

duurt voordat voorraden verkocht en afgerekend zijn. "Als de voorraden groeien, is dit vaak een signaal dat producten minder in trek zijn bij klanten en dat is geen goed teken", aldus de beleggingsstrategie.

De andere drie zaken die Montier bekijkt zijn het verschil tussen de winst en de cash flow (te groot is niet goed), de manier waarop een bedrijf omgaat met afschrijvingen en of een topman de drang heeft om veel (grote) overnames te doen.

Voor elk van de zes elementen krijgt de onderneming één punt als er reden tot zorg is. Als bijvoorbeeld de voorraden ten opzichte van de omzet oplopen, krijgt de onderneming op deze deelscore 1 punt. Bij een totaalscore van zes gaan de alarmbellen af. Bij een totaalscore van 0 punten ziet Montier geen bewijs van winstmanipulatie.

DE PRAKTIJK

Om zijn methode te testen, analyseerde Montier de rendementen van Amerikaanse en Europese bedrijven met een verschillende C-score tussen 1993 en 2007. Achterliggende gedachte is dat aandelen van frauderende bedrijven op termijn – na ontmaskering – diep wegzakken.

In de Verenigde Staten deden aandelen met een hoge C-score (5 of 6 punten) het beroerd met een rendement dat per jaar ongeveer 8 procent lager lag dan het indexgemiddelde. Europese bedrijven deden het met een rendement dat 5 procent per jaar lager lag dan het marktgemiddelde ook niet al te best.

De rendementen worden nog beroerder als de score wordt losgelaten op bedrijven met een hoge waardering, bedrijven waarvan de aandelenkoers minstens 2 keer zo hoog is als de omzet (per aandeel).

Bij deze dure "hoogvliegers" zou de verleiding om te frauderen groot kunnen zijn omdat de bedrijven in kwestie er veel aan gelegen is hun glamourstatus te behouden. Maar als beleggers erachter komen

OVERNAMEMACHINE AALBERTS GETEST

Hét voorbeeld van onthulde fraude op de Amsterdamse beurs in 2013 was zonder twijfel Imtech, waar grootschalige cijferzwendelarij in onder meer Polen en Duitsland onopgemerkt bleef op het hoofdkantoor in Gouda omdat controlemechanismen niet goed functioneerden.

Imtech was een bedrijf dat jarenlang wist te groeien door andere bedrijven op te kopen. Naar nu blijkt is die snelle groei ten koste gegaan van de controlemechanismen. Ook Aalberts Industries, al jaren een geliefd bedrijf onder beleggers, is bekend om zijn vele overnames. Maakt dat het bedrijf kwetsbaar? We laten de C-score ter illustratie los op het technisch conglomeraat.

1 Begint de nettowinst af te kijken van de operationele kasstroom?

	2010	2011	2012
Nettowinst	106.4	131.6	131.6
operationele kasstroom	185.4	202.4	197.9
Afwijking	-43%	-35%	-34%

*bedragen in tabellen in miljoenen.

In de laatste drie jaar groeit de nettowinst van Aalberts juist steeds meer richting de operationele kasstroom toe. **Positief en dus 0 punten.**

2 Neemt de Days Sales Outstanding (DSO) toe (debiteuren gedeeld door gemiddelde omzet per dag)?

	2010	2011	2012
Debiteuren	199.9	199.2	204.7
Gem. omzet per dag	4.6	5.3	5.5
DSO	43.4	37.5	36.9

Aalberts heeft weinig last van klanten die hun rekeningen niet of later

dat zij bij de neus zijn genomen, is de koersklap hard. Uit rendementscijfers blijkt dat zowel in de Verenigde Staten als in Europa aandelen met een hoge C-score en een hoge waardering inderdaad buitengewoon slecht presteerden.

betalen. In de laatste drie jaar daalt de Days Sales Outstanding ieder jaar iets. **0 punten.**

3 Groeit de Days Sales of Inventory (DSI) (voorraden gedeeld door gemiddelde omzet per dag)?

	2010	2011	2012
Voorraden	386.7	421.1	428.2
Gem. omzet per dag	4.6	5.3	5.5
DSI	83.9	79.3	77.2

Het aantal dagen dat het duurt voordat voorraad is omgezet in verkopen daalt in de afgelopen drie jaar. Dit geeft aan dat er geen tekenen zijn dat de producten van Aalberts minder in trek zijn bij klanten. **0 punten.**

4 Neemt de post overige vlottende activa als percentage van de omzet toe?

	2010	2011	2012
Overige vlottende activa	30.65	27.9	29.6
Omzet	1682.8	1937.4	2024.5
Percentage	1.82%	1.44%	1.46%

Sommige financieel directeurs proberen beleggers die kijken naar DSO en DSI te misleiden, en verstoppen grotere voorraden en hogere debiteuren in de post "overige vlottende activa". Bij Aalberts stijgen de overige vlottende activa als percentage van de omzet nauwelijks. **0 punten.**

KANTTEKENING

Beleggers die zeperds willen vermijden, doen er dus goed aan uit te kijken voor aandelen met een hoge C-score. Toch geeft Montier aan dat zijn score een eerste stap moet zijn voor wie een frauderende topman

5 Nemen de afschrijvingen ten opzichte van en machines af?

	2010	2011	2012
Afschrijvingen	68.3	70.6	77
Boekwaarde fabrieken en machines	530.4	565.3	592.4
Percentage	12.9%	12.5%	13.0%

Topmannen kunnen de afschrijvingen drukken (en zo de winst een impuls geven) door de gebruiksduur van machines op te rekken. Aalberts lijkt niet aan deze praktijk te doen, omdat de afschrijvingen als percentage van de boekwaarde van fabrieken en machines in 2012 iets steeg. **0 Punten.**

6 Groeit het balanstotaal van de onderneming hard?

2012 was een rustig jaar voor Aalberts wat overnames betreft. Maar in 2011 groeide het balanstotaal met bijna 9 procent tot dik 1,9 miljard euro. Montier is erg huiverig voor topmannen die meer overnames doen dan zij kunnen verhapstukken. **1 punt.**

CONCLUSIE

Aalberts heeft een C-score van 1 punt vanwege een stevige overnamedrift. Bij de andere 5 elementen scoort het concern goed, waardoor er geen signalen zijn dat er iets niet in de haak is.

wil ontmaskeren. Vergeet daarbij niet dat het een ruw middel is om een waterscheiding aan te brengen: het is zeker niet uitgesloten dat bedrijven met een lage C-score de kluit (ook) belazeren. Tegen pure fraude is geen kruid gewassen.