

# Het achtste lustrum van de VBA



door **Philip Menco**

Op 31 mei jongstleden vierde de Vereniging van Beleggingsanalisten haar veertigjarig bestaan met een symposium en een feestelijk diner. De bijeenkomst vond plaats in het nieuwe hoofdkantoor van ABN AMRO te Amsterdam, waarbij Asset Management van de Bank deze heugelijke dag als sponsor financieel ondersteunde.

**E**en voor deze gelegenheid ingestelde lustrum-commissie, bestaande uit Dick Wenting, Jan de Jonge, Age Sixma van Heemstra en auteur dezes, heeft zich geruime tijd met de voorbereidingen bezig gehouden. Vanaf het begin speelde het probleem van de grote getallen. De VBA telt inmiddels ruim 1100 leden waarvan een onbekend aantal zou kunnen komen. Aangezien de commissie de bijeenkomst bij voorkeur wilde organiseren in het nieuwe

hoofdkantoor van ABN AMRO Bank moesten grenzen aan het aantal deelnemers worden gesteld. Daarom werd besloten om zo nodig een numerus fixus te hanteren. Uiteindelijk bleek deze overbodig, aangezien het aantal aanmeldingen (circa 170) binnen de beschikbare ruimte viel. Voor de deelnemers aan de dag was dat uiteraard prettig, maar het relatief lage opkomstpercentage is tekenend voor de wat teleurstellende belangstelling die de leden van de VBA de





laatste jaren tonen voor de verenigingsactiviteiten. In dit geval had het gelukkig geen negatieve invloed op de feestelijke sfeer van de dag.

Bij een symposium hoort een centraal thema. Dit maal betrof dat het onderwerp: Beleggen in tijden van een New Economy. Een keur aan sprekers werd benaderd om vanuit verschillende invalshoeken deze problematiek te belichten.

Vanaf tien uur 's ochtend stroomden de deelnemers aan het symposium binnen, waarna de dagvoorzitter, de heer Willem Burgers, om stipt half elf het programma opende met een warm welkom en enkele huishoudelijke mededelingen. Hij benadrukte dat het beursklimaat van de afgelopen maanden vermogenswinsten niet langer vanzelfsprekend maakt. Daarmee neemt het belang van een zorgvuldige analyse door daartoe opgeleide en geoefende beleggingsdeskundigen weer aanzienlijk toe. Vervolgens gaf hij het woord aan de voorzitter van de VBA, de heer Peter Wortel. Die memoreerde dat de Vereniging vrijwel op de dag af veertig jaar bestond. In een korte terugblik benadrukte hij het succes van de door de VBA geïnitieerde opleiding tot beleggingsanalist. Inmiddels mogen zich 800 afgestudeerden sieren met de RBA titel. Ook op ander gebied neemt de maatschappelijke invloed van de Vereniging toe. Daarbij blijkt de gemiddelde leeftijd van de leden rond de veertig jaar te liggen, zodat van een vergrijsd bestand geen sprake is.

Lustrumcommissie voorzitter de heer Dick Wenting hield vervolgens met behulp van een computeranimatie een korte presentatie over de ontstaansgeschiedenis en de betekenis van het VBA logo (zie kader p. 29). Dit logo werd in 1971 bij het toen tienjarig bestaan van de Vereniging ontworpen met een duidelijke filosofie. Na deze korte inleidingen opende de heer Roel Pieper de rij van sprekers over het dagthema. In zijn lezing benadrukte hij de steeds belangrijkere relatie tussen technologie en beleggen. Daarbij stonden de netwerk-

effecten en de invloed van *private equity* centraal.

De fysieke en maatschappelijke netwerkeffecten van de New Economy hebben vergaande gevolgen voor de wijze waarop mensen en ondernemingen opereren en reageren. Dankzij geavanceerde en betrouwbare systemen, waaronder internet, kunnen managementbeslissingen veel sneller genomen worden dan in het verleden. Dat had in de Verenigde Staten in het laatste kwartaal van 2000 tot gevolg dat de productie door de volledige bedrijfskolom heen in hoog tempo werd teruggeschoefd. Tegelijkertijd zorgden de media, en met name het televisiestation CNBC, voor een omslag van het sentiment bij ondernemers en beleggers. Het euforisch enthousiasme over de nieuwe media en het geloof in de New Economy werd abrupt gesmoord, met vergaande negatieve gevolgen voor de kapitaalstromen en de investeringsbereidheid.

De technologische ontwikkelingen hebben de afgelopen jaren grote invloed gehad op de bedrijfsprocessen in vooral de Verenigde Staten. Eerst werd de interne organisatie ingrijpend gewijzigd, waarna ook de relatie met leveranciers en afnemers in toenemende mate werd beïnvloed. Vervolgens faciliteerden de steeds snellere en betrouwbaardere communicatiesystemen het uitbesteden van delen van het productieproces en de administratieve taken aan gespecialiseerde ondernemingen. Deze zogeheten outsourcing, waarbij de fysieke locatie er niet langer toe doet, gaat gepaard met grote kostenvoordelen.

Al deze ontwikkelingen stellen nieuwe eisen aan het management en de structuur van ondernemingen, waarbij de kwaliteit van de leiding in toenemende mate de waarde van het bedrijf bepaalt. Naast een versterking van de top, vereist de wijzigende aanpak een grotere beslissingsverantwoordelijkheid op de werkvloer, terwijl het middenkader praktisch overbodig wordt.

Vermogensverschaffers krijgen bij de beoordeling van ondernemingen de beschikbaarheid over steeds meer informatie. Tegelijkertijd krijgen de emoties van de markt – aangewakkerd door de televisie – echter een

toenemende invloed op het investeringsgedrag van bedrijven in informatie technologie. Serieuze beleggingsanalyse zou voor een tegenkracht moeten zorgen.

Het tweede gedeelte van de lezing van de heer Pieper concentreerde zich op zijn eigen activiteit als verschaffer van *private equity*.

Sinds maart 2000 trad in de Verenigde Staten over een breed front een enorm waardeverlies van 90 tot 98% op bij ondernemingen in de technologie, telecommunicatie en nieuwe media (TMT). Ofschoon Pieper deze koersdalingen overdreven vindt, ziet hij voorlopig nog geen herstel. Zijn voorkeur gaat wat betreft *private equity* uit naar Europa boven de Verenigde Staten. Wel beschouwt hij de veilingen van UMTS frequenties rampzalig voor de betrokken telecommunicatiebedrijven en een aanzienlijk risico voor beleggers. Overigens is het met uitzondering van een korte, euforische periode altijd moeilijk geweest voor hoogtechnologische ondernemingen om kapitaal aan te trekken. De huidige situatie vormt daarop dus geen uitzondering.

De heer Pieper eindigde met een aantal adviezen voor beleggers in *private equity* bij de selectie van potentiële investeringskandidaten. Deze dienen zich te beperken tot ondernemingen die hun uitgaven drastisch weten te beperken, waardoor hun *cash outflow* met twintig tot veertig procent terugloopt. Hij ziet het aantal spelers de komende jaren sterk afnemen, wat op termijn de overlevingskansen van de overgebleven bedrijven doet toenemen. Beleggers wordt aanbevolen om de omzet als waardegrondslag te hanteren. Bestaande belangen dienen bij voorkeur tot nihil te worden afgewaardeerd, waarna weer vermogenswinst mogelijk is.

Voorts signaleert de heer Pieper nog een aantal belangrijke trends. Zo verwacht hij een afname van de budgetten voor investeringen in technologie, waardoor minder ruimte bestaat voor nieuwe projecten en het innovatietempo zal vertragen. Bestaande bedrijven krijgen daardoor meer tijd voor een inhaalslag. Microsoft en IBM komen daar waarschijnlijk als winnaar uit naar voren. Ook zal de waardering van veel ondernemingen tot tenminste het vierde kwartaal van 2001 verder omlaag gaan. Amerikaanse investeerders in *private equity* zullen naar zijn verwachting zich voorlopig niet meer in Europa laten zien, terwijl Europese partijen zich uiterst terughoudend opstellen.

Ten slotte ziet Pieper een blijvend groot belang voor netwerkeffecten en adequate managementinformatie. Een succesvol bedrijf kan iedere dag zijn boeken sluiten.

De volgende twee sprekers, afkomstig van Cap Gemini Ernst & Young, gaan verder in op de nieuwe bedrijfs-

structuren in de New Economie. De heer Ron Tolido laat aan de hand van een zeer dynamische presentatie zien welke prominente rol internet in de communicatie tussen mensen en bedrijven onderling heeft gekregen. Internet vormt de transparante, uiterst betrouwbare, eenvoudig te gebruiken en goedkope communicatiestandaard. Deze werd in korte tijd mogelijk door een aantal parallelle ontwikkelingen, zoals de komst van nieuwe snellere chips met een lichtere voetafdruk en een laag energieverbruik, de aanleg van breedbandcommunicatievoorzieningen, zoals ADSL en glasvezelnetwerken alsmede de opkomst van draadloze communicatie. Tegelijkertijd wordt de onderlinge communicatie steeds transparanter door de opkomst van interactieve televisie met digitale beeldkwaliteit, WAP telefoons en hun snellere opvolgers (UMTS), draadloze communicatiemogelijkheden over korte afstand (de Bluetooth standaard) die telefonische communicatie kannibaliseren en betalingsverkeer met behulp van de mobiele telefoon.

Het gebruik van technologie wordt steeds simpeler door het beperken van het aantal functies van een toepassing waardoor deze toegankelijker wordt en meer gebruikers aantrekt, alsmede de opkomst van software die op menselijke wijze reageert op in normale taal gestelde vragen (zogeheten buddies).

Ten slotte doet de voortgaande standaardisatie een geüniformeerde infrastructuur ontstaan die een veilig en stabiel internet mogelijk maakt.

De heer Martijn Rom Colthoff laat aansluitend aan de hand van een praktijkvoorbeeld zien wat deze technologische ontwikkelingen betekenen. Bij de effectendienstverlening wint *Straight Through Processing*, het van eindgebruiker tot eindverbruiker verwerken van effectentransacties, de laatste jaren aan populariteit. Door het aan elkaar schakelen van processen neemt de beheersbaarheid echter sterk af, terwijl de kosten stijgen. Toch gebruikt nog 80% van alle financiële instellingen een dergelijk sequentieel proces.

Moderne communicatiesystemen en -standaarden maken echter een nieuwe aanpak mogelijk met behulp van een *Transaction Flow Monitor*, een soort centrale controle en informatie-eenheid die het gehele proces bestuurt. Bovendien kan een deel van de transactieverwerking worden uitbesteed aan derden over de hele wereld.

Financiële dienstverleners krijgen hierdoor de mogelijkheid zich te specialiseren op hun sterkste kwaliteiten, waarbij alle overige activiteiten worden uitbesteed. Omgekeerd zullen werkzaamheden waarin de betreffende instelling excelleert, worden aangetrokken waardoor schaalvoordelen en additionele omzet ontstaan.

Na deze stevige New Economy kost werd het tijd voor een good old economy hap: de broodjeslunch compleet met melk en kroketten.

Na dit intermezzo volgde een korte gelukwens door de sponsor van het symposium, de heer D. van den Brink, lid van de Raad van Bestuur en hoofd Asset Management van ABN AMRO Bank, aan het adres van de jarige VBA en haar leden.

Daarna werd het symposiumprogramma weer opgepakt met een presentatie door ASML, Neerlands nationale trots en wereldleider op het gebied van de lithografische productie van microprocessoren. Chips vormen immers de bouwstenen van de New Economy. In een boeiend overzicht nam de heer Rob Verstraelen van ASML de luisteraars mee door de geschiedenis van de rekenmachine in het algemeen en de vervaardiging van chips in het bijzonder. Tussen de Chinese abacus van 5000 jaar geleden en de supercomputer van nu ligt een lange weg die met name de laatste vijftig jaar stijl omhoog voert. Dankzij de uitvinding van de transistor in 1959 en de geïntegreerde schakeling (IC) in 1961 raakte de ontwikkelingen in een stroomversnelling. Dat geldt ook voor het lithografisch proces waarmee chips worden geproduceerd. Inmiddels werkt de industrie met spoorbreedtes van 0,18 micron, de lengte die gras in minder dan vijf seconden groeit. Daarmee wordt het mogelijk om steeds meer functionaliteit en snelheid in één enkele chip te bakken tegen voortdurend lagere kosten. Door de continue ontwikkeling van nieuwe, nog meer eisende software, de vergroting van de productie-efficiëntie en de scherpe concurrentie lijkt de trend van verdere miniaturisering voorlopig niet te stoppen.

De heer Franki D'Hoore van ASML liet vervolgens zien hoe zijn onderneming sinds 1984 de wereldmarkt heeft veroverd. Meer dan de helft van alle belangrijke halfgeleiderproducenten behoort inmiddels tot de klantenkring, terwijl het marktaandeel na de recente acquisitie van het Amerikaanse SVG de 45% overstijgt. Door de exponentieel oplopende onderzoeks- en ontwikkelkosten nam bovendien het aantal spelers op deze markt af tot slechts vier bedrijven in 2001. De meest geavanceerde technologie, hoge toetredingsdrempels en een kleine kans op baanbrekende technologische doorbraken bieden bovendien ASML een stevige bescherming tegen nieuwe marktpartijen. Voor de komende jaren voorziet D'Hoore een hoog blijvende groei, stijgende investeringen in technologie, de behoefte bij klanten aan totaaloplossingen en een voortgaande consolidatie in de lithografische industrie. ASML acht zichzelf in de positie van winnaar die niet alleen soortgenoten zal overnemen, maar

tevens haar productenpakket zal uitbreiden met aanvullende technologieën en diensten.

Met de heer Felix Lanter van ABN AMRO Asset Management keert het gezelschap terug naar de microkosmos van de belegger. Na de internethype van 1999 kwam de ontzuivering van 2000. De verwachtingen ten aanzien van schaalvoordelen bleken onjuist, terwijl de invoering en acceptatie van internet en gerelateerde activiteiten trager verliep dan verwacht. Daarmee bleek ook de torenhoge waardering van veel aandelen uit de New Economy onhoudbaar en spatte de zeepbel uiteen.

Hoewel de hype ten einde kwam, blijft het fundament van de New Economy overeind. Bedrijfs grenzen vervagen, de integratie tussen ondernemingen neemt toe, productcycli worden korter, de fysieke locatie wordt steeds minder belangrijk en organisatorische structuren komen onder druk. Ondernemingen moeten beschikbare kennis beter gebruiken dan tot nog toe en zich volledig klantgericht opstellen.

Beleggers dienen zich te richten op de drie typen bedrijven die te zamen de New Economy mogelijk maken. Aan de basis staan de, vooral Amerikaanse, infrastructuurbouwers. De volgende categorie betreft bedrijven die gebruikerstechnologieën voor toepassingen ontwikkelen (*enabling*). Hiertoe behoort onder meer de telecommunicatie-industrie. Als derde golf onderscheidt Lanter gebruikers die de faciliteiten exploiteren.

Geen symposium is succesvol zonder spreker die de knuppels met bosjes in het hoenderhok strooien. Professor Arjen van Witteloostuijn van de Rijksuniversiteit Groningen kweet zich schijnbaar moeiteloos en uiterst flamboyant van deze schone taak. Wie tegen deze tijd nog in het paradijs van de New Economy geloofde, werd door zijn betoog wrede uit het hof van eden verdreven. Niets bleef heel van alle vooroordelen over de verworvenheden van de netwerkeconomie.

In de eerste plaats toonde Van Witteloostuijn aan dat de New Economy gewoon gehoorzaamt aan de aloude economische wetten. Door de eeuwen heen golden reeds lage marginale productiekosten, hoge gebruikersoverstapkosten, netwerkvoordelen, asymmetrische producenteninformatie (de verkoper weet meer dan de koper) en problemen bij de bescherming van revenuen. Ook de oude beperkingen blijven geldig in de New Economy. Tijd-, capaciteits-, informatie-, geld- en ervaringsgebrek treden ook nu op. Daarbij ontstaan opnieuw de oude paradoxen. Zo gaan de transactiekosten omhoog door extra intermediairs die de gebruiker moet helpen met zijn moeilijke keuzes. De diversiteit van het aanbod stijgt immers explosief. In tegenstelling tot de algemene vooroordelen neemt de

concurrentie niet toe, maar juist af. Consolidatie en allianties zorgen voor schaalvoordelen. Mondialisering en netwerkmonopolies verminderen de margedruk. Tenslotte neemt door het toenemend aantal markten waarop partijen elkaar ontmoeten de neiging tot prijsoorlogen af en de tendens tot kartelvorming toe. Voor de liefhebbers van scrabble heet dit verschijnsel in de economische literatuur multicontactmarktenkartelvorming.

Daarenboven heeft de New Economy nog andere schaduwkanten. Door de stortvloed aan informatie neemt enerzijds het optimisme bij beleggers toe, maar ontstaat anderzijds een aanzienlijk hogere volatiliteit op de financiële markten. Kuddegedrag, onrealistische waarderingen, overdrijving naar boven en beneden, korte termijn oriëntatie en beïnvloeding door de media, met name de televisie, zorgen voor schokken op de aandelenmarkten.

In het bedrijfsleven doen zich eveneens nieuwe onzekerheden voor. Door het voortdurend saneren, ook van winstgevendende ondernemingen, neemt de loyaliteit van personeel af. Bovendien besteden medewerkers meer tijd aan onproductief gebruik van internet en e-mail. Dat noopt tot meer controle. Daarnaast zorgt de onderlinge afhankelijkheid van bedrijven in combinatie met het minimaliseren van voorraden tot schoksgewijze aanpassingen op economische ontwikkelingen. In tegenstelling tot vroeger ontbreken buffers, wat de cyclische bewegingen in de economie versterkt. Bovendien leidt het moderne *machomanagement* van ondernemers tot het beperken van investeringen met een lange termijn oogmerk, aangezien die in eerste instantie de winst drukken. Op den duur zal dat het technologische innovatieproces tegenwerken. Per saldo resulteert uit de combinatie van het neoliberalisme, het machomanagement en de e-revolutie een oneerlijke instabiliteit op maatschappelijk niveau. Die

dreigt uit te monden in een mentaliteit van “Ieder voor zich en God voor ons allen”, waarbij veel nooit genoeg lijkt.

Nadat de aanwezigen met behulp van de theepauze weer enigszins van deze schokkende ervaring waren hersteld, volgde een vijftal door VBA commissies verzorgde parallelle sessie.

De *Dutch Commission on Bonds* belichtte “De vastrentende belegger van morgen”. De Accounting Commissie presenteerde “De toekomst van de bedrijfsinformatie. In haar bijdrage ging de Werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in op de feiten, fictie en praktijk van maatschappelijk beleggen in een New Economy. De Werkgroep ALM liet haar bijdrage verzorgen door Hens Steehouwer van Ortec, terwijl de Werkgroep Benchmarking zich boog over de vraag: “Nieuwe economie, nieuw thema? Een samenvatting van deze bijdragen zal zowel in het VBA Journaal van september als op de VBA web site gepubliceerd worden.

Na deze serieuze arbeid werd het tijd voor feestelijke ontspanning in de vorm van een genoeglijke borrel omlijst met de vrolijke tonen van het Utrechts Saxofoonkwartet. Hierna vertrok het gezelschap naar de drieëntwintigste etage van het hoofdkantoor van ABN AMRO voor het uitstekende dinerbuffet. Een zonnige avondlucht bood de kans op een magnifiek uitzicht over Amsterdam. De verrassing van de avond werd gevormd door het spectaculaire optreden van Mrs. Einstein. Deze fameuze dameszanggroep verzorgde een enthousiast onthaalde show met als hoogtepunt een speciaal voor deze gelegenheid geschreven lied. Rond negen uur keerde iedereen huiswaarts na een geslaagde en interessante dag vol netwerkeffecten en andere verworvenheden van de oude en de nieuwe economie.

### VBA logo

Ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de VBA in 1971 werd een herdenkingsboekje samengesteld waarin de Vereniging ook haar logo presenteerde. De ontwerper heeft de eerste twee letters van de naam van de Vereniging voor Beleggingsanalisten, VBA, samengevoegd. Daarbij symboliseert de verticale balk van het logo het reiken naar hoger, naar beter. De schuine op- en neerwaartse balken van de letter B die in een punt bijeenkomen, staan voor de vooruitstrevendheid. De korte horizontale balk op de letter V ten slotte toont het spiegelbeeld van het wortelteken. Dit geeft aan dat bij het analyseren de wortel bloot gelegd dient te worden. Oorspronkelijk was het logo niet blauw maar wit, geplaatst tegen een lichtgroen fond. Dit symboliseerde het lichtende tegen een achtergrond van hoop en vertrouwen.

