



TRESOR CAPITAL
— INVESTMENT BOUTIQUE —

WHITEPAPER
SKIN IN THE GAME

Inhoudsopgave

I. Skin In The Game	2
A. Aandelen.....	3
B. Beleggingsfondsen.....	6
II. Skin In The Game Bij Tresor Capital	7
A. Skin In The Game Van De Partners.....	7
III. Over Tresor Capital	8

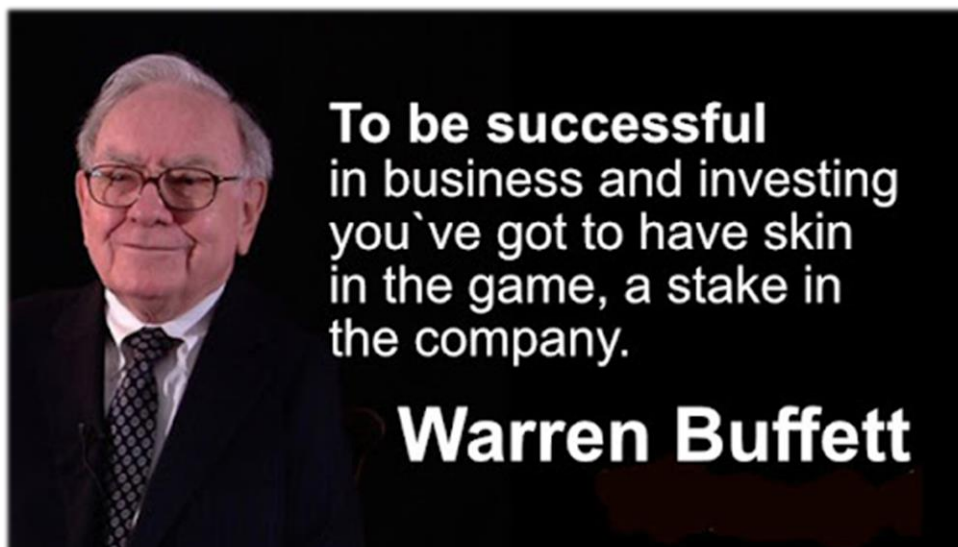
I. Skin In The Game

De term “skin in the game” wordt toegeschreven aan de gelouterde belegger Warren Buffett, die met zijn investeringsholding Berkshire Hathaway de uitzonderlijke prestatie heeft gerealiseerd om sinds 1965 een rendement van meer dan 20% per jaar te behalen, waarmee hij de beurs ruimschoots heeft verslagen. Kortom, als Buffett iets zegt, dan luisteren beleggers.

Skin in the game betekent dat de insiders van een bedrijf of beleggingsfonds zelf ook in het eigen bedrijf of fonds investeren. Insiders kunnen directieleden of commissarissen zijn, maar bijvoorbeeld ook een ondernemer die het bedrijf heeft opgericht, diens familie, of een referentieaandeelhouder die een aanmerkelijk belang heeft genomen.

Een Engelse term die hetzelfde aanduidt is “eat your own cooking”. Niemand wil in een restaurant eten waar de chef-kok de door hem/haar bereide maaltijden niet nuttigt. In het Nederlands wordt ook wel gezegd dat men iets te verliezen heeft.

Als het eigen kapitaal van een manager verbonden is aan het succes van de onderneming, resulteert dat simpelweg in een andere denkwijze dan wanneer het kapitaal van derden betreft.



Skin in the game garandeert een gelijk speelveld. De insiders hebben namelijk unieke kennis over de bedrijfsvoering, waar externe beleggers niet over beschikken. Zij kunnen de bedrijfsvoering naar hun hand zetten en hebben mogelijk doelen of wensen die hun eigen belang dienen, maar die niet in het belang zijn van hun aandeelhouders. Er kan zelfs sprake zijn van beslissingen die schadelijk zijn voor externe aandeelhouders, of controverses die men liever in de doofpot stopt.

Skin in the game zorgt dus voor een juiste afstemming van de belangen. De (financiële) belangen van de insiders worden daardoor gelijkgesteld met die van externe aandeelhouders. Als een onderneming goed presteert, plukken zowel de insiders als de externe aandeelhouders daar de vruchten van. Als een onderneming minder succesvol is, voelen de insiders dezelfde pijn in hun portemonnee als de externe aandeelhouders. Dat is een zeer sterke motivator voor eenieder.

A. Aandelen

Bedrijven waar een familie of referentieaandeelhouder aanwezig is, presteren volgens onderzoek beter dan de gemiddelde beurs. Daar liggen diverse redenen aan ten grondslag.

Skin in the game resulteert erin dat de focus ligt op de lange termijn. Veel ondernemingen gaan gebukt onder een focus op de zeer korte termijn. Onderzoek van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research heeft aangetoond dat 78% van de managers van beursgenoteerde bedrijven lange termijn waardecreatie opofferen voor een stabielere winstontwikkeling.

55% van de managers zonder lange termijn focus geven aan nieuwe projecten uit te stellen om de winstprognoses te halen, zelfs als dat ten koste gaat van aandeelhouderswaarde. Maar liefst 80% van de managers stellen noodzakelijke investeringen uit om hun winstprognoses te behalen.

General Electric: een praktijkvoorbeeld van hoe het niet moet

Onderstaande grafiek toont de lange termijn koersgrafiek van het ooit zo gelauwerde General Electric. Jack Welch was van 1981 tot en met 2001 CEO en voorzitter van General Electric. Hij werd door velen geprezen als een van de beste managers ter wereld, omdat hij altijd de winstverwachtingen van Wall Street wist te overtreffen, hetgeen zich enige tijd vertaalde in een hogere beurskoers.

Dat werd echter bereikt door een structurele focus op de korte termijn, waardoor de gehele organisatiecultuur doordrenkt was van de boodschap: “we moeten de verwachtingen overtreffen”. Belangrijke investeringen werden uitgesteld en alles werd gedaan om de korte termijn resultaten te optimaliseren. Dit ging ten koste van de lange termijn winstgevendheid en beschadigde de onderneming immens. In een interview in de Financial Times uit 2009 liet Welch weten dat de geobsedeerde focus op de korte termijn een grote fout is geweest.

Het koersverloop van General Electric, weergegeven in onderstaande grafiek, toont de consequenties van een structurele focus op de korte termijn.



Als aandeelhouder ben je er dus allerm minst zeker van dat de managers aan wie je je kapitaal toevertrouwt, daar ook naar beste kunnen mee zullen omgaan. Beleggen doe je per definitie voor de lange termijn, dus het is van wezenlijk belang om die bedrijven te selecteren waar sprake is van skin in the game.

Naast een focus op de lange termijn, zijn bedrijven met skin in the game vaak ook conservatiever. Zo zullen ze niet zo snel een grootschalige overname doen. Volgens de Harvard Business Review ligt het percentage mislukkingen bij grootschalige fusies en overnames tussen de 70% en 90%.

Voor managers is een grote overname vaak een prestigestrijd en een manier om status te verwerven. Dat betekent dat zogenaamde “synergievoordelen” vaak worden overschat en dat men regelmatig te veel betaalt voor een overname, waarbij ook nog eens een grote hoeveelheid schuld wordt gebruikt.

Bij ondernemingen met skin in the game wordt ieder dubbeltje omgedraaid. Een investering wordt in principe pas gedaan als is aangetoond dat dit op langere termijn waarde zal creëren en aan de vooraf vastgestelde rendementseis voldoet. Anders kan het kapitaal beter als dividend worden uitgekeerd.

Investerings en overnames worden bij voorkeur gefinancierd vanuit het eigen vermogen of vanuit de intern gegenereerde winsten, waardoor men in moeilijker economische tijden niet afhankelijk is van de schuldverstrekkers. Insiders die skin in the game hebben zullen wel twee keer nadenken over de succes kans, alvorens ze (mede) hun eigen geld op het spel zetten.

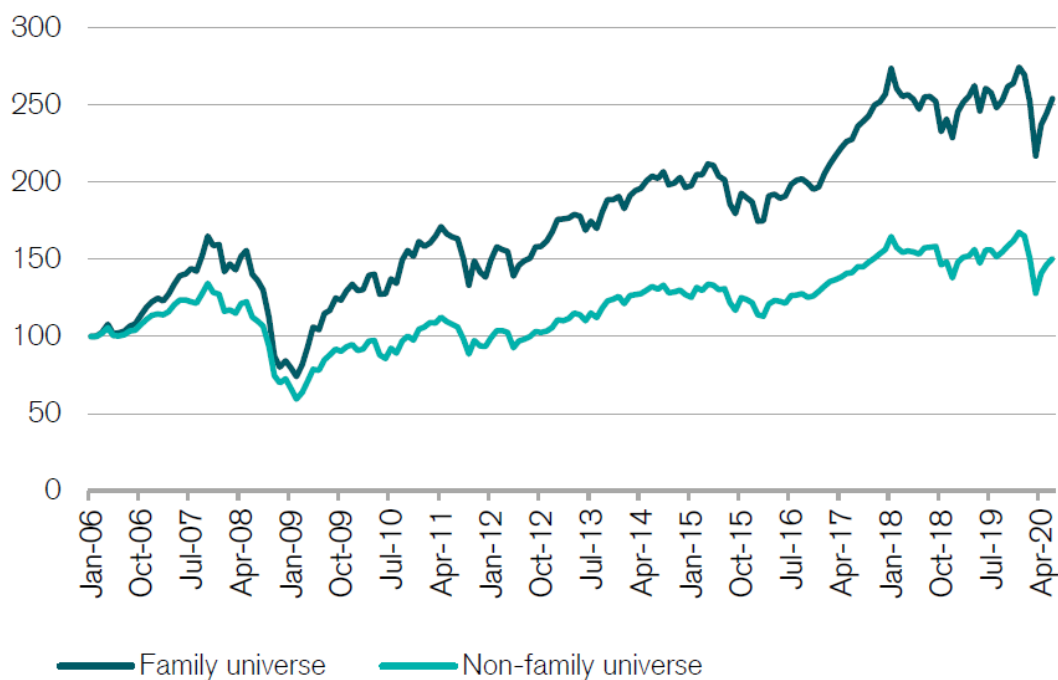
Onderzoek van het McKinsey Global Institute toont aan dat bedrijven met een focus op de langere termijn een duurzamere winstontwikkeling, een hogere winstgevendheid en een beter rendement vertonen, zoals is weergegeven in onderstaande afbeelding.



Het Credit Suisse Research Institute heeft ontdekt dat familiebedrijven, waar per definitie sprake is van skin in the game, een duidelijk beter rendement opleveren dan niet-familiebedrijven. Credit Suisse ziet dezelfde factoren als McKinsey bij familiebedrijven: een focus op de lange termijn, een snellere omzetgroei en een hogere winstgevendheid.

Ook het feit dat familiebedrijven structureel lagere schuld niveaus aanhouden draagt bij aan een gezondere financiële ontwikkeling op de lange termijn. Credit Suisse ziet ook structureel hogere investeringen in onderzoek en ontwikkeling (R&D) bij familiebedrijven.

Figure 4: Market-capitalization-weighted and sector-adjusted returns – family-owned alpha through time



Source Figures 3–4: Credit Suisse Research, Thomson Reuters Datastream

Door de lagere schuld niveaus kan een familiebedrijf door een crisis heen blijven investeren, houdt men de capaciteit in stand en is men trouw aan het personeel, waar de ondernemingen die focussen op de korte termijn juist snijden in de onderzoeks- en ontwikkelingsuitgaven, capaciteit reduceren en personeel de laan uitsturen.

Ondernemingen met skin in the game en een focus op de langere termijn, zoals familiebedrijven, kunnen daardoor zelfs in crisisperiodes blijven groeien, waardoor ze sterker uit de crisis komen. Dat versterkt de observatie dat deze bedrijven op langere termijn veel beter presteren.

B. Beleggingsfondsen

Ook beleggingsfondsen waarbij de fondsmanagers een wezenlijk deel van hun vermogen in het eigen fonds beleggen, presteren op langere termijn beter, zo wijzen diverse onderzoeken uit.

Onderzoek van beleggingsfondsenwebsite Morningstar toont zelfs aan dat skin in the game een van de belangrijkste voorspellende indicatoren is voor het verslaan van zowel de benchmark als fondsen met een soortgelijke strategie in de toekomst.

Tevens ziet Morningstar een tendens dat fondsmanagers die skin in the game hebben langdurig aanblijven als beheerder van het beleggingsfonds, aangezien ze overtuigd zijn van het succes van de strategie. Dat zorgt ook voor een hoge mate van continuïteit voor het fonds, waardoor de kans dat het fonds ook in de toekomst goed blijft presteren groter is.

Predictive Power of Manager Investment

Broad Group	Bucket	Success Rate (%)
U.S. Equity		
	\$0	28.99
	\$1–\$10,000	28.74
	\$10,001–\$50,000	29.65
	\$50,001–\$100,000	33.52
	\$100,001–\$500,000	36.52
	\$500,001–\$1,000,000	31.86
	\$1,000,001 or greater	39.08
Intl Equity		
	\$0	31.52
	\$1–\$10,000	52.17
	\$10,001–\$50,000	34.69
	\$50,001–\$100,000	48.57
	\$100,001–\$500,000	45.71
	\$500,001–\$1,000,000	43.75
	\$1,000,001 or greater	67.86

Source: Morningstar.

II. Skin In The Game Bij Tresor Capital

Als onafhankelijke investment boutique selecteren wij investeringen waar het gedeeld eigenaarschap centraal staat. Dit geldt voor de belangen die de eigenaren van onze investeringen hebben, maar ook voor onze klanten en voor ons als uw partner. Wij zijn de rentmeesters van uw kapitaal.

Dat betekent dat wij enkel zullen investeren in ondernemingen waar de oprichter of diens familie een wezenlijk aandelenbelang hebben, waar een referentieaandeelhouder aanwezig is en/of waar de bestuursleden en commissarissen een wezenlijk deel van hun privévermogen hebben belegd in de aandelen van de onderneming.

Ook bij beleggingsfondsen hanteren wij het skin in the game criterium als een bepalende selectiefactor. De fondsmanagers dienen het gros van hun privévermogen te hebben belegd in het fonds.

Alleen op die manier kunnen wij als investeerders er zeker van zijn dat de belangen van de ondernemings- of fondsleiding gelijkgesteld zijn aan die van ons als externe participanten. Er is dan in optimale vorm sprake van een partnership.

A. Skin In The Game Van De Partners

Om onze filosofie kracht bij te zetten, investeren alle partners van Tresor Capital hun privévermogen in dezelfde opportuniteiten als voor hun klanten. Skin in the game, in optima forma.

Concreet betekent dit dat wij op meerdere manieren skin in the game hebben. Het succes van Tresor Capital is geheel afhankelijk van mond-tot-mondreclame. Onze bestaande klanten zijn onze ambassadeurs. Als wij het niet goed doen voor onze klanten, hebben wij geen bestaansrecht als onderneming.

Het goed doen voor onze klanten betekent het leveren van een excellente service en het selecteren van de beleggingen waarmee de risico-rendementsverhouding wordt geoptimaliseerd. Voordat wij het kapitaal van onze klanten investeren, dienen ook wij als partners van Tresor Capital van de belegging overtuigd te zijn en er met de eigen portemonnee kapitaal aan te committeren. Zo wordt het succes van onze klanten ook ons succes als partners, terwijl wij ook dezelfde pijn voelen als een belegging minder goed uitpakt.

III. Over Tresor Capital

Tresor Capital is een onafhankelijke investment boutique met meer dan 100 jaar cumulatieve expertise in de beleggingsdienstverlening.

Tresor Capital bestaat uit een team van professionals met een brede achtergrond in de financiële wereld. Het team heeft jarenlange ervaring opgedaan bij vooraanstaande internationale banken, vermogensbeheerders en family offices.

Wij zijn gepassioneerde beleggers die volledig in woord en daad achter onze beleggingsfilosofie staan. Voor ons is het logisch dat wij persoonlijk op dezelfde wijze beleggen als voor u.

Geïnteresseerd? Neem dan eens contact op om een vrijblijvende afspraak in te plannen via onderstaande gegevens.

Tresor Capital

Wim Duisenbergplantsoen 31

6221 SE Maastricht

E-mailadres: info@tresorcapital.nl

Website: www.tresorcapital.nl



Disclaimer

© Alle rechten voorbehouden. Aan deze publicatie kunnen geen rechten worden ontleend. Dit is een publicatie van Tresor Capital. Reproductie van dit document, of delen ervan, door derden is alleen toegestaan na schriftelijke toestemming en met verwijzing naar de bron, Tresor Capital.

Deze publicatie is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid samengesteld door Tresor Capital. De informatie is bedoeld in algemene zin en is niet toegespitst op uw individuele situatie. De informatie mag daarom nadrukkelijk niet worden beschouwd als advies, aanbod of voorstel tot het aankopen of verhandelen van beleggingsproducten en/of het afnemen van beleggingsdiensten noch als beleggingsadvies. U dient zorgvuldig de risico's te overwegen alvorens u begint met beleggen. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. U kunt (een deel van) uw inleg verliezen. Tresor Capital wijst iedere vorm van aansprakelijkheid voor eventuele onvolkomenheden of onjuistheden af. Deze informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig.