

Stout

41% rendement over de eerste tien maanden van 2007 tegenover 4% voor de MSCI World. Op Fortis OBAM staat dit jaar geen maat. En wie naar de afgelopen jaren kijkt, moet concluderen dat dit jaar eigenlijk niet eens een uitschieter is. Het fonds draait de benchmark en de concurrenten al jaren dol. Hoogste tijd voor een bezoek aan de man die al sinds 1990 aan het roer staat en in die tijd slechts vier jaar de MSCI World Index voor moest laten gaan: Rolf Stout.

door Peter van Kleef en Michiel Pekelharing / fotografie Robert Elsing

Stout is nog maar net terug van een reis naar Bangkok, waar hij het management van diverse bedrijven uit de regio bezoekt. Niet alleen uit Thailand, maar ook uit Maleisië, Singapore en Indonesië. Geen wonder, want de regio Azië is met een weging van 32% zwaar overwogen in de portefeuille van Fortis OBAM. Een land als Indonesië is goed voor ruim 4% van het fondsvermogen van inmiddels 7 miljard euro. Mijnbouw, banken, gasdistributie. "Indonesië was al heel groot in kolen en de groei zou ook enorm zijn, daarom hebben we Bumi Resources gekocht. En dat heeft het heel erg goed gedaan en is veruit onze grootste positie daar. Het land is ook groot in palmolie, maar daar hebben we meer de nadruk gelegd op Maleisië uit duurzaamheidsoverwegingen."

Tijdens zo'n bezoek aan Azië spreekt Stout zowel met bedrijven die al in portefeuille zitten als met bedrijven die door brokers getipt worden en die een interessante invalshoek bieden voor het fonds. Stout koopt zelden bedrijven waarvan hij het management niet gesproken heeft. Een hele klus, met bijna tweehonderd bedrijven in portefeuille.

Wat zijn de criteria waar u naar kijkt in zo'n gesprek. Zoekt u de marktleiders of juist die bedrijven die een luis in de pels van de grote spelers zijn?

"Onze portefeuille bestaat uit een strategisch gedeelte en een tactisch gedeelte. In het strategisch gedeelte zitten de bekende namen, de blue chips. Bedrijven die hun waarde bewezen hebben en waarvan de winstvoorspelbaarheid hoog is. Dat zijn ongeveer veertig aandelen die samen 60% van het vermogen vormen. De holding-periode is zes tot acht jaar. In het tactisch gedeelte dat 40% van het vermogen is, zijn we iets actiever. Daarin spelen we thema's zoals opkomende markten, grondstoffen, alternatieve energie, opkomend Europa, bijvoorbeeld de Balkan. Dat zijn circa honder zestig aandelen waarin ook mid- en smallcap ondernemingen. Je hebt daar een andere risicograad en daarom spreiden we over meer aandelen. Je krijgt dan een portefeuille met een lange staart. Maar de uitslagen in die staart zijn soms onvoorstelbaar groot."



"Qua valuta is China een safe play, dat trekt veel kapitaal aan. Ik verwacht daarom voorlopig geen doorprikken van de bubbel."

“Twee, drie jaar geleden zijn we niet alleen in Indonesië gestapt, maar ook in Korea. We hebben Hyundai Heavy Industries bezocht omdat we voorzagen dat de grondstoffencyclus ook de scheepvaarttarieven zou aanjagen. Die scheepswerven in Korea zijn de beste ter wereld na die van Japan. Hyundai Heavy Industries stond toen genoteerd tegen een belachelijk lage prijs. We hadden toen een kostprijs van 8,2 miljoen en nu is het belang 128 miljoen waard. Veel posities beginnen in de staart en schieten door naar de top van de portefeuille.”

Hyundai Heavy Industries steeg van 8 naar 128 miljoen in uw portefeuille. Hebt u nooit winst afgeroomd?

“Het probleem is dat opkomende markten het zo goed doen, ook buiten Azië. De Bovespa is ook verachtvoudigd sinds 2002. Moet je dan gaan verkopen? Ja, de wegingen gaan uit elkaar lopen, dat is het probleem. Maar ik heb er heel veel moeite mee om dan te zeggen: ik ga bedrijven waar het bedrijfsmatig hartstikke goed gaat en de koersontwikkeling ook verkopen, om achterblijvers te kopen. Daar komt het dan toch op neer? Maar daardoor zitten we nu wel voor zo'n 33% in Azië, ja.”

Maar het gevolg is wel dat Fortis OBAM van november 2007 nauwelijks meer te vergelijken is met het Fortis OBAM van 2002...

“Toen ik OBAM overnam in 1990 waren de defensieve sectoren veruit het grootste in de portefeuille. Begin 2006 hadden we ook zo'n correctie en riep iedereen dat je uit al die cyclische sectoren moest vluchten. Je moest Farma, Financiële waarden en Niet-duurzame Consumptiegoederen hebben. Kijk je nu wat die drie sectoren hebben gedaan in de afgelopen anderhalf jaar, dan zou je portefeuille ondanks de formidabele bullmarkt in de min staan. Lang leve de lol in de defensieve sector.”

Op basis waarvan heeft u de beslissing genomen om onderwogen in Financials te gaan?

“Vorig jaar was die bubbel in de hypotheekmarkt al zichtbaar en riepen al mensen: die markt gaat ploffen. Maar je weet nooit wanneer het gebeurt en ondertussen staan de beurskoersen een stuk hoger dan toen. Maar we zijn vooral onderwogen gegaan in Financials omdat we een hogere rente verwachtten. En omdat de yield curve aflakte en dat is nooit goed geweest voor banken.”

U noemt opkomend Europa als één van de huidige thema's, maar zijn die beurzen niet veel te klein voor een miljardenfonds?

“Wij beleggen er niet rechtstreeks maar in een aantal bedrijven die een hoge exposure hebben naar Roemenië, Bulgarije en Servië. Sprider bijvoorbeeld, een detailhandelsketen met veel vestigingen in Griekenland, maar zij betreden nu ook die andere drie landen. Dat bedrijf groeit gigantisch hard. Sprider is verdrievoudigd in het afgelopen jaar. Neochimiki is een ander voorbeeld. Een Grieks chemiebedrijf dat zich hard ontwikkelt,

Moeder-overste

De Onderlinge Beleggings en Administratie Maatschappij (OBAM) dateert uit 1936, toen enkele Franse nonnenkloosters in ons land vreesden dat hun vermogen zou worden geconfisqueerd door de Nederlandse overheid. Zij zochten een veilig onderkomen van hun kapitaal en vonden dit in de oprichting van OBAM.

Het fonds kreeg achttien jaar later (1954) een eerste beursnotering. Wie destijds 10.000 euro zou hebben geïnvesteerd, zou nu bijna 2,5 miljoen euro hebben, met dank aan een gemiddeld jaarrendement van 13%. Rolf Stout is pas de vijfde fondsbeheerder sinds de oprichting in 1936. De eerste fondsbeheerder was – kent u 'm nog? – mr. J.G.A. Baron Sirtema van Grovestins. Stout hoeft niet meer, zoals zijn voorgangers, één keer per jaar verantwoording af te leggen aan de moeder-overste van het klooster. Hoewel de roots nog niet helemaal naar de achtergrond verdwenen zijn. Zo hapt Stout nog regelmatig een broodje met de eerste OBAM-directeur.

“Iedereen gaat een keer ongelijk krijgen, maar voorlopig zal het moeilijk worden om ons in te halen.”

heeft het concern gesplitst en Alapis opgenomen. Neochimiki zit in de bulkchemicaliën en agri-chemicaliën. Alapis is afgesplitst en houdt zich bezig met de productie en distributie van wasmiddelen in Oost-Europa. Ze maken voor grote merken als Unilever, Procter & Gamble en Metro de compounds en distributie van de wasmiddelen in Oost-Europa en zelfs Oekraïne en Wit-Rusland. Maar ze maken ook de bulkchemicaliën voor geneesmiddelen. En dat is een enorme groeiemarkt omdat die industrie op de schop gaat. In Griekenland waren tot voor kort de prijzen voor generieke medicijnen bijna hetzelfde als merkmedicijnen. Dat systeem is doorbroken en dat zorgt voor een enorme groei in generieke geneesmiddelen en daar is Alapis ingestapt. Via Alapis, Neochimiki en Sprider heb ik een hele hoge exposure naar de regio, zonder dat ik direct in beurzen zit. In Sofia en Boekarest weet je nooit helemaal waar je aan begint. De Griekse markt is een relatief kleine markt, waar veel geprivatiseerd wordt en waar onroerend goed een aanjager van de economie is naar Spaans voorbeeld. Je ziet in Griekenland dezelfde inhaalslag met dank aan de euro en daardoor de dalende rente als eerder in Spanje. Alleen hebben ze daar de oververhitting die we in Spanje gezien hebben nog niet.”

In de portefeuille ligt de nadruk nu op groeiaandelen. Gaat u daarin verandering aanbrengen als de markt naar value beweegt?

“We zijn altijd meer value-gericht geweest. Maar het verschil tussen value en groei is niet zo uitgesproken meer als in het verleden. Die sectorbewegingen worden meer bepaald door andere criteria. Het is altijd groei geweest en toch staan ze dicht genoteerd tegen gemiddelde koers-winstverhoudingen van de hele markt. Ik hecht niet meer zo sterk aan het verschil tussen value en groei. Neochimiki en Alapis nemen fabrieken over in Bulgarije tegen relatief lage investeringen. Ik zou zulke bedrijven dan liever groei-bedrijven willen noemen, ook al geldt hun sector misschien als value.”

Maar hoe snel kunt u sowieso nog tussen sectoren switchen, met 7 miljard euro in het fonds als de omstandigheden daarom vragen?

“Wij doen dat nooit heel snel, maar stapsgewijs. Je weet toch nooit wat het juiste uitstapmoment is. Dat geldt ook voor het kopen van aandelen, we middelen altijd de aan- en verkopen. Het gaat om onze langetermijnzinswijze, dus dat is niet erg. We hebben natuurlijk wel berekend hoe groot we kunnen worden, omdat we ook in mid- en smallcaps beleggen. Boven de 10 à 12 miljard zouden er beperkingen kunnen ontstaan in sommige gevallen. We willen daar wel meer rekening mee gaan houden. Je wilt nooit *locked in* zijn in kleine fondsen. Je moet trouwens niet alleen naar beurswaarde kijken, het gaat ook om de beursomzettingen en *free float*.”

En dan, we kunnen er niet om heen, zit Fortis OBAM ook stevig in de ‘bubbelmarkten’ China en India. Dat klinkt best gevaarlijk.

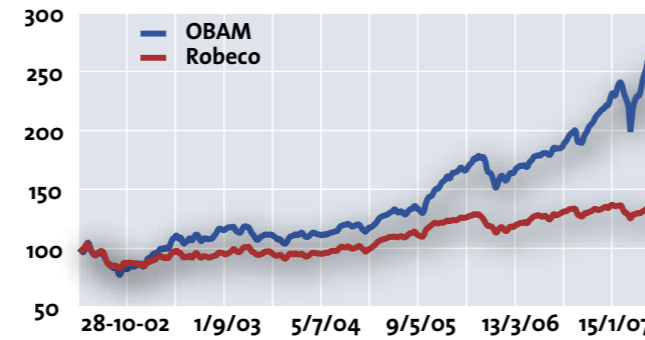
“We zitten niet direct in China, maar beleggen in de H-shares op de beurs van Hongkong. Daar voel ik me prima bij omdat de waarderingen een stuk lager zijn dan de A- en B-aandelen en ik denk dat die naar elkaar toe gaan groeien. Omdat het geld van binnenlandse beleggers nu ook buiten de landsgrenzen belegd mag worden vooral naar H-aandelen zal vloeien. We zitten nu voor 11% in Hongkong, plus 2% in futures op die beurs. Chalco, China Coal maar ook onroerend goed. IPO's doen we incidenteel aan mee, want als het een slecht aandeel is krijg je er meer dan je wilt en bij een goed aandeel krijg je er te weinig.”

“In India zit ik niet, misschien is dat een gemis. Die markt wordt nog meer gedreven door binnenlandse vraag. Maar het nadeel is dat er geen sprake is van een echte middenklasse en dat is wel van belang voor een goed verdeelde groei. In China en de rest van Azië is het beter verdeeld over alle inkomensklassen. In India is er meer sprake van een bubbel dan in China. Qua valuta is China een *safe play*, dat trekt veel kapitaal aan. Ik verwacht daarom voorlopig geen doorprikken van de bubbel. Maar ik hoop wel dat de waarderingen minder hard omhoog gaan, enerzijds omdat er meer aandelen op de beurs komen en hopelijk ook doordat een deel van die liquiditeit naar Hongkong stroomt.”

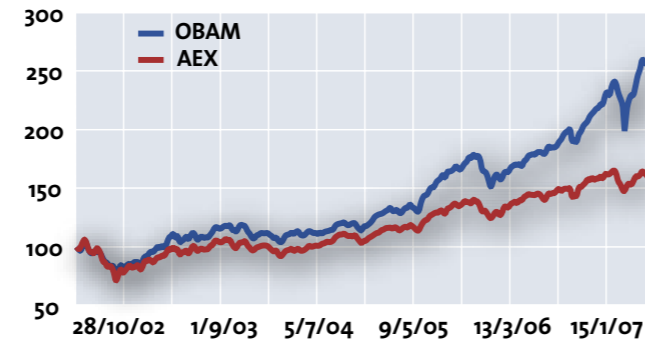
OBAM VERSLAAT MSCI MET 37% IN 2007



OBAM NEEMT AFSCHEID VAN ROBECO



OOK DE AEX BLIJFT ACHTER BIJ OBAM



Is het idee dat Azië (en andere opkomende markten) high risk-markten zijn een perceptie. Een hardnekkig vooroordeel dat veel beleggers en fondsbeheerders lelijk in de weg staat?

“Ik denk dat het voor een gedeelte perceptie is, een westerse bias. Wie laat nu de bubbel in de kredietverlening ontstaan? Heel duidelijk het Westen. Amerika? Ja, maar waar worden de grootste verliezen geleden? Bij UBS, Deutsche Bank... en het komende halfjaar gaan we daar meer van zien. Wie is er nou het meest onverantwoord bezig geweest: Azië of de Verenigde Staten met Europa. Volgens mij de laatste optie. Je kunt gerust RDS kopen, maar Petrochina is nu het grootste energieconcern. De koers is gigantisch opgelopen, maar de groei is ook enorm. Ze hebben een aantal veelbelovende vondsten in China zelf gedaan. Ja, als je kijkt naar de waardering van emerging

markets dan heeft die nog nooit eerder zo hoog gestaan, maar kijk je op basis van PEG-ratio dan is Azië nog steeds een stuk goedkoper dan Europa. De corporate governance is er nog slecht, maar verbetert wel, terwijl ik het idee heb dat die in de Verenigde Staten de afgelopen tien jaar juist verminderd is. In Japan zijn aandeelhoudersrechten alleen maar teruggelopen, ook dit jaar. Alle voorstellen van aandeelhouders worden daar zó van tafel geveegd. Je moet Azië niet meer zien als zo extreem risicovol als in het verleden. Met de groei van de economie en het bredere draagvlak ervan, zullen de ups en downs ook minder groot worden. Maar op dit moment gaat het wel heel erg snel, ja.”

Opvallend is dat zowel bij Offshore als bij Financials de grootste posities voor Nederlandse bedrijven zijn weggelegd: SBM Offshore, Fugro en (tot voor kort) ABN Amro.

“We hebben een overweging in Nederland, die de laatste jaren weliswaar iets kleiner is geworden. Maar de prestaties met onze Nederlandse stockpicks zijn traditioneel uitstekend. Vorig jaar hebben we er drie gekocht: SBM Offshore, Fugro en Boskalis. Dit jaar hadden we de mazzel in januari Aegon uit de portefeuille te gooien en daarvan een gedeelte in ABN Amro te beleggen. Nee, niet op advies van meneer Votron... Zoveel geluk moet je een keer hebben. Omdat we ook in de net iets minder grote bedrijven beleggen, zien we ook aandelen door overnames uit onze portefeuille verdwijnen. In de afgelopen twaalf maanden verdwenen Inco, Phelps Dodge, ABN Amro, HCA, Corus en nog een paar. Dat is mooi meegenomen, hoewel we er niet op speculeren. Totaal voor 300 miljoen, zo'n 6 à 8% van de portefeuille.”

Er zijn vakbroeders van u die Fortis OBAM flinke tikken zien krijgen in de nabije toekomst. De grote bets die Rolf Stout neemt, keren zich op een kwade dag tegen hem..

“Ik kreeg vorig jaar een FD/Morningstar Award uitgereikt en toen zei een fondsbeheerder tegen mij: ‘Puur geluk!’. Het enige waar ik dan op wijs is dat ik in zeventien jaar OBAM vier keer een underperformance had en wij sinds die opmerking dit jaar weer een outperformance van 35% hebben. Dan kun je een stootje hebben. Het tij zal best eens keren, maar ondertussen liggen we mijlenver op iedereen voor en alles wat een benchmark-strategie aanhangt zal ons nooit of te nimmer nog in kunnen halen want over die zeventien jaar is de MSCI-index met 300% gestegen en OBAM met 800%. Nou, dan zeg ik: ga maar lekker index-plus beleggen en dan mag je hopen dat je het nog beter doet dan de index.”

“Iedereen gaat een keer ongelijk krijgen, maar voorlopig zal het moeilijk worden om ons in te halen. Dus in welk fonds wil je dan zitten? Wat mij hoog zit, is dat sommige mensen zeggen: wacht maar, boontje komt om z'n loontje. Als je kijkt naar onze grafiek en het beperkt aantal jaren dat we het minder doen dan de index of concurrenten, dan zijn dat statistisch



“Ik hecht niet meer zo sterk aan het verschil tussen value en groei.”

significante cijfers zijn. Dat is even voor iedereen die in kwantitatieve modellen gelooft. Het is jammer dat er geen turbo short op Fortis OBAM is, dat zou een mooi instrument zijn voor degenen die op die kwade dag wachten.”

Fortis OBAM heeft onder uw leiding 800% rendement gerealiseerd. Hoe groot is daarin de Stout-factor en wat gebeurt er na het Tijdperk Stout?

“Er is een aantal redenen voor die performance. Ten eerste onze langetermijnvisie. Als je je richt op de lange termijn, doe je het op de korte termijn vaak ook niet slecht. Je omzetsnelheid is dan laag en je hoeft de markt niet achterna te lopen, waarmee je alleen maar rendement inlevert. We kunnen hele uitgesproken keuzes maken waarbij we gesteund worden door een onafhankelijke raad van commissarissen waar niemand van Fortis zelf in zit. Voorlopig heb ik het nog prima naar mijn zin en is er nog geen pensioendatum geprikt. De meeste beslissingen nemen we nu al als team – min of meer. Dus als ik wegval, is de kennis gewoon in huis.”