

**R**uim de helft van de Damrak-bedrijven blijkt niet structureel in staat een rendement op geïnvesteerd kapitaal te boeken dat boven de minimale rendementseis van kapitaalverschaffers ligt. Het Damrak staat niet alleen. Ook het merendeel van de Europese, Amerikaanse en Japanse bedrijven is niet in staat duurzame waarde te creëren. Succes is vaak tijdelijk, het trekt concurrenten en imitators aan.

**ONGELIJK VERDEELD**

Toch laat een analyse van het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) van Nederlandse beursfondsen zien dat deze wet van de economische zwaartekracht niet helemaal onpartijdig is. De pijn concentreert zich in enkele sectoren. Zo is het voor bouw- en grondstoffenbedrijven al jaren sappelen. Natuurlijk speelt de grondstofcrisis een rol, maar giganten als Shell (ROIC: -4,6 procent) en ArcelorMittal (-12,1 procent) maakten ook toen grondstofmarkten er beter voorstonden hun kapitaalkosten niet goed.

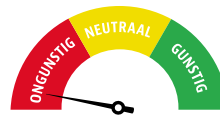
De combinatie van hoge vaste kosten – denk aan mijnen, fabrieken

en boorinstallaties – en het gegeven dat zij geen enkele invloed hebben op de prijs van het eindproduct maken hen kwetsbaar. Uiteindelijk bepaalt de prijs van staal en olie het bedrag dat onderaan de streep overblijft. De magere langetermijnrendementsdoelstelling van 10 procent ROIC verraadt dat Shell-topman Ben van Beurden op de hoogte is van deze economische realiteit (doelstelling: 2019-2021). Naast stevige bezuinigingen, geeft Shell aan dat ook de olieprijs moet stijgen tot 60 dollar per vat voordat de rendementshorde genomen kan worden.

De rendementen op geïnvesteerd kapitaal op basis van de laatst gepresenteerde cijfers van Fugro (-26,2 procent), SBM Offshore (2,0 procent) en Boskalis (6,9 procent) laten zien dat dit eigenlijk ook grondstofbedrijven zijn. De cijfers van eerdere jaren tonen aan dat het lastig is voor deze bedrijven om structureel waarde te creëren.

**BESTENDIGE TRUCJES**

De kernvraag is hoe het kan dat sommige bedrijven de wetten van het kapitalisme weten te tarten en lange tijd een hoog rendement op



**‘DE MAGERE LANGETERMIJN-RENDEMENTS-DOELSTELLING VAN 10 PROCENT ROIC VERRAADT DAT SHELL-TOPMAN BEN VAN BEURDEN OP DE HOOGTE IS VAN DEZE ECONOMISCHE REALITEIT’**

geïnvesteerd kapitaal realiseren?

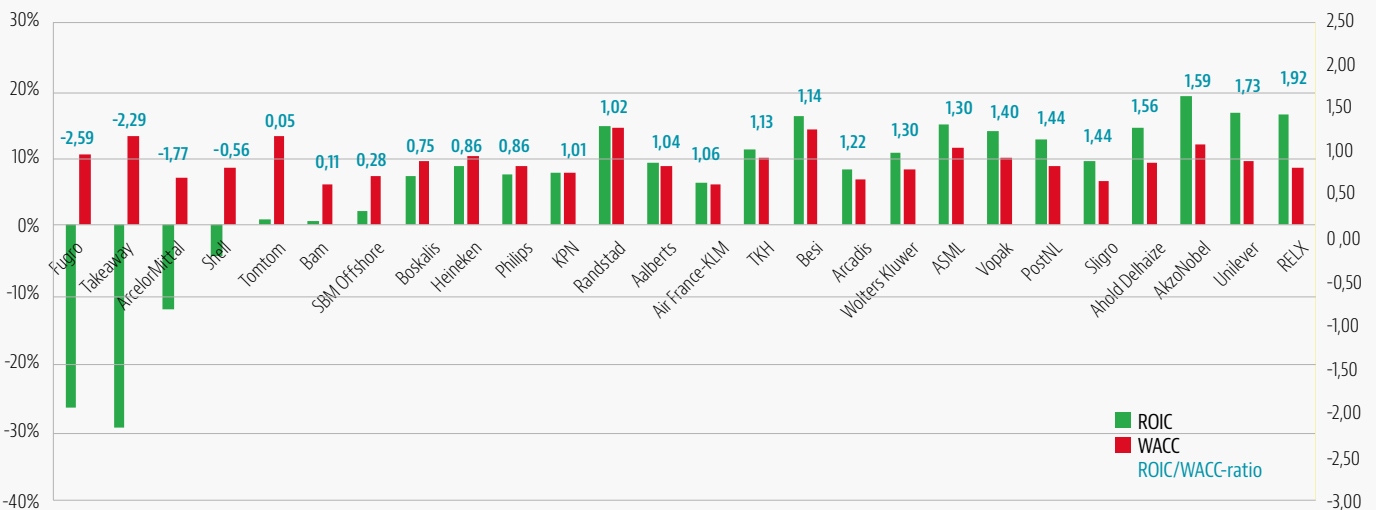
Pat Dorsey, tot 2011 hoofdanalist bij het Amerikaanse analistenhuis Morningstar en nu vermogensbeheerder, analyseerde wat deze hoogvliegers gemeen hebben en identificeerde vijf duurzame concurrentievoordelen. Deze voordelen houden concurrenten buiten de deur, zoals een slotgracht een kasteel beschermt.

De vijf duurzame concurrentievoordelen krijgen een prominente plek in de VEB Barometer, een nieuw initiatief van de VEB waarmee Nederlandse beursfondsen worden beoordeeld op 7 criteria die iets zeggen over het lange termijn rendementspotentieel (zie “De VEB-Barometer in een notendop”).

**1 CONCURRENTIEVOORDEEL: IMMATERIEËLE ACTIVA**

Niet alle zachte bezittingen creëren een langdurig concurrentievoordeel. Zo lopen patenten af – denk aan de omzetskrimp in de jaren nadat Pfizer het alleenrecht om cholesterolverlager Lipitor te maken verloor in 2011. Ook zijn nieuwe technologieën al snel niet meer zo nieuw – denk aan de dvd-spelers van Philips of het

**VAN SCHLEMIEL NAAR RENDEMENTTOPPER**



De ROIC is het rendement op geïnvesteerd kapitaal. De WACC staat voor de kostenvoet van kapitaal. Het verhoudingsgetal van de twee getallen – de ROIC/WACC-ratio, blauw in tabel – geeft weer of een bedrijf in staat is waarde te creëren. Bij een waarde van onder de één vernietigt het bedrijf waarde en bij een waarde van meer dan één is sprake van waardecreatie. Bedrijven helemaal links vernietigen waarde en bedrijven helemaal rechts creëren het.