,11%, Rusland (RTS Index) met 21,94%, India (Sensex 30 Index) met 24,64% en China (Shanghai Composite Index) met 21,68%.



(voor meer info over deze rating: www.morningstar.be)

Zoals in onze vorige beheersverslagen geschreven krijgen fondsen van Morningstar pas een rating na 3 jaar. In oktober 2011 vierde het fonds zijn derde verjaardag. Value Square Fund Equity World kreeg een 5 sterren rating van Morningstar. 5-sterren is de hoogste rating die je kan krijgen bij Morningstar en houdt in dat het fonds, in zijn categorie, bij de 10% best presterende fondsen behoorde. Morningstar is een onafhankelijk ratingbureau en Value Square betaalde geen vergoeding om een rating te krijgen. Morningstar zette ons in de categorie "Aandelen Wereldwijd FlexCap" oftewel, fondsen die wereldwijd beleggen in zowel kleine, middelgrote als grote ondernemingen. Over de afgelopen 3 jaar waren we bij de beste fondsen in vergelijking met circa +/- 40 andere fondsen in deze categorie.

Sinds eind 2010 steeg het beheerde vermogen van het Value Square Fund met 24% van 73,89 miljoen euro naar 91,56 miljoen euro. Deze aangroei is toe te schrijven aan nieuwe toetredingen. Het is de bedoeling om in 2012 de zoektocht naar nieuwe partners/investeerders verder te

zetten. Dit doen we door zoveel mogelijk te communiceren met bestaande beleggers en nieuwe beleggers te overtuigen door presentaties te geven in België en Nederland.

Als belegger bent u wellicht geïnteresseerd in het gevoerde beleid van de bevek. Het is nuttig om nog eens kort bespreken hoe in het fonds de aandelen worden geselecteerd. (*Trouwe lezers merken waarschijnlijk op dat dit deel nooit veel wijzigt omdat de methodologie van aandelen selecteren ook niet wijzigt*). De beheerders van dit fonds proberen zo weinig mogelijk voorspellingen te maken maar in tegendeel zo veel mogelijk informatie te verzamelen over specifieke bedrijven via jaarverslagen, ontmoetingen met managers in binnen- en buitenland alsook het bijwonen van jaarvergaderingen en analistenmeetings. Deze informatie wordt dan vervat in een conservatief waarderingsmodel dat een indicatie geeft van de waarde van elk bedrijf. Indien de beheerders denken dat bedrijf X vandaag 20 euro waard is en het noteert aan 10 euro dan lijkt hen dit interessant. Indien de korting, of zoals Buffett het noemt de “*Margin of Safety*” te klein is dan wordt niet geïnvesteerd. Voorts geven de beheerders een kwalitatieve score aan het bedrijf via een intern ontwikkelde **KwaliteitsIndex (KI)**. Hier screenen ze elk bedrijf op 6 verschillende parameters:

1. Waardering: Hoe goedkoop noteert het aandeel?
2. Rendabiliteit: Hoe rendabel is het bedrijf in het verleden geweest?
3. Solvabiliteit: Is de schuldenlast een gevaar voor de onderneming?
4. Liquiditeit: In welke mate is het bedrijf in staat om op korte termijn zijn schulden af te lossen?
5. Track Record: Heeft het bedrijf een lange geschiedenis en kon het bedrijf vroeger reeds waarde creëren voor zijn aandeelhouders?
6. Insiders: Ligt er iemand wakker van het bedrijf ? Zijn er referentieaandeelhouders?

3

Top & Flop 3

In dit deel bespreken we achtereenvolgens de drie slechtst presterende aandelen en de drie best presterende aandelen over 2011 (die nog in portefeuille zitten). Het gaat hier louter over de koersevolutie en niet over de onderliggende waardecreatie van bedrijven. Het is een snapshot op één bepaald moment maar geeft wel een indicatie waar we tot hertoe geld verloren en geld op verdienen. (*de returns zijn sinds 31/12/10, inclusief wisselkoersverschillen en zonder dividenden*)

TOP

Lumina Copper: Lumina Copper kon dit jaar het Taca Taca koperproject in Argentinië via verschillende booropgingen gevoelig uitbreiden en de koers steeg de afgelopen twaalf maanden met 171,6%. Ross Beaty, de belangrijkste aandeelhouder van Lumina Copper en mijnbouwgoeroe, noemde dit project één van de meest interessante uit zijn hele carrière. Ross Beaty kocht recent nog aandelen bij aan 11 CAD. Taca Taca is 100% eigendom van Lumina Copper en is het grootste koperproject ter wereld dat in handen is van een junior mijnbedrijf. Met wat we vandaag weten is Lumina Copper circa 18 CAD per aandeel waard volgens ons model. Gedurende de komende maanden verwachten we verdere resultaten uit het exploratie-programma. Een verkoop aan een grote mijnbouwspeler is mogelijk.

Kawasan Jababeka: de Indonesische vastgoed ontwikkelaar Jababeka zette in 2011 verdere stappen om zijn activiteiten verder uit te breiden en de koers steeg de afgelopen twaalf maanden met 61,4%. De elektriciteitscentrale en dry port krijgen verder vorm en zouden voor een forse omzet- en winststijging moeten zorgen de komende jaren. In november stelde men tijdens een presentatie een winst voorop van 23 IDR per aandeel. Op de huidige koers geeft dit een k/w verhouding van 8,3.

DBA Telecom: de Chinese producent van telecomapparatuur groeide gezapig verder in zijn nichemarkt in 2011 en de koers steeg de afgelopen twaalf maanden met 56%. DBA Telecom maakt

telefooncellen alsook machines die prepaid telefoonkaarten verkopen in China. Dit lijkt een zeer saaie activiteit en dat is het ook. De hoofdaandeelhouder kocht recent nog aandelen bij en verhoogde zijn positie naar bijna 53%. Ook in 2012 verwachten we goede resultaten van het bedrijf.

FLOP

Anhui Tianda Oil Pipe: De Chinese producent van OCTG buizen die vooral in de olienijverheid worden gebruikt, beleeft moeilijke tijden en de koers daalde de afgelopen twaalf maanden met 60,2%. De omzet stijgt gestaag maar door de forse concurrentie in thuismarkt China staan de marges sterk onder druk. Het Franse Vallourec bezit 20% van de aandelen en heeft een optie om de meerderheid te verwerven. Vallourec betaalde 3,95 HKD per aandeel. Vandaag noteert het bedrijf aan 1,4 HKD, of 0,5 keer het eigen vermogen.

Xingda: de Chinese concurrent van Bekaert kreeg het hard te verduren in 2011. De eerste maanden liep alles nog goed maar vanaf juni kreeg men te kampen met een forse vertraging van de vraag. Bekaert had hier ook onder te lijden en zag zijn koers ook fors teruglopen. De koers van Xingda daalde de afgelopen twaalf maanden met 57,1%. Xingda is minder afhankelijk van zaagdraad dan Bekaert maar de omzet hangt wel voor 90% samen met de vraag naar staal draad in China. De laatste economische cijfers tonen een vertraging en 2012 zal voor Xingda een moeilijk jaar worden. Xingda noteert aan 7x de verwachte winst van 2012.

Asian Citrus: Asian Citrus blijft gestaag groeien en meer sinaasappelbomen planten. De koers daalde de afgelopen twaalf maanden met 56,7% nadat Sino Forest onder vuur kwam van researchbureau Muddy Waters. De problemen bij Sino Forest zorgden voor een verkoopgolf bij bedrijven in dezelfde sector zoals Asian Bamboo, Chaoda, China Green, China Minzhong en Asian Citrus. Chaoda bouwde zijn belang in Asian Citrus verder af naar 5%. Volgens ons zijn er geen fundamentele problemen bij Asian Citrus en noteert het aandeel goedkoop aan 8x de verwachte winst en 0,6x het eigen vermogen.

De 10 grootste posities van het fonds kan u vinden in **APPENDIX 3**.

APPENDIX 1 (bron: Value Square Asset Management)

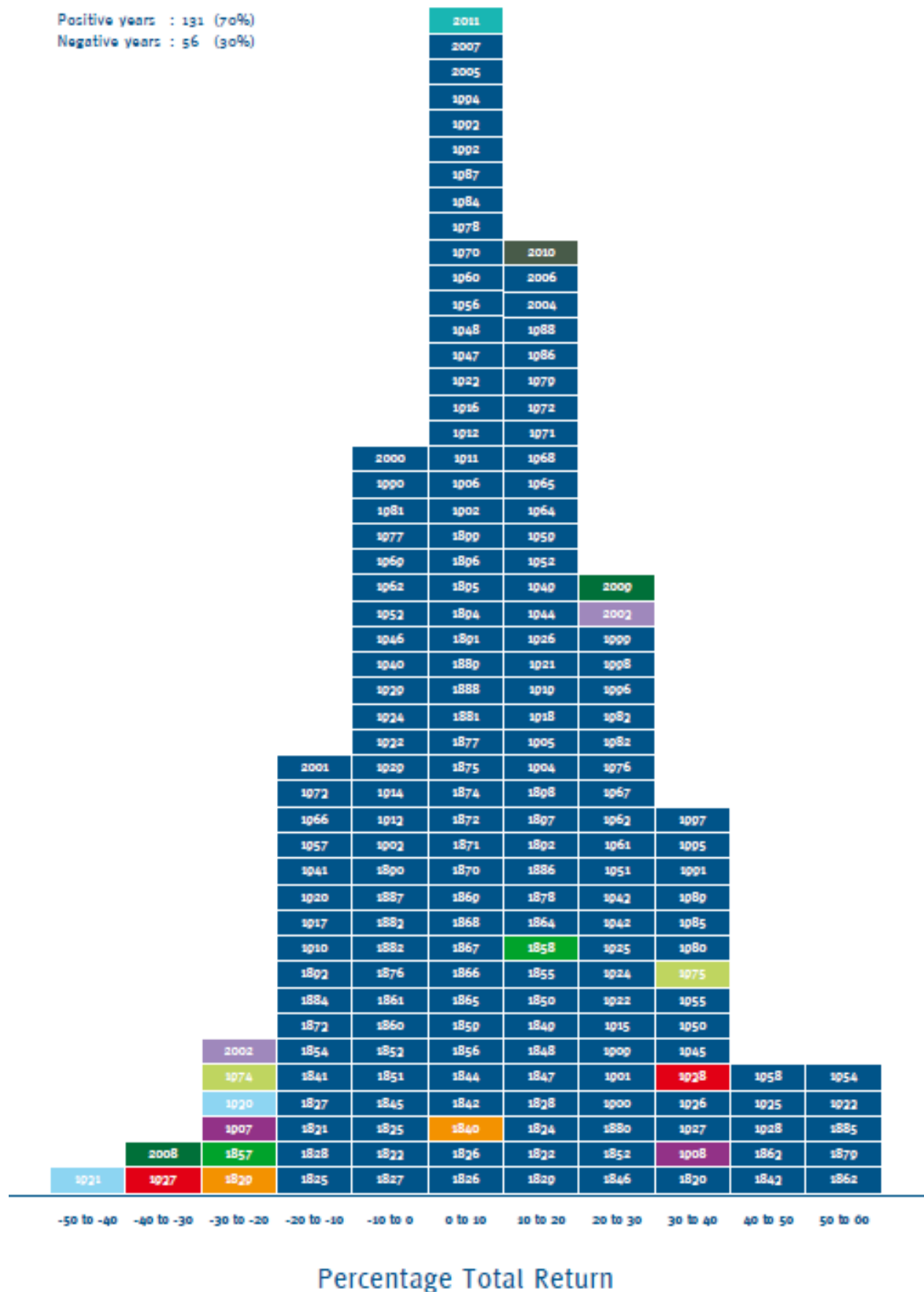
Prestaties Value Square Fund Equity World en belangrijke indices, elk in lokale munt <i>koersen per 30/12/2011</i>			
FONDS/INDEX	Actuarieel rendement		
	Sinds 1/10/2008	3 jaar	1 jaar
VALUE SQUARE FUND EQUITY WORLD	6,90%	21,28%	-8,76%
MSCI WORLD in EURO	2,40%	11,48%	-5,53%
BAS RETURN	-1,74%	7,33%	-9,76%
DOW JONES	3,78%	11,66%	5,53%
BEL20	-7,84%	2,96%	-19,20%
HANG SENG	0,71%	8,61%	-19,97%
S&P 500	2,49%	11,66%	0,00%
EUROSTOXX 50	-8,28%	-1,87%	-17,05%
NIKKEI 225	-8,71%	-1,54%	-17,34%
SHANGHAI COMPOSITE	-1,28%	6,50%	-21,68%
<i>De bevek is niet verplicht enige benchmark te volgen of erin te beleggen</i>			

Gezien Value Square Fund Equity World een wereldwijd aandelenfonds is, houdt een investering in de bevek een aantal risico's in, verbonden met wereldwijde aandelenbeleggingen. Rendementen uit het verleden bieden geen enkele garantie op rendement in de toekomst. De beheerder van de bevek hanteert bronnen die hij betrouwbaar acht doch kan op geen enkele wijze verantwoordelijk worden gesteld voor mogelijke fouten in de inhoud van dit bericht. De informatie kan op elk ogenblik worden gewijzigd zonder verdere aankondiging of waarschuwing.

APPENDIX 2: S&P returns sinds 1825 (bron: Value Square Asset Management)

Positive years : 131 (70%)
Negative years : 56 (30%)

5



APPENDIX 3 (bron: Vale Square Asset Management)

Top-10 posities van Value Square Fund Equity World op 30/12/2011

Value Square Fund Equity World	
TOP 10 POSITIES	30/12/2011
NAAM	% Gewicht
JARDINE STRATEGIC HLD LTD	6,10%
FIRST PACIFIC CO	4,90%
ANGLO EASTERN PLANT.	3,89%
ASIAN CITRUS HOLDINGS LTD	3,82%
PETROLEO BRASILEIRO -ADR -A	3,16%
KAWASAN IND.JABABEKA FOREIGN	3,11%
GBL	3,07%
M P EVANS GROUP PLC	3,05%
SANOFI-AVENTIS	2,94%
WINSWAY COKING COAL HOLD REG	2,88%

“Aandeelhouders zijn onze partners”

De vierde jaarvergadering van Value Square Fund Equity World komt eraan en we vragen u om zaterdag 10 maart vrij te houden. Vorig jaar telden we 230 aanwezigen en ook dit jaar verwachten we een grote opkomst. Naast onze presentatie over het gevoerde beleid verwachten we de CEO van GIMV en de CEO van Vranken-Pommery.



Value Square Fund hecht zeer veel belang aan communicatie en betrokkenheid. Wij verwachten van de bedrijven waarin we investeren dat ze goed communiceren en dat de managers zelf aandelen hebben van hun eigen bedrijf. Het is dus nogal vanzelfsprekend dat u als aandeelhouder van Value Square Fund Equity World ook mag verwachten dat de beheerders goed communiceren en ook belegd zijn in het fonds. Via de maandelijkse factsheets en het zesmaandelijkse beheersverslag wordt geprobeerd in te staan voor een goede communicatie. Voorts zijn de beide beheerders geïnvesteerd in het fonds en werd hun positie nog verhoogd sinds begin 2011.

7

De afgelopen twaalf maanden beleefden we een mindere periode op de financiële markten. We deden het beter dan sommige indexen maar slechter dan enkele andere. In absolute termen behaalden we een negatief resultaat en hier zijn we zeker niet tevreden mee. Zoals we hopelijk hebben aangetoond in deze zeer uitvoerige nota zijn er veel redenen om optimistisch te zijn over de lange termijn vooruitzichten van aandelen.

Ten slotte willen we alle aandeelhouders bedanken voor hun steun en vertrouwen. Het fonds startte op 1 oktober 2008 in moeilijke omstandigheden. Wat begon met 5 miljoen euro is ondertussen aangegroeid tot 91,56 miljoen euro. Uiteraard zijn rendementen uit het verleden geen garantie voor rendementen in de toekomst maar we zullen er alles aan doen om over lange termijn goede rendementen te behalen voor onze partners/aandeelhouders. Succesvol investeren is een marathon, geen sprint.

Met vriendelijke groeten,

De beheerders van Value Square Fund Equity World

Patrick Millecam & Nic Van Broekhoven

Disclaimer : De inhoud van dit bericht is niet bedoeld als beleggingsadvies. Potentiële investeerders in Value Square Fund dienen hun beslissing zelfstandig te nemen op basis van het volledige prospectus (gratis beschikbaar op www.value-square.be) of zich te laten bijstaan door een erkend professioneel beheerder of beleggingsadviseur. Gezien Value Square Fund Equity World een wereldwijd aandelenfonds is, houdt een investering in de bevek een aantal risico's in, verbonden met wereldwijde aandelenbeleggingen. Rendementen uit het verleden bieden geen enkele garantie op rendement in de toekomst. De beheerder van de bevek hanteert bronnen die hij betrouwbaar acht doch kan op geen enkele wijze verantwoordelijk worden gesteld voor mogelijke fouten in de inhoud van dit bericht. De informatie kan op elk ogenblik worden gewijzigd zonder verdere aankondiging of waarschuwing.

Copyright : U mag deze informatie alleen afdrukken of opslaan op een elektronische drager voor uw persoonlijk gebruik. U mag de informatie, inclusief Disclaimer en Copyright, niet wijzigen of deels verwijderen. Voor elk publiek of commercieel gebruik dient vooraf de schriftelijke toestemming van Value Square te worden bekomen.

Aandelen in een onzekere wereld: 1963 vs 2012

Normaal bespreken we in het halfjaarlijks beheersverslag één bedrijf in detail. Zo gingen we in vorige edities dieper in op Jardine (juli 2009), de spaarkassen van Crédit Agricole (januari 2010), de palmolie-sector (juli 2010), Nyrstar (januari 2011) en Petrobras (juli 2011). Deze keer hebben we het echter niet over een specifiek bedrijf maar aan de hand van een toespraak uit 1963 gaan we dieper in op de manier waarop we bedrijven waarderen in een onzekere wereld. We zouden het zoveelste epistel kunnen schrijven over de schuldenproblematiek in Europa, Amerika en Japan maar concentreren ons liever op wat voor ons de essentie is: de waardering van markten en aandelen specifiek.

Op 15 november 1963 gaf Benjamin Graham een toespraak over aandelen: ***“Securities in an Insecure World”***. We geven u hier een samenvatting van wat de leermeester van 's werelds meest succesvolle belegger (Warren Buffett) toen vertelde. Tevens toetsen we diverse stellingen aan de huidige situatie (*commentaar in cursief*).

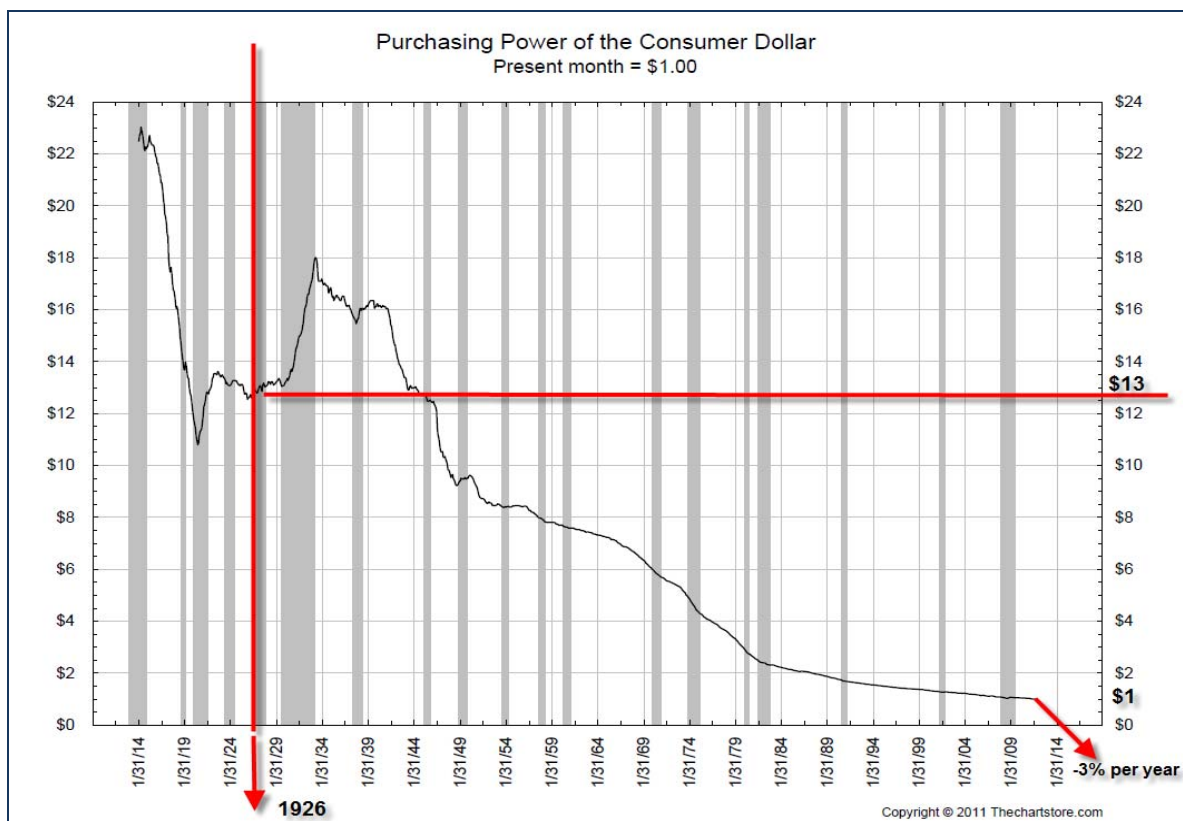
2 grote gevaren

Volgens Graham waren er eigenlijk drie grote gevaren voor een belegger op het vlak van financiële zekerheid in 1963. Op het derde gevaar – het risico op een atoomoorlog – gaan we hier niet verder in. Wel op het eerste en tweede gevaar.

Eerste gevaar: Inflatie

8

Volgens Graham zijn aandelen de beste manier om zich te beschermen tegen inflatie. Op onderstaande grafiek ziet u de daling van de koopkracht van 1 USD over de afgelopen 100 jaar. De koopkracht van geld daalde gemiddeld met 3% per jaar over deze tijdsspanne. (bron: *thechartstore.com*)



Volgens Graham is er op korte termijn (< 5 jaar) geen eenduidige correlatie tussen inflatie en aandelenkoersen. Soms kunnen aandelenkoersen vooruitlopen en stijgen op verwachte inflatie, omgekeerd kan er een tijdlang inflatie zijn en terwijl de aandelenkoersen dalen. (Argentinië in 2011 is hier een voorbeeld van. De inflatie bedroeg 20% maar de aandelenindex Merval daalde met 33,69%.)

Bedrijven proberen kostprijsverhogingen door te rekenen in hun verkoopprijzen; indien dit gestaag en zonder al te grote schokken gebeurt, kan dit gemakkelijk doorgevoerd worden. Bij grote prijsstijgingen of -dalingen is dit minder evident en ontstaan vaak grote discussies met leveranciers en klanten. Dit is niet bevorderlijk voor het vertrouwen en het wederzijds respect, kortom om business te doen. Dit kan opgevangen worden door afspraken te maken waarbij grondstofstijgingen én -dalingen automatisch geheel of gedeeltelijk doorgerekend worden in de eindprijs.

In het verleden is gebleken dat aandelen een zeer goede belegging zijn op lange termijn. De logica is dat wie met kennis van zaken berekende risico's neemt, en dus goed onderneemt, hiervoor ook beloond moet worden.

In de volgende tabel ziet u de evolutie van de Standard & Poors 500-returnindex sinds 1926 . (De S&P 500 bestaat sinds 1957, daarvoor sprak men over de S&P composite). Had u eind 1925 geïnvesteerd in de 500 grootste bedrijven van de Amerikaanse beurs, dan had u vandaag een gemiddeld rendement behaald van 9,75% per jaar. Eén dollar zou vandaag in (nominale) waarde zijn gestegen naar 2.978,7 dollar. Dit volstond dus ruimschoots om het jaarlijkse waardeverlies door inflatie (3% per jaar) te compenseren. U kan ook in de derde kolom zien dat er 25 jaren geweest zijn met een negatieve return op de beurs en dus 61 met een positieve return.

9

U begrijpt nu ook beter waarom Graham in 1963 een beetje sceptisch was over de stand van de beurzen. De voorgaande 10 à 15 jaar leverde de beurs jaar na jaar een gemiddelde return over de afgelopen 10 jaar van 15 à 20%. In de zevende kolom (gem. 10-jaarlijkse return) kan u aflezen dat mensen in een euforie leefden en dat ze gewend waren aan jaarlijkse returns van +15% per jaar gedurende 10 jaar. We hebben deze zones groen gekleurd. U kan ook zien dat er van medio de jaren tachtig tot 2000 terug heel wat vakjes groen zijn gekleurd. Ook toen gaven mensen hun job op (net als in 1963) om op de beurs te gaan speculeren.

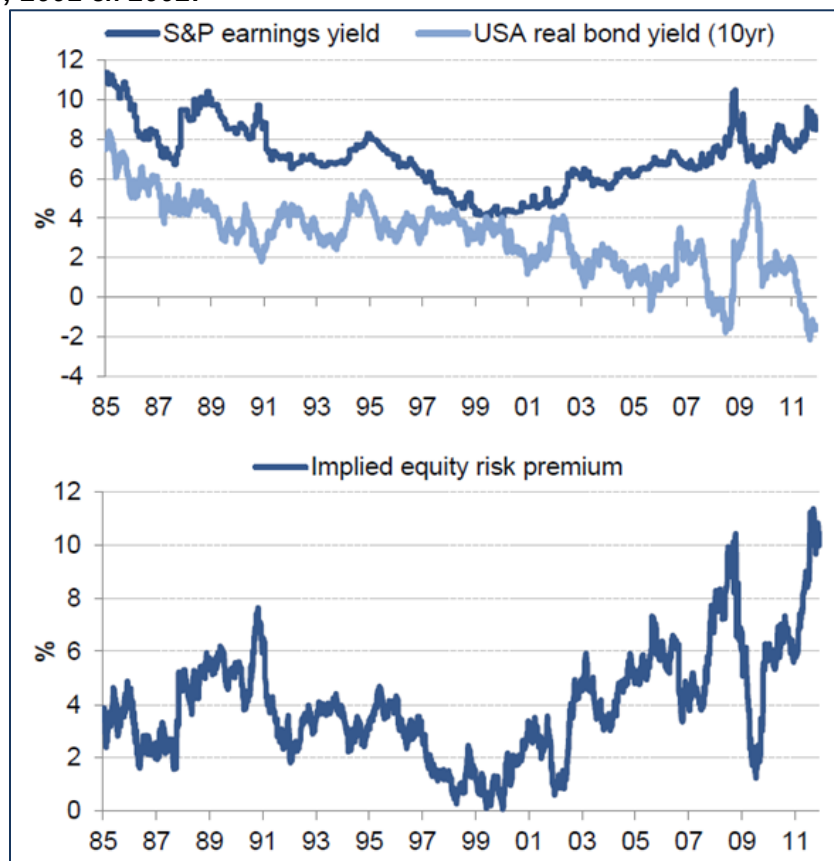
In diezelfde 7^{de} kolom onderaan kan u aflezen dat de laatste 10 jaar voor vele beleggers jaren geweest zijn van nulgroei tot licht negatieve returns op de beurs. De vakjes met negatieve returns werden in het rood aangeduid.

31/12/2011		S&P 500 return			gem. jaarlijkse return	gem. 5- jaarlijkse return	gem. 10- jaarlijkse return	gem. 15- jaarlijkse return	gem. 20- jaarlijkse return	gem. 25- jaarlijkse return	31/12/2011		S&P 500 return			gem. jaarlijkse return	gem. 5- jaarlijkse return	gem. 10- jaarlijkse return	gem. 15- jaarlijkse return	gem. 20- jaarlijkse return	gem. 25- jaarlijkse return	
	# jaar	Index	€	1,0								# jaar	Index	€								
1926	1	11,62%	€	1,1	11,62%						1969	44	-8,50%	€	60,1	9,75%	4,97%	7,81%	10,14%	13,43%	12,88%	
1927	2	37,49%	€	1,5	23,88%						1970	45	4,01%	€	62,5	9,62%	3,34%	8,18%	8,43%	12,10%	11,66%	
1928	3	43,61%	€	2,2	30,14%						1971	46	14,31%	€	71,4	9,72%	8,42%	7,06%	8,94%	11,65%	12,64%	
1929	4	-8,42%	€	2,0	19,19%						1972	47	18,98%	€	85,0	9,91%	7,53%	9,93%	11,05%	11,67%	13,17%	
1930	5	-24,90%	€	1,5	8,67%						1973	48	-14,66%	€	72,5	9,33%	2,01%	6,01%	7,27%	10,85%	12,22%	
1931	6	-43,34%	€	0,9	-2,50%	-5,11%					1974	49	-26,47%	€	53,3	8,45%	-2,35%	1,24%	4,31%	6,87%	10,08%	
1932	7	-8,19%	€	0,8	-3,34%	-12,47%					1975	50	37,20%	€	73,1	8,96%	3,21%	3,27%	6,50%	7,10%	10,26%	
1933	8	53,99%	€	1,2	2,46%	-11,24%					1976	51	23,84%	€	90,6	9,24%	4,87%	6,63%	6,32%	7,91%	10,26%	
1934	9	-1,44%	€	1,2	2,02%	-9,93%					1977	52	-7,18%	€	84,1	8,90%	-0,21%	3,59%	6,44%	8,12%	9,19%	
1935	10	47,67%	€	1,8	5,86%	3,12%					1978	53	6,56%	€	89,6	8,85%	4,32%	3,16%	5,44%	6,53%	9,51%	
1936	11	33,92%	€	2,4	8,15%	22,47%	7,81%				1979	54	18,44%	€	106,1	9,02%	14,76%	5,86%	5,56%	6,83%	8,41%	
1937	12	-35,03%	€	1,5	3,65%	14,29%	0,02%				1980	55	32,50%	€	140,6	9,41%	13,96%	8,45%	6,72%	8,32%	8,44%	
1938	13	31,12%	€	2,0	5,54%	10,67%	-0,89%				1981	56	-4,92%	€	133,7	9,14%	8,10%	6,47%	7,12%	6,76%	7,94%	
1939	14	-0,41%	€	2,0	5,11%	10,90%	-0,05%				1982	57	21,55%	€	162,5	9,34%	14,09%	6,70%	6,98%	8,30%	9,29%	
1940	15	-9,78%	€	1,8	4,04%	0,50%	1,80%				1983	58	22,56%	€	199,2	9,56%	17,32%	10,63%	7,68%	8,29%	8,60%	
1941	16	-11,59%	€	1,6	2,99%	-7,51%	6,43%	2,44%			1984	59	6,27%	€	211,6	9,50%	14,81%	14,78%	8,76%	7,80%	8,38%	
1942	17	20,34%	€	1,9	3,93%	4,62%	9,35%	1,53%			1985	60	31,73%	€	278,8	9,84%	14,67%	14,32%	10,49%	8,65%	9,56%	
1943	18	25,90%	€	2,4	5,05%	3,77%	7,17%	0,64%			1986	61	18,67%	€	330,9	9,98%	19,87%	13,83%	10,76%	10,17%	9,27%	
1944	19	19,75%	€	2,9	5,77%	7,67%	9,28%	2,46%			1987	62	5,25%	€	348,2	9,90%	16,47%	15,27%	9,86%	9,27%	9,89%	
1945	20	36,44%	€	4,0	7,13%	16,96%	8,42%	6,62%			1988	63	16,61%	€	406,1	10,00%	15,31%	16,31%	12,17%	9,54%	9,66%	
1946	21	-8,07%	€	3,6	6,35%	17,88%	4,41%	10,12%	6,10%		1989	64	31,69%	€	534,7	10,31%	20,37%	17,55%	16,61%	11,55%	10,20%	
1947	22	5,71%	€	3,9	6,32%	14,86%	9,62%	11,16%	4,71%		1990	65	-3,11%	€	518,1	10,09%	13,19%	13,93%	13,94%	11,16%	9,55%	
1948	23	5,50%	€	4,1	6,29%	10,87%	7,26%	8,39%	3,11%		1991	66	30,47%	€	676,0	10,38%	15,36%	17,59%	14,34%	11,89%	11,19%	
1949	24	18,79%	€	4,8	6,78%	10,69%	9,17%	9,75%	4,46%		1992	67	7,62%	€	727,5	10,34%	15,88%	16,17%	15,47%	11,33%	10,56%	
1950	25	31,71%	€	6,4	7,68%	9,91%	13,38%	8,91%	7,43%		1993	68	10,08%	€	800,8	10,33%	14,55%	14,93%	15,72%	12,76%	10,52%	
1951	26	24,02%	€	7,9	8,27%	16,69%	17,28%	8,36%	11,72%	8,14%	1994	69	1,32%	€	811,4	10,20%	8,70%	14,38%	14,52%	14,58%	10,98%	
1952	27	18,37%	€	9,3	8,63%	19,36%	17,09%	12,78%	13,15%	7,49%	1995	70	37,58%	€	1.116,3	10,55%	16,59%	14,88%	14,81%	14,60%	12,22%	
1953	28	-0,99%	€	9,2	8,27%	17,86%	14,31%	10,68%	10,68%	5,90%	1996	71	22,96%	€	1.372,6	10,71%	15,22%	15,29%	16,80%	14,56%	12,55%	
1954	29	52,62%	€	14,1	9,56%	23,92%	17,12%	13,88%	13,13%	8,09%	1997	72	33,36%	€	1.830,5	11,00%	20,27%	18,05%	17,52%	16,65%	13,07%	
1955	30	31,56%	€	18,6	10,23%	23,89%	16,69%	16,78%	12,48%	10,54%	1998	73	28,58%	€	2.353,7	11,22%	24,06%	19,21%	17,90%	17,75%	14,94%	
1956	31	6,56%	€	19,8	10,11%	20,18%	18,43%	18,24%	11,20%	13,37%	1999	74	21,04%	€	2.848,9	11,35%	28,56%	18,21%	18,92%	17,88%	17,25%	
1957	32	-10,78%	€	17,6	9,38%	13,58%	16,44%	15,91%	12,98%	13,24%	2000	75	-9,11%	€	2.589,4	11,05%	18,33%	17,46%	16,02%	15,68%	15,33%	
1958	33	43,36%	€	25,3	10,29%	22,30%	20,06%	16,92%	13,48%	12,91%	2001	76	-11,89%	€	2.281,5	10,71%	10,70%	12,93%	13,74%	15,24%	13,77%	
1959	34	11,96%	€	28,3	10,33%	14,96%	19,35%	16,39%	14,15%	13,49%	2002	77	-22,10%	€	1.777,3	10,21%	-0,59%	9,34%	11,48%	12,71%	12,98%	
1960	35	0,47%	€	28,5	10,04%	8,92%	16,16%	14,04%	14,76%	11,76%	2003	78	28,68%	€	2.287,0	10,43%	-0,57%	11,06%	12,21%	12,98%	13,84%	
1961	36	26,89%	€	36,1	10,48%	12,79%	16,43%	16,52%	16,86%	11,52%	2004	79	10,88%	€	2.535,9	10,43%	-2,30%	12,07%	10,93%	13,22%	13,54%	
1962	37	-8,73%	€	33,0	9,91%	13,31%	13,44%	15,38%	15,25%	13,04%	2005	80	4,91%	€	2.660,4	10,36%	0,54%	9,07%	11,52%	11,94%	12,48%	
1963	38	22,80%	€	40,5	10,23%	9,85%	15,91%	16,56%	15,11%	12,75%	2006	81	15,79%	€	3.080,5	10,43%	6,19%	8,42%	10,64%	11,80%	13,37%	
1964	39	16,48%	€	47,1	10,38%	10,73%	12,82%	16,40%	14,95%	13,46%	2007	82	5,49%	€	3.249,6	10,36%	12,83%	5,91%	10,49%	11,81%	12,73%	
1965	40	12,45%	€	53,0	10,44%	13,25%	11,06%	15,18%	13,84%	14,46%	2008	83	-37,00%	€	2.047,2	9,62%	-2,19%	-1,39%	6,46%	8,42%	9,77%	
1966	41	-10,06%	€	47,7	9,88%	5,72%	9,20%	12,74%	13,72%	14,54%	2009	84	26,46%	€	2.588,9	9,81%	0,41%	-0,95%	8,04%	8,21%	10,54%	
1967	42	23,98%	€	59,1	10,20%	12,39%	12,85%	13,09%	14,63%	14,67%	2010	85	15,06%	€	2.978,8	9,87%	2,29%	1,41%	6,76%	9,14%	9,94%	
1968	43	11,06%	€	65,6	10,22%	10,16%	10,01%	13,96%	14,92%	14,10%	2011	86	0,00%	€	2.978,7	9,75%	-0,67%	2,70%	5,30%	7,70%	9,19%	

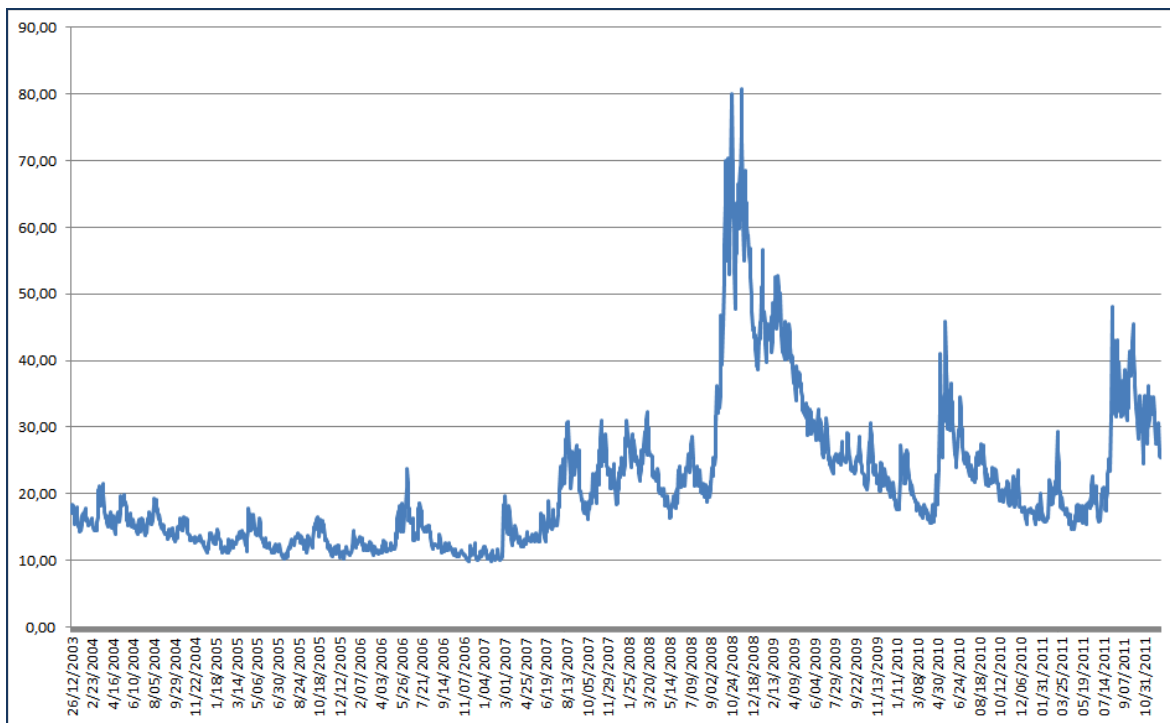
10

In de grafieken hieronder ziet u dat de risicopremie - uitgedrukt als het extra winstrendement boven de risicovrije rente - in 2000 0% was. In bovenstaande tabel kan u zien dat in 2000 een einde kwam aan de ongebreidelde groei van de beurskoersen, met drie negatieve beursjaren in 2000, 2001 en 2002.

Vandaag biedt de markt de belegger een risicopremie van 10%. Met andere woorden, vandaag krijgt u als potentiële belegger een mooie vergoeding voor het risico dat u neemt op de beurs. Deze premie is vandaag het hoogst in de afgelopen 25 jaar.



Tweede gevaar: Grote marktschommelingen (met vooral verhoogd risico op dalende beurskoersen)



Vix-index geeft volatiliteit weer

Volgens Graham zijn mogelijke dalingen van aandelenkoersen een reëel gevaar voor beleggers en speculanten. Vaak wordt na een periode van goede beursprestaties vergeten dat beurskoersen ook (fors) kunnen dalen. Zowel beleggers als commerciële die producten moeten verkopen durven dat wel eens bewust of onbewust uit het oog verliezen. Als er zo'n periode aanbreekt op de beurs, moet je voorzichtig zijn. Als de overtuiging algemeen is dat de beurs zal blijven stijgen... dan wordt de kans met de dag groter dat ze zal dalen. En uiteraard ook het omgekeerde is waar, hoe meer en hoe langer aandelen dalen, hoe groter de kans wordt dat ze terug beginnen te stijgen.

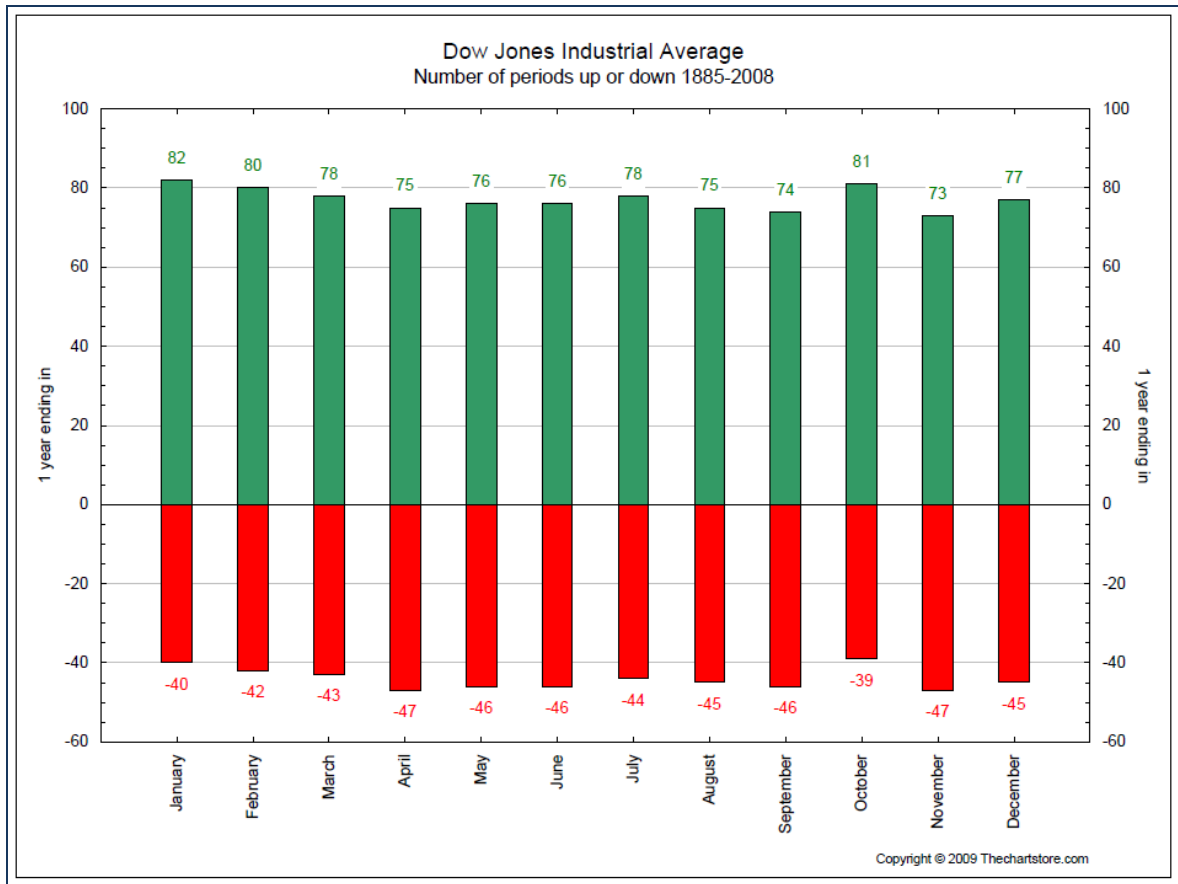
Een daling van de beurs met bijv. 27% zoals in 1962 verbergt dalingen van 50% en 90% in vele aandelen van bedrijven die in de twee voorgaande jaren naar de beurs werden gebracht.

Ook de algemene stelling dat de beurs niet bestaat, waarmee men wil stellen dat de algemene hoogte (of waardering) van de beurs er niet toe doet voor de intelligente, goed geïnformeerde belegger, wil Graham sterk nuanceren. Volgens hem kunnen weinig aandelen ontkomen aan de algemene beurstrend. Een grote stijging van de beurskoersen moet dus eerder een teken aan de wand zijn en dus tot voorzichtigheid aansporen in plaats van een bevestiging te zijn van vertrouwen.

De Dow Jones steeg van 1949 tot 1963 van 163 naar 750 of een gemiddelde stijging van 12% gedurende 14 jaar. Dergelijke periodes kunnen niet blijven duren.

Vaak gaan verkopers van fondsen met het argument van een mooie historische prestatie naar de (potentiële) klant. Volgens de SEC is men verplicht erbij te vertellen dat *'rendementen uit het verleden, geen garantie zijn voor toekomstige prestaties'*. In de praktijk wordt hier nauwelijks aandacht aan besteed, buiten de verplichte disclaimer.

Dat koersen schommelen kan u zien in de Vix-index die de volatiliteit op de beurs meet. Hieronder ziet u een tabel waarin weergegeven wordt hoeveel keer de Dow Jones Index in elke maand sinds 1885 gestegen en gedaald is. (bron: thechartstore.com)



12

De meeste statistieken die beschikbaar zijn slaan telkens op de Amerikaanse beurzen. We gingen even na hoe de diverse wereldbeurzen de afgelopen 10 jaar gemiddeld per jaar gepresteerd hebben. We herrekenden de returns naar euro, om een beter beeld te krijgen van wat de return zou geweest zijn voor een Europese/Belgische belegger.

Mochten we de returns niet herrekenen dan houden we te weinig rekening met de inflatie en de muntontwaarding, wat een verkeerd beeld zou geven. De Braziliaanse Bovespa Index steeg bijvoorbeeld de afgelopen 20 jaar met 9.334.452% of 77,16% per jaar uitgedrukt in Braziliaanse real. De ISE National (Turkse beursindex) steeg de afgelopen 20 jaar met 117.237% of 42,36% per jaar in Turkse Lira.

Hieronder vindt u de lijst met de diverse beursreturns over de afgelopen 10 jaar in euro. Iets wat overduidelijk naar voor komt, is dat u niet zomaar mag spreken over "de beurs". Op lange termijn kan u dus serieus het verschil maken door in de juiste regio in de wereld te beleggen. Bovenaan de lijst prijken de beurzen van heel wat groeiemarkten (Latijns-Amerika, Azië, Rusland). Onderaan bengelen - wat had u gedacht - Griekenland, Italië, Ierland, Europa.

			Periode 31/12/2001-30/12/2011	
	Land/regio	Beursindex	Totale Return	Return per jaar
1	MEXICO	MSE TOP 20 INDEX	1363,55%	30,78%
2	PERU	PERU LIMA GENERAL INDEX	1350,74%	30,66%
3	COLOMBIA	IGBC GENERAL INDEX	853,66%	25,30%
4	INDONESIE	JAKARTA COMPOSITE INDEX	667,26%	22,60%
5	KAZAHSTAN	KASE STOCK INDEX	632,47%	22,03%
6	ZAMBIA	LUSAKA STOCK EXCHANGE	622,34%	21,86%
7	SRI LANKA	COLOMBO ALL SHARES	440,97%	18,39%
8	PAKISTAN	KARACHI 100 INDEX	307,35%	15,08%
9	LITOUWEN	OMX VILNIUS	295,42%	14,74%
10	MAURITIUS	MAURITIUS STOCK EXCH	292,77%	14,66%
11	HONG KONG	HANG SENG INDEX	289,49%	14,56%
12	EGYPTE	EGX 30 INDEX	285,20%	14,44%
13	ROEMENIE	BUCHAREST BET INDEX	275,12%	14,13%
14	RUSLAND	RTS INDEX	269,37%	13,96%
15	ESTLAND	OMX TALINN	267,11%	13,89%
	*****	*****		*****
77	VERENIGDE STATEN	DOW JONES INDUS INDEX	-16,33%	-1,77%
78	JAPAN	TOPIX INDEX	-17,07%	-1,85%
79	EUROPA	BLOOMBERG EUROPEAN 500	-21,57%	-2,40%
80	VERENIGD KONINKRIJK	FTSE 100 INDEX	-21,68%	-2,41%
81	VERENIGDE STATEN	S&P 500 INDEX	-24,82%	-2,81%
82	BELGIE	BEL-20 INDEX	-25,11%	-2,85%
83	VIETNAM	HO CHI MINH STOCK INDEX	-26,51%	-3,03%
84	PORTUGAL	PSI20 INDEX	-29,84%	-3,48%
85	FRANKRIJK	CAC 40 INDEX	-31,67%	-3,74%
86	EUROPA	STOXX 50 PR INDEX	-36,08%	-4,38%
87	NEDERLAND	AEX INDEX	-38,34%	-4,72%
88	EUROPA	EUROSTOXX 50 PR INDEX	-39,14%	-4,84%
89	IERLAND	ISEQ INDEX	-49,15%	-6,54%
90	ITALIE	FTSE MIB INDEX	-53,31%	-7,33%
91	GRIEKENLAND	ASE INDEX	-73,74%	-12,52%

Bij Value Square proberen we zowel oog te hebben voor de regio's die de wind van achter hebben, als voor de waardering.

Waardering is steeds belangrijk

Tijdens de periode 1949-1950 noteerden aandelen aan de laagste koerswinstverhouding (in vredestijd), nl. aan 7 keer de winst. In 1963 noteerden aandelen aan 20 keer de winst. Voor Graham was 7 keer goedkoop en sterk ondergewaardeerd en 20 keer duidelijk overgewaardeerd.

Laten we even nagaan hoe goedkoop de beurzen vandaag noteren en dus de beurskoersen vergelijken met de fundamentele data. Als we kijken naar de Eurostoxx 50 P Index, dan zien we dat recent het laagste punt bereikt werd op 6 maart 2009. Toen noteerden de Europese aandelen aan gemiddeld 0,93 keer hun boekwaarde. Vandaag noteren Europese “bluechips” gemiddeld aan 1 keer hun boekwaarde.

Als we naar de koerswinstverhoudingen kijken zien we een gelijkaardig beeld. Het laagste punt werd bereikt in november 2008, toen noteerden aandelen gemiddeld aan 7,06 keer hun verwachte winst. Vandaag noteren de aandelen van de 50 grootste Europese ondernemingen aan 8,7 keer de verwachte winst.



Vele economen en beleggers kijken angstvallig naar alle mogelijke berichten uit China. China is immers al jaren de grootste trekker van de wereldeconomie. Als we hier naar de waardering kijken dan zien we een gelijkaardig beeld, namelijk dat de waarderingen goedkoop zijn.



De Shanghai Composite Index van de 300 grootste Chinese bedrijven noteert vandaag aan een verwachte koerswinstverhouding van 10,65. Dit is meteen het laagste peil in de laatste 6 jaar. Ook deze beurs kunnen we moeilijk duur noemen.

Als we alle aandelen bekijken uit het Value Square Fund Equity World, dan noteren deze aan een gewogen gemiddelde koerswinstverhouding van 7,75 en aan 0,89 keer hun boekwaarde. De gewogen gemiddelde schuldgraad (totale schuld / Eigen vermogen) van alle bedrijven in het fonds (met uitzondering van de regionale spaarkassen van Crédit Agricole) bedraagt amper 37,1%.



The Graham - formule

Het is niet logisch dat je met aandelen gedurende de periode 1949 – 1963 jaarlijkse returns (incl. dividend) kon behalen van 14% (evolutie S&P 500 Index). Indien dit juist zou zijn, dan moet niemand nog werken voor zijn dagelijks inkomen. Hij moest denken aan beleggers eind de jaren '20 die hun job opgaven om al hun geld in de beurs te steken...

Geleidelijk aan kwamen meer en meer mensen zeggen dat de oude alom aanvaarde en bewezen waarderingsstandaarden niet meer opgingen...

Graham had een simpel regeltje om de waarde van een aandeel of de markt te bepalen. Die regel heette 'the Graham'. Hiervoor nam hij de gemiddelde winst van de afgelopen 10 jaar, gekapitaliseerd aan twee keer de intrestvoet van "hoogkwalitatieve" obligaties (high grade bonds = Amerikaanse schatkistcertificaten of US Treasuries). De rente stond toen (in 1963) aan 4,3%. De discountfactor is dus twee maal 4,3% of 8,6%. $1/8,6\%$ of 11,63 is de koerswinstverhouding die hij toen hanteerde. Met andere woorden het winstrendement op aandelen moet dubbel zo hoog zijn als wat obligaties aan interest geven.

We hebben deze formule uitgebreid getest op de Eurostoxx 50 Index. Het probleem waarmee we geconfronteerd werden bij onze analyse was de rente op hoogkwalitatieve obligaties. In Europa bestaat er geen echte Europese rentevoet (zoals de rente op Amerikaanse staatspapier). In de Eurozone is de rente op Duits staatspapier vandaag ongeveer 2%. Dit is vergelijkbaar met de rente op de US Treasuries. Deze van Italiaans staatspapier op 10 jaar bedraagt 6%. Volgens Graham moet je de winsten verdisconteren aan het dubbele van deze 10-jaarsrente. Het is een wereld van verschil als je verdisconteert aan 4% of aan 12% (verschil tussen een koerswinstverhouding van 25 en van 8,33). Als we aan tweemaal de Duitse rente zouden verdisconteren ($1/(2\%*2)$) en dus $1/4\%$ of een k/w van 25 zouden hanteren, dan zijn er slechts 5 van de 50 Europese bluechips die te duur zouden noteren tegenover hun gemiddelde winst van de laatste 10 jaar (Air Liquide, AB-Inbev, SAP, LVMH en

Inditex - toevallig of niet allemaal bedrijven die de laatste jaren veel waarde hebben gecreëerd). Nemen we het dubbele van de Italiaanse rente als discontofactor dan noteren 35 van de 50 aandelen te duur volgens 'The Graham'. Een wereld van verschil en waarschijnlijk ook mede de reden waarom de beurzen de afgelopen maanden stuurloos waren.

U begrijpt dan ook dat als de Europese leiders erin slagen om de rente op staatspapier in de grote Europese landen te verlagen, dit voor de beurzen enorme zuurstof kan betekenen. Ook de invoering van Euro-obligaties op iets langere termijn zou een heel goede zaak zijn op dat vlak. Maar het is logisch dat de Duitse rente dan zal stijgen en de rente van de PIIGS-landen dan zal dalen, wat voor de Duitsers natuurlijk niet zo'n fraai vooruitzicht is.

Graham gaf toe dat zijn methode ('The Graham') bijzonder goed werkte van 1871 tot 1954. Nadien stelde hij vast dat deze methode niet goed meer functioneerde en dat het gerechtvaardigd was om een premie van 50% toe te kennen op de vorige waarderingsmethode. (het is niet helemaal duidelijk waarom, maar mogelijk omdat de overheid sindsdien zou ingrijpen in de economie om zo grote depressies te voorkomen).

In 1963 bedroeg het gemiddelde dividendrendement 3%. De Dow Jones noteerde aan 750 punten. Indien de return uit het verleden naar de toekomst kan doorgetrokken worden, dan is een groei nodig van $(7,5\% - 3\%) = 4\%$ om de waarde van de Dow te verantwoorden. Een return op lange termijn van 7,5% van (winsten + dividenden) vindt Graham redelijk; wat trouwens het gemiddelde was van de periode van 1871 tot 193. Indien die verwachte groei zou tegenvallen en slechts 3,5% zou zijn ipv 4,5% dan moet het dividendrendement stijgen van 3% naar 4%. Als het dividend gelijk blijft moet de faire waarde van de Dow Jones bijgevolg zakken naar $(750 \cdot 3\% / 4\%) = 562,5$ punten om de historische groei van 7,5% aan te houden naar de toekomst. Een ogenschijnlijk kleine wijziging in de variabelen kan dus leiden tot heel grote wijzigingen in de waardebepaling.

Gedurende 50 jaar was het de normaalste zaak van de wereld dat het dividendrendement op aandelen hoger was (en moest zijn) dan de interest op obligaties. In speculatieve markten kon het zijn dat het dividendrendement zakte tot onder het obligatierendement. Dat was het teken dat aandelen in een gevaarlijke, dure zone belandden.

Van 1958 tot 1963 bedroeg het dividendrendement beduidend minder dan het obligatierendement. Vaak worden in bullmarkten de oude bewezen waarderingsmethodes vaarwel gezegd, en wint de massapsychologie het van de theorieën van vroeger. Dit gebeurde massaal in 1928, het jaar vóór de grote aandelencrash.

Vandaag (03/1/2012) is het dividendrendement van de Eurostoxx 50 index = 5,0%.

AANDEEL	Dividendrendement
TELEFONICA	11,81%
FRANCE TELECOM	11,61%
BANCO SANTANDER	9,93%
VIVENDI	8,55%
ENEL	8,19%
TELECOM ITALIA	7,91%
DEUTSCHE TELECOM	7,68%
RWE	7,48%
GDF SUEZ	7,20%
IBERDROLA	6,93%

Hierboven ziet u de hoogste dividendrendementen van de grootste bedrijven in Europa. Telecomaandelen voeren de ranglijst aan. Ook in België geven Belgacom en Mobistar dividendrendementen van 9 à 10%.

Ongeacht de waardering van de markt en de bedrijven, moet je er steeds van uitgaan dat er grote marktschommelingen kunnen zijn. Dit is altijd zo geweest en zal altijd zo zijn. Markten gaan van zeer hoge overwaarderingen naar zeer grote onderwaarderingen en omgekeerd. Uit studies is gebleken dat de beurskoersen van genoteerde ondernemingen gemiddeld met 50% schommelen in een jaar (hoogste/laagste koers).

De beurs voorspellen is onmogelijk

Graham heeft zich ooit eens gewaagd aan het voorspellen van de beurs. Dat was in 1914, wanneer het bedrijf waarbij hij werkte hem voldoende gekwalificeerd vond om dat te doen (gebaseerd op het feit dat hij één maand ervaring had op Wall Street). Sindsdien heeft hij het opgegeven om beursvoorspellingen te maken.

Ook nieuwe beursintroductions zijn een teken aan de wand dat de beurs duur staat.

Vandaag zien we nauwelijks nieuwe beursintroductions, integendeel, we zien eerder beursexits (Omega Pharma) of cashbiedingen (Tianfu Yang op Harbin Electric, Mexichem op Wavin, Transocean op Aker Drilling).

Het is onmogelijk om een voorspelling te maken over de beurs op een termijn van één jaar. Er zijn zoveel factoren die beurskoersen kunnen beïnvloeden.

Een andere misvatting is dat sommigen beweren dat de aandelenbeurs niet bestaat, maar het eerder een beurs van aandelen is. Hiermee wil hij zeggen dat sommigen beweren immuun te zijn voor grote koersschommelingen. Volgens Graham klopt dit niet. De correlatie tussen de dagdagelijkse schommelingen van de Dow Jones en van de S&P 500 zijn heel groot, ondanks het feit dat de ene index slechts 30 aandelen kent en de andere 500. Het is dus heel moeilijk om te ontsnappen aan de algemene beurstrend.

Dit jaar is de correlatie zelfs extreem hoog. Binnen de S&P 500 was de correlatie tussen individuele aandelen en de index in de maand augustus 2011 80%, waaruit sommigen besluiten dat er geen geld kan verdiend worden op de beurs door aan stockpicking te doen. Dit is uiteraard kortzichtig en enkel gebaseerd op de koersevoluties van 1 maand.

De gemiddelde belegger doet het niet beter dan het beursgemiddelde

Graham stelt ook dat een gemiddelde belegger niet beter kan doen dan het beursgemiddelde. Dit wordt bewezen door het feit dat de meeste fondsbeheerders het niet beter doen dan het beursgemiddelde. Zij zijn nochtans een verzameling van de beste en slimste koppen bij elkaar. Hij stelt ook dat een belegger die voldoende spreidt en intelligente investeringsbeslissingen maakt het even goed moet kunnen doen als de gemiddelde gespecialiseerde fondsbeheerder.

Het voorspellen van de economische evoluties is nog veel moeilijker. Bovendien moet je ervan uitgaan dat alle mogelijke informatie die vandaag gekend is min of meer in de beurskoersen verrekend zit. Ook lange termijnvoorspellingen zijn vaak onbetrouwbaar.

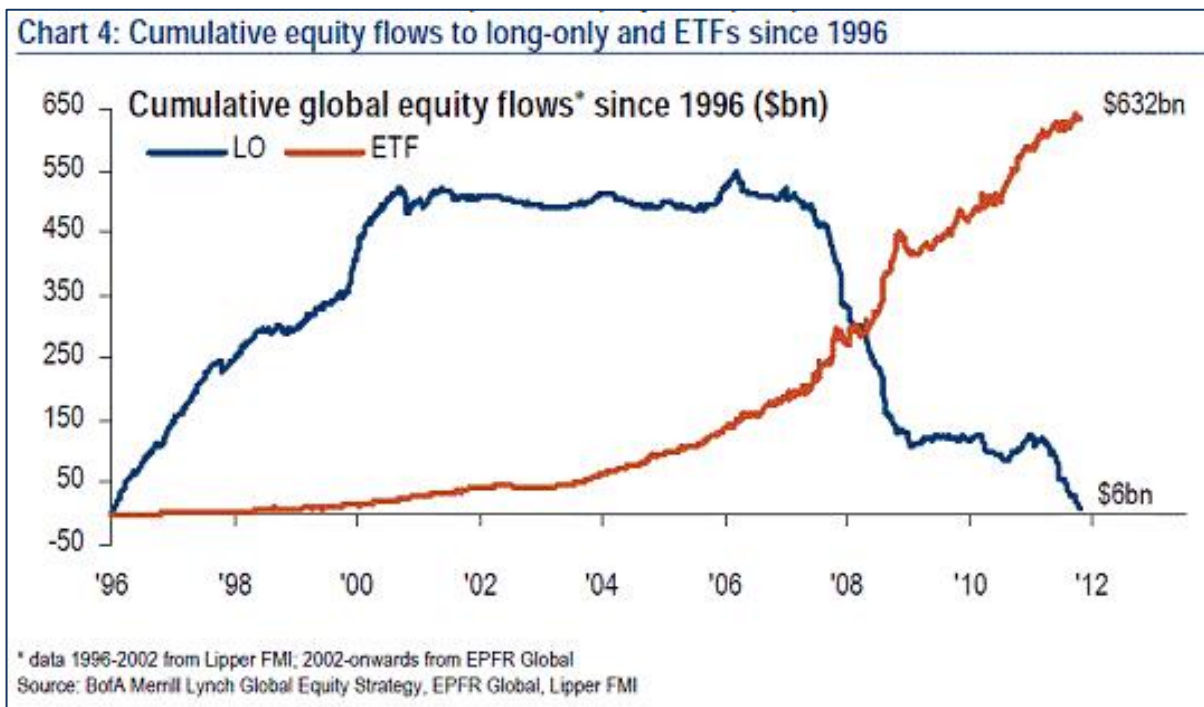
Hij toont dit aan de hand van de Dow theorie. In de periode van 1898 tot 1930 werkte deze mechanische methode vrij goed. Ze werd meer en meer toegepast en vanaf 1933 werd ze heel populair. Tot Grahams verbazing werkte ze totaal niet meer in de periode 1933 – 1958. Een investeerder die zijn aandelen verkocht op basis van deze theorie is er nooit meer in geslaagd ze terug te kopen in de jaren nadien.

Om voor de hand liggende redenen is het onmogelijk voor alle beleggers om beter te doen dan de markt, zij zijn immers de markt. Toch gelooft hij dat een kleine minderheid van investeerders het

significant beter kan doen dan het gemiddelde. Hiervoor zijn twee voorwaarden nodig. De eerste voorwaarde is dat die beleggers een aantal gezonde investeringsprincipes moeten hanteren gebaseerd op 'value' of de waardering van aandelen (en niet op basis van de recente of verwachte koersevoluties). De tweede voorwaarde is dat deze methode verschillend moet zijn van deze gehanteerd door het gros van de beleggers. De kunst hierbij is contrair te zijn of als eerste iets te ontdekken dat nog niet door 'de markt' geweten is.

We kunnen met grote zekerheid stellen dat vele banken, verzekeraars, hedge funds en vele andere beleggers die vandaag de beursvloer domineren niet de 'value'-principes volgen die Value Square hanteert. Het geld dat nog naar de beurs gaat, stroomt vooral naar ETF's (Exchange Traded Funds); zij beleggen vooral in indexen en dus doen ze per definitie niet aan stockpicking.

Op onderstaande grafiek wordt nogmaals duidelijk dat stockpicking steeds meer uit de mode geraakt en dat er minder geld stroomt in het algemeen naar long-only fondsen. Dit is dus heel goed nieuws en vergroot de kans dat stockpicking wel lonend zal zijn in de toekomst !



Wij denken dat de meerwaarde vooral zit bij kleine en middelgrote bedrijven die minder gevolgd worden door de analistengemeenschap.

Graham stelt dat hij meer dan vijftig jaar ervaring heeft op Wall Street en dat hoe meer ervaring hij heeft, hoe minder hij de beurs kan voorspellen. Wel weet hij meer en meer wat investeerders zouden moeten doen. Hierbij hanteert hij een aantal regels: dat een gemiddelde portefeuille tussen de 25% en de 75% aandelen zou moeten hebben en dat dit percentage zou moeten/mogen schommelen naargelang de beurs duur of goedkoop staat in relatie tot de 'waarde' van de beurs. Niettegenstaande dit logisch is, is het verbazingwekkend dat zoveel mensen exact het tegenovergestelde doen. Hij kreeg nadat de beurs fors gezakt was in 1962 de vraag van een belegger : "Denkt u niet dat aandelen vandaag minder veilig zijn dan vroeger door de daling van de beurs?". De grote massa laat zich leiden door de psychologie van het moment en niet door de relatie van de beurskoers tot de waarde van een aandeel. Een goede stelregel zou moeten zijn, dat u uw exposure naar de beurs NIET verhoogt als beurskoersen stijgen.

Een andere goede regel is die van “dollar averaging”, waarbij u elk jaar of elke maand een gelijk bedrag investeert in aandelen of de beurs. Als deze daalt, koopt u hierdoor meer aandelen aan een lagere prijs.

Er zijn twee mogelijkheden om in de beurs te investeren. Of je koopt 20 à 30 goed geleide vooraanstaande bedrijven of je koopt een goed beheerd aandelenfonds. Soms is het beter om een holding te kopen op de beurs met een grote discount tegenover de intrinsieke waarde. Maar beleggen is niet eenvoudig, velen kunnen wel goed geleide groeibedrijven detecteren met beter dan gemiddelde vooruitzichten. Probleem is dat deze meestal fair tot overgewaardeerd zijn. Let ook op voor nieuwe beursintroductions van ondernemingen die meestal naar de beurs komen aan hoge ratio's en als de vooruitzichten goed zijn. Vandaar dat in goede marktomstandigheden iedereen zich een investeerder noemt als hij/zij een aandeel koopt van een goed geleid bedrijf. Hij noemde concreet het voorbeeld van IBM dat door iedereen geliefd was toen het 607 USD noteerde en toen de k/w 70 was. Zes maand later stond het meer dan 50% lager.

De meest waardevolle bijdrage die een aandelenanalist zou kunnen bieden, zou het bepalen moeten zijn van de investeringscomponent en de speculatieve component in de beurskoers, zodat de mogelijke koper op de hoogte is van de risico's van een aandelenbelegging. Volgens Graham was 200 USD de investeringswaarde van IBM in 1961, het verschil met de beurskoers en die 200 USD was de speculatieve component en een weerspiegeling van de ongetwijfeld goede vooruitzichten van IBM.

Beter presteren dan het beursgemiddelde ?

19

Concluderend stelt Graham dat het voor de intelligente belegger mogelijk moet zijn toch beter te doen dan de beurs of de markt of het gemiddelde. Voorwaarde is dat je 'Value' koopt in plaats van vooruitzichten of populariteit. Een aantal voorbeelden zijn : kopen van goede bedrijven aan aantrekkelijke waarderingen, het kopen van echte deepvalue situaties (waarbij hij deep value omschreef als een aandeel dat lager noteert dan zijn werkkapitaal), het kopen van 'special situations' – situaties die hoofdzakelijk goed kunnen ingeschat worden door specialisten, waaronder overnames, liquidaties, reorganisaties, enz. Hij stelt ook dat je voldoende moet spreiden en je posities verhogen als de beurs laag staat en afbouwen als ze hoog noteert. Bovendien moet je je goed bewust zijn van alle risico's die gepaard gaan met beleggen.

Bij Value Square wordt in de kwaliteitsindex in het gedeelte “Waardering” elk aandeel getest op “Value”. Hoe hoger een aandeel scoort op deze pijler, hoe meer 'value'-kenmerken het aandeel in zich draagt en dus hoe goedkoper het is en dus hoe groter de 'margin of safety'.

Na de grote crash van de jaren '30, noteerden 40% van de industriële bedrijven op de NYSE onder hun netto-werkkapitaal (courante activa - alle schulden). Vandaag is dit niet het geval, zo depressief is de toestand vandaag niet. We maakten een analyse van de 66.431 actief verhandelde aandelen in de wereld. Daarvan noteren er vandaag 3113 onder hun netto werkkapitaal. Dit is volgens Graham een zeer goedkope waarde voor een bedrijf, waarbij je geen rekening houdt met goodwill, fabrieken en andere vaste activa, maar dus enkel met de werkmiddelen die op korte termijn verzilverd kunnen worden na aftrek van alle schulden.

Land	# aandelen onder netto werkkapitaal	# genoteerde aandelen	in % van aantal gen. Aandelen
India	563	3949	14,3%
VS	503	14371	3,5%
Japan	422	3742	11,3%
Hong Kong	143	1492	9,6%
VK	80	2643	3,0%
Singapore	147	776	18,9%
Australië	69	1953	3,5%
Zuid-Korea	113	1919	5,9%
Canada	71	3711	1,9%
Maleisië	97	962	10,1%
Servië	84	1712	4,9%
Duitsland	62	2228	2,8%
Turkijë	36	379	9,5%
Vietnam	167	826	20,2%
Roemenië	29	1553	1,9%
Israël	22	971	2,3%
Polen	42	733	5,7%
Bulgarië	21	400	5,3%
Thailand	25	571	4,4%
Frankrijk	36	1233	2,9%
Taiwan	103	1695	6,1%
Griekenland	25	277	9,0%

Het grootste bedrijf dat lager noteert dan zijn netto-werkkapitaal heeft een beurskapitalisatie van 2,8 miljard euro. Van die meer dan 3000 ondernemingen zijn er slechts 27 met een beurskapitalisatie van meer dan 500 miljoen euro. Een zoveelste bewijs dat small caps goedkoper noteren.

In het lijstje kan u zien dat de meest depressieve markten in dalende volgorde zijn : Vietnam, Singapore, India, Japan, Maleisië en Griekenland.

We gaan in 2012 naar India om te onderzoeken of we daar interessante bedrijven kunnen vinden. We bezochten India reeds in 2009 en 2010 maar vonden toen de meeste bedrijven veel te duur. Vandaag hebben we dan ook maar één Indiase onderneming in het Value Square Fund Equity World. Het afgelopen jaar was de beurs van Mumbai één van de slechtst presterende ter wereld (daling van 25% in 2011) en daalde de Indiase Roepie met bijna 20%.

20

Graham besloot zijn speech met een oud Wall Street verhaaltje, waarbij een klant vroeg aan zijn beleggingsadviseur welke aandelen hij moest kopen. De adviseur antwoordde : "Wat is uw voorkeur? Wil u goed eten of goed kunnen slapen?"

Graham denkt dat het moet mogelijk zijn door het volgen van gezonde beleggingsprincipes – zelfs in deze onzekere wereld – goed genoeg te kunnen eten, zonder daarvoor de slaap te moeten laten.

Wat 2012 ons concreet brengen zal kunnen we helaas niet voorspellen. De "berenmarkt" van het laatste decennium heeft de "stier" goed vast maar lage waarderingen, een hoge risico premie voor aandelen en negatieve returns over de afgelopen tien jaar pleiten alvast in het voordeel dat de "stier" vroeg of laat zal uitbreken.



(bron cartoon: Barron's)

APPENDIX 4: Perspectief in miljarden, biljoenen en triljoenen schulden.
Voorbeeld Amerikaanse overheidsschulden

The budget explained in simple English.

I love it when complex things are simplified so that we can all understand.

- United States Tax revenue: \$2,170,000,000,000
- Fed budget: \$3,820,000,000,000
- New debt: \$1,650,000,000,000
- National debt: \$14,271,000,000,000
- Recent budget cut: \$38,500,000,000

Now, remove 8 zeros and pretend it's a household budget.

- Annual family income: \$21,700
- Money the family spent: \$38,200
- New debt on the credit card: \$16,500
- Outstanding balance on credit card: \$142,710
- Total budget cuts which some politicians are proud about: \$385

Stop the insanity now. Vote them out and demand a balanced budget.

APPENDIX 5: 53,2 % schulden Amerika gecreëerd onder leiding van familie Bush.

